

**Stimmrechtsausübung
durch Stellvertretung im
amerikanischen Aktienrecht**

proxy voting und shareholder democracy

Thèse

présentée à la Faculté de Droit de l'Université de Neuchâtel
pour obtenir le grade de docteur en droit

par

HANS A. HÜSSY



JURIS-VERLAG ZÜRICH

1959

UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL

FACULTÉ DE DROIT

Le Conseil de la Faculté de Droit de l'Université de Neuchâtel
autorise la publication de la thèse de M. Hans A. Hüssy, intitulée :

*Stimmrechtsausübung
durch Stellvertretung im amerikanischen Aktienrecht
(proxy voting und shareholder democracy)*

Il ne donne ni approbation ni improbation aux opinions émises,
ces opinions devant être considérées comme propres à l'auteur.

Neuchâtel, le 15 août 1959

Le doyen de la Faculté de Droit :

Raymond Jeanprêtre

Recht und Literatur sind bis zum 1. März 1959 verarbeitet.

Meiner Mutter

I. GRUNDLAGEN

1. Einführung

Im amerikanischen Aktienrecht hat sich in den letzten Jahrzehnten eine rege Diskussion um die rechtliche Stellung des Aktionärs gegenüber seiner Gesellschaft entwickelt.

Der Charakter des Mitgliedschaftsverhältnisses hat sich in der Geschichte der Aktiengesellschaft wesentlich gewandelt. Ursprünglich besass der Gesellschafter als Partner eines Unternehmens von Berufsfreunden oder Familiengliedern vollen Einblick in alle Gesellschaftsangelegenheiten, mit dem Recht und der Pflicht, persönlich an der Geschäftsführung mitzuwirken. Die Stimmabgabe durch Stellvertretung war nicht zulässig.

Seither hat sich die Mitgliederzahl der durchschnittlichen Aktiengesellschaft vervielfacht. Die typischen modernen Aktionäre besitzen nur noch unbedeutende Minderheitsbeteiligungen und sind über das ganze Land verstreut. Von der Verwaltung ausgeschlossen, haben sie jede Kontrolle über die Gesellschaft verloren und können ihr Stimmrecht aus praktischen Gründen nicht persönlich ausüben.

Die meisten staatlichen Aktiengesetze der USA haben daher die Ausübung des Stimmrechts durch Stellvertretung eingeführt. Sie versäumten jedoch, den verloren gegangenen persönlichen Einblick des Gesellschafters durch ein angemessenes Aufschlussrecht zu ersetzen. Der Aktionär konnte sich kein Urteil mehr über die Gesellschaftsangelegenheiten bilden. Mit der Möglichkeit, seinen Einfluss geltend zu machen, verlor er in zunehmendem Masse auch das Interesse an der Gesellschaft. Im umgekehrten Verhältnis wuchs die Unabhängigkeit der Verwaltung, deren unkontrollierte Alleinherrschaft in vielen Fällen zu einer ungesunden Machtkonzentration führte und gelegentlich vor eigenmächtigen Missbräuchen nicht zurückscheute.

Diese Verhältnisse waren neben dem bedenklichen allgemeinen Niveau des Wertpapierhandels mitverantwortlich für den Börsenzusammenbruch von 1929. Die Wirtschaftskrise bildete den äusseren Anlass

für den längst fälligen bundesrechtlichen Eingriff in das Recht der Wertpapiermärkte und der Aktiengesellschaft durch die sogenannte Securities-Gesetzgebung, deren Anwendbarkeit allerdings durch die verfassungsrechtliche Kompetenzausscheidung auf den zwischenstaatlichen Handel beschränkt blieb. Der Kongress legte das Hauptgewicht auf die Ordnung des Wertpapierhandels, dessen Sanierung im Interesse nicht nur des anlagesuchenden Publikums, sondern auch der weiteren, von einer gesunden Volkswirtschaft abhängigen Öffentlichkeit lag. Bei dieser Gelegenheit sorgte er für die Wiederherstellung eines praktisch wirksamen Mitspracherechts des Aktionärs, indem er das Recht der Stimmabgabe durch Stellvertretung in der ‚proxy regulation‘ zweckentsprechend ausbauen und mit dem erforderlichen Aufschlussrecht verbinden liess. Damit erfüllte der Gesetzgeber die wichtigsten Postulate der sogenannten ‚shareholder democracy‘ und erreichte dank einer verstärkten Anteilnahme der Aktionäre am gesellschaftlichen Geschehen auch eine wertvolle Ergänzung der öffentlichen Kontrolle zur Verhütung von Missbräuchen.

Die amerikanische Auseinandersetzung zwischen Aktiendemokratie und Führungsprinzip findet im übrigen seine Parallelen auch in Europa, namentlich in der im Zeichen der sozialen Marktwirtschaft stehenden deutschen Aktienrechtsreform, während die entsprechenden Gegensätze in der Schweiz dank einer kompromissfreundlichen Ausgestaltung und Anwendung des Aktienrechts in einem tragbaren Rahmen gehalten werden konnten. Die vorliegende Arbeit wird sich indessen mit den Verhältnissen in Europa und der Schweiz nicht befassen, sondern sich mit einem Überblick über das Mitbestimmungsrecht des amerikanischen Aktionärs in seiner Gesellschaft begnügen. Anknüpfungspunkt ist die Ausübung des Stimmrechts durch Stellvertretung, deren Regelung eine Schlüsselstellung im ganzen Problemkreis und insbesondere in der bundesrechtlichen Ordnung einnimmt. Den grösseren Rahmen bildet das Interesse der Allgemeinheit an einer genügenden gesellschaftsinternen und öffentlichen Kontrolle der Verwaltungen, welche durch ihre Gesellschaften über einen Grossteil des wirtschaftlichen Reichtums der Nation verfügen.

Zum besseren Verständnis der Zusammenhänge folgt zunächst eine Übersicht über die Rechtsquellen und die Gerichtsorganisation der Vereinigten Staaten, sie soll Klarheit schaffen über die materielle und formelle Kompetenzausscheidung zwischen Bund und Einzelstaaten und über das Verhältnis zwischen Common Law und Gesetz im Aktienrecht.

Die anschliessende Zusammenfassung der im Rahmen des Themas wesentlichen Züge des Aktienrechts und der Securities-Gesetzgebung

bereitet ebenfalls auf den eigentlichen Gegenstand der Arbeit vor: die Ausübung des Aktienstimmrechts durch Stellvertretung und deren Bedeutung für die Rechtsstellung des Aktionärs im allgemeinen. Zu diesem Zweck werden die beiden wichtigsten Mitgliedschaftsrechte, das Stimm- und das Aufschlussrecht, besonders erörtert.

Für die anschliessende Übersicht über die Regelung des Stellvertretungsverhältnisses im Aktienrecht drängt sich einleitend eine Darstellung des staatlichen Rechts auf. Kernstück und Abschluss der Arbeit bildet ein Abriss der bundesrechtlichen Ordnung des Vollmachtenstimmwesens durch die proxy regulation. Um seine grösseren Ziele zu erreichen — die Wiederherstellung des öffentlichen Vertrauens in die Wertpapiermärkte und die Wirtschaft im allgemeinen sowie des Mitspracherechts des Aktionärs im Sinne der shareholder democracy — sorgte der Bund in seiner Verordnung zunächst für relativ befriedigende Aufschlussbestimmungen. Ausserdem gewährleistet er das Recht des Aktionärs auf freie Stimmabgabe nach eigener Wahl und in einem beschränkten Umfang auch sein Antragsrecht. Schliesslich ermöglichte er ihm, sich selbstständig und in Opposition zur Verwaltung um Vollmachten zugunsten von eigenen Traktanden und Kandidaten zu bewerben. Gestützt darauf werden die sogenannten Stimmrechtskämpfe (proxy fights, proxy contests) um die Beherrschung von Aktiengesellschaften ausgetragen, deren oftmals spektakuläre Publizität am meisten zur Bekanntmachung der proxy regulation in der Öffentlichkeit beigetragen hat.

2. *Rechtsquellen¹ und Gerichtswesen; Kompetenzausscheidung zwischen Bund und Staaten*

Es gibt kein einheitliches Recht der Vereinigten Staaten. Das englische Common Law hatte sich zwar von den 13 britisch kolonisierten Gründerstaaten der Union allmählich über ganz Nordamerika ausgebreitet, doch erfuhr es in den einzelnen Staaten schon vor der Unabhängigkeitsklärung eine selbständige Entwicklung². Obwohl die wesentlichen Grundlagen des Rechtssystems bis heute unverändert blieben, musste es sich doch an die anders gearteten Bedingungen der Neuen Welt anpassen,

¹ Rabel 342 f.; Clark IX f.; Babb & Martin 10 f.; vgl. Tunc, Sources.

² Tunc, Sources 186 f.; Lerner 426 ff.

insbesondere an die unermessliche Ausdehnung Amerikas mit seinen klimatischen und topographischen Gegensätzen; die Freizügigkeit und heterogene Zusammensetzung der Bevölkerung mit ihrer teilweise kontinental-europäischen Rechtsüberlieferung; die gewaltige wirtschaftliche Entfaltung; die eigenständigen politischen Einrichtungen; den Mangel an einheitlicher Tradition und die Tendenz zur Vermassung³.

Anlässlich der Gründung des Bundes konnten die Gliedstaaten einen bedeutenden Teil ihrer Rechts- und Gerichtshoheit bewahren. Sie sind in allen Bereichen zuständig, welche nicht durch die Verfassung dem Bund zugewiesen werden⁴. Allerdings hat die grundsätzlich beschränkte Kompetenz des Bundes dank einer extensiven Auslegungspraxis des Bundesgerichts und insbesondere dank der Anerkennung weitgehender sogenannter implied powers eine starke Ausdehnung erfahren⁵.

Massgebend für die Zuständigkeit des Bundes ist vor allem Art. I Section 8 der Verfassung.

Praktisch am bedeutendsten ist deren Clause 3, welche dem Kongress für das im Rahmen dieser Arbeit hauptsächlich interessierende Handelsrecht die Befugnis verleiht «to regulate Commerce with foreign nations, and among the several states and with Indian tribes»⁶. Gestützt auf diese Bestimmung hat der Bund Schritt für Schritt die Regelung des Wirtschaftslebens der Nation an sich gezogen. Seine Kompetenz schliesst grundsätzlich jede staatliche Gesetzgebung über den internationalen und zwischenstaatlichen Handel aus⁷. Selbst wenn er sie nicht ausnützt, verbleibt den Staaten lediglich ein Polizeiverordnungsrecht zum Schutze der öffentlichen Gesundheit, Moral, Sicherheit etc.

Der Begriff ‚zwischenstaatlich‘ bezieht sich auf die Gliedstaaten der USA. Nach der weiten Auslegungspraxis des Bundesgerichts ist der Kongress ermächtigt, auch in den innerstaatlichen Handel einzugreifen, sofern in bestimmten Fällen ein direkter und erheblicher Einfluss auf die zwischenstaatlichen Beziehungen feststeht⁸.

3 Rabel 343.

4 vgl. das Tenth amendment der Verfassung.

5 Tunc, *Système*, 75. (Bundessache sind beispielsweise das Steuerwesen, Münzwesen, Mass- und Gewichtswesen, Landesverteidigung, Post, Konkursrecht, Urheber- und Patentrecht, Bürgerrechtswesen, Gerichtswesen etc., um nur einen Teil des Katalogs zu nennen.)

6 Babb & Martin 343; Clark 486, 488 f.; Tunc, *Système* 84 f.

7 Clark 486; Tunc, *Système* 23, vgl. aber auch 122.

8 Streik eines innerstaatlichen Elektrizitätswerkes, wodurch der zwischenstaatliche Eisenbahnbetrieb beeinträchtigt wird; Kontrolle der innerstaat-

Unter den Begriff interstate commerce fallen jeder Kauf, Verkauf und Austausch von Gütern und Diensten, jeder Transport von Personen und Gegenständen und jede Übermittlung von Nachrichten über die Staatsgrenzen hinaus, sowie alle Mittel, welche einem solchen Verkehr dienen, wie Eisenbahnen, Autos, Fähren, Telegraph, Pipelines etc.⁹.

Der Bund hat, gestützt auf seine zwischenstaatliche Kompetenz, durch eine Reihe bedeutender Gesetze einschneidend in die amerikanische Wirtschaft eingegriffen¹⁰, so insbesondere durch die Antitrust Gesetzgebung zum Schutze der freien Konkurrenz (Sherman Act, Clayton Act, Federal Trade Commission Act, etc.), die Labor Gesetzgebung (Arbeitszeit- und Lohnordnungen, Kollektivverträge, Social Security Act usw.) und die für diese Arbeit bedeutungsvolle Securities- und Exchange Gesetzgebung, die die Ausgabe von und den Handel mit Wertpapieren regelt.

Wie sich aus dieser Zuständigkeitsordnung ergibt, ist das Aktienrecht als solches nicht Bundessache. Im Rahmen der Securities und Exchange Gesetzgebung hat der Bund jedoch die Gelegenheit zu wesentlichen Eingriffen in das Gesellschaftsrecht genützt, insbesondere durch den Ausbau des Aufschlussesrechts und des Stimmrechts durch Stellvertretung.

Für jeden Staat der USA lassen sich neben der Verfassung, den Gesetzen und Verträgen des Bundes als Rechtsquellen unterscheiden einerseits seine eigene Verfassung und Gesetzgebung und andererseits sein Common und Equity Law, welches beinahe ausschliesslich durch gerichtliche Entscheidungen in Erscheinung tritt¹¹. Wesentlich ist dabei vor allem, dass sämtliches Bundesrecht mit Einschluss verwaltungsrechtlicher Verordnungen wie beispielsweise der für diese Arbeit grundlegenden proxy regulation dem staatlichen Recht jeder Stufe vorgeht¹².

lichen Milchpreisbildung wegen ihrer Einwirkung auf die zwischenstaatliche Ordnung des Bundes; Verbot des zwischenstaatlichen Transportes von Gütern, welche unter Missachtung bundesrechtlicher Lohn- und Arbeitszeitvorschriften hergestellt werden (vgl. Clark 486 f.) etc.

9 Clark 486; vgl. auch Tunc, *Système*, 85 («... le concept de 'commerce' dans la constitution couvre l'ensemble des activités qui sont, en France, l'objet du droit commercial, plus la production agricole») und 90 («... extraordinaire extension du concept de caractère interétatique ... désigne, en réalité, le commerce national ou l'économie nationale, c'est-à-dire le commerce en général»).

10 Babb & Martin 354 f.; Tunc, *Système* 91 f.

11 Auch das amerikanische Recht unterscheidet im übrigen formelles und materielles Recht, adjective und substantive Law (Babb & Martin 1). Das Verfahrensrecht ist weitgehend in Gesetzen niedergelegt.

12 Tunc, *Sources* 19, *Système* 17.

Der Begriff Common Law¹³ bezeichnet zunächst das anglo-amerikanische System der richterlichen Rechtsformung gegenüber dem kodifizierten kontinentaleuropäischen Recht, dem sogenannten Civil Law. Sodann grenzt er innerhalb des anglo-amerikanischen Rechtskreises das allgemeine Recht gegenüber dem an Bedeutung gewinnenden Gesetzesrecht (Statutory Law) ab. Schliesslich scheidet er die altüberlieferten starren Regeln der ordentlichen Gerichtshöfe vom ursprünglich durch die königlichen Kammern geschaffenen Billigkeitsrecht der Equity. Der jeweilige Sinn erhellt in der Regel aus dem Zusammenhang.

In seiner Bedeutung als Gegensatz zu Equity und Statutory Law stellt das Common Law allgemein anerkannte Rechtssätze dar¹⁴, welche sich aus überlieferter Gewohnheit ableiten und durch die Gerichte stets durchgesetzt und der Entwicklung von Handel und Wandel angepasst wurden. Das Common Law ist in dem Sinne ungeschriebenes Recht, als es nicht durch Gesetzgebung geschaffen wurde, sondern auf der Verbindlichkeit früherer Entscheidungen beruht (stare decisis). Allerdings hat der Präzedenzwert der gerichtlichen Entscheidungen heute in den Vereinigten Staaten, im Gegensatz zu Grossbritannien, viel von seiner einst zwingenden Kraft verloren und kaum mehr als persuasive authority bewahrt. Das Recht hat dadurch zu Lasten der Rechtssicherheit an Anpassungsfähigkeit gewonnen¹⁵. Das Common Law zeichnet sich durch die grundsätzliche Heranziehung einer Jury für die Beurteilung der Tatfragen in Zivil- und Strafsachen aus¹⁶.

Das Common Law bildet die Grundlage des anglo-amerikanischen Rechtssystems. Gesetzesrecht gilt noch immer als Ausnahmerecht. Das Common Law bleibt massgebend für dessen Auslegung, füllt seine Lücken aus und tritt wieder an seine Stelle im Falle der Ausserkraftsetzung¹⁷.

Das Common Law ist durch die englische Kolonisation nach Amerika gebracht und mit der Zeit über den ganzen Kontinent verbreitet worden¹⁸. Obwohl es sich in den 50 Staaten und im Bund gesondert entwickelt hat,

13 Holmes, Wendell, *The Common Law*, 1881. Pound, Roscoe, *The Spirit of the Common Law* 1921; Clark X; Tunc, *Sources* 25 f.

14 Babb & Martin 10 f.

15 Rabel 344; Tunc, *Sources* 106 ff., insbesondere 148 f.; Lerner 427 f.

16 Tunc, *Sources* 89.

17 Tunc, *Sources* 26.

18 Rabel 345, vgl. *Calvin's Case* (1608), 7 Co. I, 17b. — In dem ursprünglich spanischen und französischen Louisiana, das seinerzeit das ganze Einzugsgebiet des Mississippi umfasste, galt Civil Law, welches heute stark vom Common Law beeinflusst ist (Tunc, *Sources* 69 f.; Rabel 342).

werden noch heute Urteile anderer Staaten und der übrigen Common Law Länder wie Kanada usw. gelegentlich zur analogen Rechtsfindung herangezogen¹⁹.

Das American Law Institute, eine Vereinigung wissenschaftlich interessierter Juristen, hat es von 1923 an unternommen, im Kampfe gegen die Rechtszersplitterung das gesamte amerikanische Common Law im sogenannten Restatement²⁰ zu systematisieren. Die wesentlichen Rechtsgebiete wie Contracts, Torts etc. sind bereits publiziert. Damit ist eine bedeutende Vorarbeit für eine allfällige spätere Kodifikation geleistet. Die Grundsätze des Restatement dienen dem Richter als Richtlinien mit persuasive authority. Die verbindliche Wirkung der precedents kommt ihnen als solchen nicht zu. Für die meisten Staaten wurden Annotations veröffentlicht, welche die staatlichen Gesetze und Entscheide zu den Grundsätzen des Restatement in Beziehung setzen und Übereinstimmungen und Divergenzen festhalten. Überdies orientieren das sogenannte Restatement in the Courts von 1946 und dessen Supplement von 1954 über die gestützt auf das Restatement ergangenen Entscheide. Schliesslich ergänzt ein Supplement von 1948 das Restatement und passt es der Entwicklung an.

Vom Common Law im engeren Sinn oder kurz Law unterscheidet sich die Equity²¹. Die Rechtsprechung der englischen Common Law Gerichte begann vom 16. Jahrhundert an in einem entwicklungsfeindlichen Formalismus zu erstarren. Eine kleinliche Auslegung der precedents setzte das Recht in vielen Fällen mit der Gerechtigkeit in Widerspruch. Der englische König als oberster Gerichtsherr liess seinen Chancellor in solchen Notständen durch eine Sonderjustiz mit billigen (equitable) Lösungen und neuen Rechtsfiguren wie beispielsweise dem Trust und der Einführung der Naturalexekution (specific performance) in die Rechtspflege

¹⁹ Clark IX, vgl. Tunc, Sources 186.

²⁰ Rabel 346; Tunc, Sources 344 f. Ein Restatement des Aktienrechts ist begrifflich ausgeschlossen, da dieses in allen Staaten kodifiziert ist. "The Restatement's aim is to present an orderly restatement of the general common law of the United States, including in that term not only the law developed solely by judicial decision, but also the law that has grown from the application by the courts of statutes that were generally enacted and were in force for many years". (Effective Legal Research by Price and Bitner, p. 211, New York, Prentice-Hall, 1953).

²¹ Walsh, W. F., Treatise on Equity, Chicago, Callaghan & Co. 1930; Clark Xf., 233 f.; Babb & Martin 4 f., 11 f.; Tunc, Sources 33, 62.

cingreifen. Daraus entwickelte sich die für das angloamerikanische Recht typische Doppelspurigkeit des materiellen Rechts und der Gerichtsorganisation. Noch heute werden die Institute und Rechtsbehelfe der Equity von denjenigen des Common Law unterschieden, doch ist in den meisten Staaten und im Bund das gesonderte Equity Gerichtssystem aufgehoben worden²². Im Rahmen dieser Arbeit ist insbesondere von Bedeutung, dass nur die Equity in Form der Injunction ein gerichtliches Verbot kennt, mit welchem eine Partei ihre gefährdeten Rechte präventiv und rechtzeitig sichern kann.

Obwohl die Equity den sturen Formalismus des Common Law einigermaßen zu kompensieren vermochte, erwies sich das System der richterlichen Rechtsformung vom 17. Jahrhundert an der einsetzenden industriellen Revolution immer weniger als gewachsen. Wirtschaftliche Entfaltung, kolonialistische Expansion, soziale Umschichtungen und die Ablösung der königlichen Vorherrschaft durch konstitutionelle Monarchie und Volksvertretung, riefen einer fortschreitenden Anpassung des Rechts²³. Diese Entwicklung schloss vorerst lediglich die allmähliche Rezeption des allgemeinen europäischen Handelsrechts (merchant law) im Rahmen des Common Law in sich und griff nur zögernd zum Mittel der Gesetzgebung durch Statutes. Heute ist ein grosser Teil des Handelsrechts und insbesondere das Aktienrecht der Vereinigten Staaten von einzelstaatlichen Gesetzen beherrscht. Auch der Bund hat von seiner verfassungsmässigen Kompetenz zur gesetzlichen Regelung des zwischenstaatlichen Handels regen Gebrauch gemacht.

Nach traditioneller amerikanischer Lehre und Praxis lässt die Auslegung der Gesetze keine Analogie zu²⁴. Für die Interpretation muss auf das Common Law zurückgegriffen werden. Darauf beruht die für kontinentale Juristen unbegreiflich detaillierte Umständlichkeit amerikanischer Gesetze. Immerhin zeichnet sich eine Angleichung an europäische Methoden und damit eine Aufwertung der Gesetze gegenüber dem Common Law ab.

22 Unter dem Einfluss des 'Field Code' des Staates New York von 1848, Tunc Sources 335 f.; vgl. Clark XI.

23 Die Anpassungsfähigkeit des Common Law steht im umgekehrten Verhältnis zur Autorität der precedents. Im Gegensatz zum heutigen englischen Recht sind das ältere Recht bis ungefähr zum 17. Jahrhundert und das moderne amerikanische Recht ziemlich elastisch.

24 Rabel 344; Tunc, Sources 265 ff. Die moderne Rechtsprechung tendiert nach einer gewissen Lockerung der traditionellen restriktiven Auslegung.

Die namentlich im Handelsrecht fortgeschrittene Zersetzung des Common Law zugunsten der Kodifikation akzentuiert noch die bestehende Rechtszersplitterung in den Vereinigten Staaten. Dem Bund mangelt ausserhalb des Interstate Commerce die Kompetenz, die aus Gründen der Rechtssicherheit und Ökonomie dringend erforderliche Vereinheitlichung anzupacken. Eine entsprechende Verfassungsreform könnte gegen den föderalistischen Widerstand nicht durchgebracht werden. Die Rechtszersplitterung muss daher auf anderem Wege bekämpft werden. Es hat sich zu diesem Zweck eine erfreuliche Zusammenarbeit zwischen der Bundesregierung und den führenden Organisationen der Rechtswissenschaft und Anwaltschaft herausgebildet. Auf die grossangelegten Bestrebungen des American Law Institute, das Common Law der einzelnen Staaten durch das sogenannte Restatement zusammenfassend auszugleichen und eine Kodifikation vorzubereiten, ist bereits hingewiesen worden. Von mindestens ebenbürtiger Bedeutung sind die von der National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, einer vom Kongress eingesetzten und von der American Bar Association unterstützten Kommission herausgegebenen Uniform und Model Acts²⁵. Es handelt sich bei den Uniform Acts um vollständig ausgearbeitete und bei den Model Acts um auf die wesentlichen Grundsätze beschränkte Gesetzesentwürfe, welche den Einzelstaaten zur Annahme empfohlen werden.

Bereits sind über 30 solcher Gesetze von vier und mehr Staaten im Originaltext und von einer noch grösseren Zahl teilweise abgeändert übernommen worden²⁶. Drei Uniform Acts gelten in sämtlichen Staaten, das Kaufsrecht in den meisten²⁷. Den grössten Erfolg im Bereiche des Aktienrechts hat der Uniform Stock Transfer Act²⁸, während sich der Model Business Corporation Act nur langsam durchsetzt. Immerhin ist er bisher in sechs Staaten in der Originalfassung adoptiert worden, nämlich in Wisconsin, Oregon, Texas, Virginia, North Dakota und Alaska sowie im District of Columbia. In anderen Staaten wird eine entsprechende Gesetzgebung erwogen und New York hat bereits eine Studienkommission eingesetzt²⁹.

25 Fehlmann 25f.; Rabel 346; Tunc, Sources 342f.

26 Martindale Hubbell 1957, Part VI.

27 Rabel 346.

28 der die Aktienübertragung regelt, vgl. F. Fehlmann 44; vgl. unten p. 33f.

29 Scott, Willard P., Developments in Corporate Laws, The Business Lawyer, July 1954, p. 438, 452.

Die Krönung dieses bedeutsamen Vereinheitlichungswerkes bildet der 1950 erschienene endgültige Entwurf eines Uniform Commercial Code, welcher durch die Zusammenarbeit zwischen dem American Law Institute und der National Conference of Commissioners on Uniform State Laws geschaffen wurde und die Entwicklung zum Gesetzesrecht europäischer Art bewusst fördert.

Anlässlich der Gründung des amerikanischen Bundesstaates wahrten die Gliedstaaten ihre ordentliche Gerichtshoheit. Zur Durchsetzung und einheitlichen Anwendung des Bundesrechts wurde auf Grund von Art. III der Bundesverfassung ein paralleles Gerichtssystem des Bundes geschaffen, so dass seither zwischen state und federal courts zu unterscheiden ist³⁰.

Die Gerichtsorganisation der Einzelstaaten³¹ beruht in der Regel auf einer vertikalen Dreiteilung. Erstinstanzlich üben Stadt- und Bezirksgerichte eine beschränkte Zivil- und Polizeistrafgerichtsbarkeit in einem begrenzten territorialen Raum aus. Auf der nächsten Stufe besitzen die sogenannten Superior Courts die ordentliche Zivil- und Strafgerichtsbarkeit. Oberste Gerichtshöfe sind die Courts of Appeal oder Supreme Courts, welche in der Regel lediglich als Rekursinstanz entscheiden, mit Ausnahme gewisser Sonderfälle insbesondere des Equityrechts. Aufbau und Terminologie der Gerichte unterscheiden sich beispielsweise im Staat New York mehr oder weniger vom geschilderten Schema: Erste Instanz sind der Supreme Court sowie die County, City, Municipal und Surrogate's Courts. Zweitinstanzlich entscheidet die sogenannte Appellate Division desselben, administrativ eine Einheit bildenden Supreme Court. Als oberste Instanz fungiert der Court of Appeals. Innerhalb dieser Organisation bestehen sehr viele Unterabteilungen.

Das Verfahrensrecht bildet eine überaus unübersichtliche Ansammlung von Regeln und Ausnahmen. In den letzten Jahrzehnten ist immerhin eine bedeutende Vereinfachung erreicht worden, indem die meisten Staaten dem Beispiel New Yorks (1848) und später des Bundes (1948) folgend die Sondergerichtshöfe für Equity-Rechtsprechung aufgehoben haben³². Die Regeln der Equity werden heute von den ordentlichen Gerichten angewandt. Reine Equityverfahren sind allerdings gesonderten Abteilungen zugewiesen, welche traditionsgemäss ohne Mitwirkung der

30 Bloudeel, 192 f.; Babb & Martin 15 f.; Coleman 477 f.; Clark 489 f.

31 Babb & Martin 17; Tunc, *Système* 244 f.

32 Clark XI, Tunc, *Sources* 335 f.; *Système* 329.

sonst sowohl in erstinstanzlichen Zivil- wie in Strafsachen für Tatfragen vorgesehenen Geschworenen (Jury) Recht sprechen.

Die Gerichtsorganisation des Bundes³³ beruht auf Art. III Section I der Bundesverfassung: «The judicial power of the United States shall be vested in one Supreme Court, and in such inferior courts as the Congress may from time to time ordain and establish . . .»

Durch den Judicial Code von 1948 wurden Gerichtsorganisation und Verfahrensrecht des Bundes in vorbildlicher Weise gestrafft und vereinfaucht. Auch die Gerichte des Bundes sind in drei Zuständigkeitsstufen organisiert. Als unterste Instanz amten 84 District Courts, welche je nach der Bevölkerungsdichte über die Vereinigten Staaten verteilt sind³⁴. In die Kompetenz dieser mit 1–16 Einzelrichtern besetzten Distriktsgerichte fallen Zivilsachen mit einem Streitwert über 3 000 Dollar, sofern Bundesrecht angerufen wird (federal question) oder sofern Bürger verschiedener Gliedstaaten beteiligt sind (diversity of citizenship) — dabei ist nach neuerer Rechtsprechung das Recht des Staates anzuwenden, wo das Gericht domiziliert³⁵ ist — ferner Streitsachen, in welchen der Bund Partei ist, sowie bestimmte Sachen des Bundesrechts, wie des See-, Konkurs-, Antitrust-, Steuer-, Zoll-, Patent-, Urheber- und Staatssicherheitsrechts. Section 27 des Securities Exchange Act verleiht den Bundesdistriktsgerichten «exclusive jurisdiction» für Rechtsverletzungen im Rahmen der Securities Gesetzgebung, einschliesslich der proxy regulation.

Die Kompetenz der elf zweitinstanzlichen mit mindestens drei Kollegialrichtern besetzten Courts of Appeal ist im wesentlichen auf Rechtsfragen beschränkt und erstreckt sich auf Berufungen gegen Distriktsgerichtsentsehide, sofern nicht eine direkte Appellation ans Bundesgericht vorgesehen ist. Die Appellationsgerichte sind auch zuständig für Rekurse gegen Entscheidungen der Securities and Exchange Commission und anderer bundesrechtlicher Administrativbehörden.

Die höchste Gerichtsbarkeit der Vereinigten Staaten übt das Bundesgericht in Washington aus (The Supreme Court). Es besteht aus seinem Vorsitzenden und acht Richtern, welche vom Präsidenten der Vereinigten Staaten auf Lebenszeit ernannt werden³⁶. Das Bundesgericht entscheidet als einzige Instanz Streitälle, welche Botschafter, Konsuln und Minister

33 Blondeel 192 ff.; Coleman 477 f.; Tunc, *Système* 194 ff.

34 Blondeel 200 f. (5 weitere Distriktsgerichte amten in den Territorien und Besitzungen).

35 *Erie v. Tompkins*, 304 U. S. 64, 1938.

36 (siehe folgende Seite.)

betreffen sowie solche, an welchen ein Einzelstaat als Partei beteiligt ist. In zweiter Instanz behandelt es direkte Berufungen gegen Entscheide der Distriktsgerichte, sofern der Bund Partei ist, sofern ein Bundesgesetz als verfassungswidrig erklärt worden ist, oder sofern der Entscheid durch ein in Ausnahmefällen vorgeschriebenes Kollegium von drei Richtern gefällt wurde. Das Bundesgericht beurteilt ferner die Berufungen gegen Appellationsgerichtsentscheide. Seine Hauptaufgabe besteht in der Feststellung der Verfassungsmässigkeit von Bundes- und staatlichem Recht sowie von Handlungen der Bundes- und Staatsbehörden.

Schliesslich hat sich das Bundesgericht auch mit Berufungen gegen letztinstanzliche Entscheidungen der Einzelstaaten zu befassen, sofern darin ein Bundesgesetz oder -vertrag als verfassungswidrig erklärt wird. In den meisten Fällen steht den Parteien für eine Weiterziehung nur die Prozedur des writ of certiorari³⁷ zur Verfügung, welche es dem Bundesgericht überlässt, durch einen Vorentscheid die Eintretensfrage zu prüfen.

Aus dieser Zuständigkeitsordnung erbellt, dass aktienrechtliche Fragen in der Regel von den staatlichen Gerichten entschieden werden, während einschlägige bundesrechtliche Fälle insbesondere im Zusammenhang mit der proxy regulation die Kompetenz der Bundesgerichte begründen.

Die gedruckten Quellen³⁸ des amerikanischen Rechts sind ausserordentlich umfangreich. Das traditionelle Zeugnis des Rechts bilden die gerichtlichen Entscheide (decisions), welche in einer Reihe von offiziellen und privaten Sammlungen zum Teil mit Kommentar (Annotations) publiziert werden. Im folgenden werden für Bundes District Court-Entscheidungen in der Regel die Zitate des Federal Supplement (F. Supp.) angegeben, für Appellationsgerichtsurteile diejenigen des Federal Reporter (Fed., F. 2d [= 2. Folge]) und für die Rechtsprechung des Obersten Gerichtshofes diejenigen des United States Reporter (U. S.).

Für einzelstaatliche Entscheidungen werden im allgemeinen die staatlichen³⁹, gelegentlich regionale⁴⁰ Sammlungen herangezogen. Allgemein

36 «with the Advice and Consent of the Senate»; dies gilt auch für die übrigen Richter und höheren Beamten des Bundes.

37 vgl. Tunc, *Système* 230 f., 351.

38 Rabel 347 f.; Tunc, *Sources*.

39 so beispielsweise für New York der New York Reporter (N. Y.) und das New York Supplement (NYS., N. Y. S. 2d [2. Folge]).

40 vor allem das National Reporter System, so beispielsweise der Atlantic Reporter (Atl., A 2d) für Connecticut, Delaware, Maine, Maryland, New Hampshire, New Jersey, Pennsylvania, Rhode Island und Vermont, und der

gilt für die Zitierweise, dass nach der Parteiangabe die Bandnummern voran- und die Seitenzahlen nachgestellt werden. In Klammer wird in der Regel abgekürzt das Gericht bezeichnet und das Jahr der Entscheidung festgehalten⁴¹.

Neben den decisions nehmen die statutes einen immer grösseren Raum und wachsende Bedeutung in Anspruch, namentlich im Aktienrecht. Auch sie erscheinen in ausserordentlich zweckdienlichen Sammlungen, welche periodisch durch supplements die Rechtsprechung nachführen.

Die im Rahmen dieser Arbeit wichtigen verwaltungsrechtlichen Erlasse und Entscheide von Administrativbehörden wie insbesondere der Securities- and Exchange Commission bilden ebenfalls Gegenstand von amtlichen und privaten Publikationen (United States Law Week, Administrative Law, SEC Decisions etc.).

Daneben ist die analytische Literatur (treaties, textbooks etc.) eher beschränkt, aber immerhin in Entwicklung begriffen, hauptsächlich dank der über 75 Law Reviews der Universitäten und anderer rechtswissenschaftlicher Institute⁴².

Pacific Reporter (Pac., P. 2d) für Arizona, California, Colorado, Idaho, Kansas, Montana, Nevada, New Mexico, Oklahoma, Oregon, Utah, Washington und Wyoming, etc.

41 So beispielsweise für die Bundesgerichte:

(D. Mass. 1933) = Bundesdistriktsgesicht Massachusetts

(S. D. N. Y. 1945) = Bundesdistriktsgesicht für den südlichen Distrikt des Staates New York

(2d Cir. 1946) = Bundesappellationsgesicht für den 2. Kreis.

Für staatliche Gesichte genügt die Angabe des Gesichts, sofern es sich um einen staatlichen Reporter handelt:

73 N. Y. S. 2d 181 [Sup. Ct. 1947];

bei regionalen Reportern wird das Gesicht näher bezeichnet:

306 Pac. 2d 1 (Calif. Sup. Ct. 1957).

Die in der USA übliche Zitierweise schliesst sämtliche Reporter ein, wovon in dieser Arbeit der Einfachheit halber gelegentlich abgesehen wurde.

42 beispielsweise U. of Chi.L.Rev. (Law Review der Universität Chicago), Yale L. J. (Law Journal) usw.

II. DAS AMERIKANISCHE AKTIENRECHT

1. Entwicklung und Übersicht⁴³

Wie die amerikanische Rechtsordnung im allgemeinen, so hat sich auch das Aktienrecht im wesentlichen auf englischen Grundlagen entwickelt. Die angloamerikanische Aktiengesellschaft hat ihren Ursprung in Gemeindeverbänden wie der Stadt London und andern öffentlich-rechtlichen Korporationen des Mittelalters. Die Kolonisationspolitik und der Aufschwung von Handel und Industrie begünstigten vom 16. Jahrhundert an die Gründung einer Reihe zum Teil berühmter Handelsgesellschaften halböffentlichen Charakters wie der Russia, der East India und der African Company sowie der Bank of England. Die Hudson Bay Company und ähnliche Organisationen für Massachusetts, Virginia etc. brachten das sich in voller Entwicklung befindliche englische Aktienrecht nach Amerika. Ihre Existenz leiteten diese Gesellschaften des Mutterlandes und der Kolonien von individuellen königlichen Freibriefen (Royal Charters) oder parlamentarischen Sondergesetzen (Special Acts of Parliament) ab⁴⁴. Mit der Unabhängigkeitserklärung wurden 1776 die Mitgliedstaaten der Union für die Verleihung der Rechtspersönlichkeit an die Aktiengesellschaft und deren Ausgestaltung durch Rechte und Pflichten zuständig, während der Bund nur eine beschränkte Kompetenz erhielt⁴⁵.

Die mit der Einbringung von Spezialgesetzen (private bills) verbundene Gesellschaftsgründung erwies sich als ein äusserst umständliches und kostspieliges Verfahren. Handel und Wirtschaft forderten erleichterte Formalitäten, um das risikobeschränkende Instrument der Aktiengesellschaft für ihre Entwicklung voll auswerten zu können. Im Laufe des 19. Jahrhunderts gingen daher allmählich alle Staaten dem Beispiel New Yorks folgend zu einer generellen Regelung des Aktienrechts durch

⁴³ Fehlmann 20f., insbesondere 24f., Ballantine 31; Trumpler 3 ff.

⁴⁴ Fehlmann 25. Es handelte sich um sog. „private laws“ ohne Allgemeinverbindlichkeit; vgl. Tunc, Sources 251f.; sowie unten p. 36f.

⁴⁵ Ballantine 36; oben p. 8 und unten p. 21.

normative statutes über⁴⁶. Die staatlichen Aktiengesetze zeichneten sich anfänglich übereinstimmend durch eine gewisse Zurückhaltung gegenüber den Gefahren der Anonymität aus⁴⁷. Strenge Einschränkungen hinsichtlich Zweck und Kapital verstärkten wie die in vielen Staaten über die Einlage hinausgehende Haftung des Gesellschafters den Gläubigerschutz⁴⁸. Mit dem neuen Aktiengesetz von New Jersey aus dem Jahre 1896 begann jedoch eine ‚race of laxity‘⁴⁹ um die Gunst der Aktiengesellschaft. Gesellschaften bedeuteten Beschäftigung und Wohlstand für die Bevölkerung, Erschliessung des Landes und Einnahmen für den Fiskus. Um sie anzuziehen, lockerten die meisten Staaten unter Führung von Delaware, Nevada, Maryland u. a. m. ihr Aktienrecht in bedenklicher Weise (charter mongering). Gründerverantwortlichkeits- und Vollenzahlungsbestimmungen verschwanden aus den Gesetzen und machten nennwert- und stimmrechtslosen Aktien Platz. Die Haftungsbeschränkung wurde konsequent durchgeführt und die Ausschüttung von Dividenden aus dem Kapital zugelassen⁵⁰. Der Aushöhlung von Gesellschaften wurde u. a. auch das Holding-System dienstbar gemacht, indem durch entsprechende Schachtelung (pyramiding) ganze Komplexe von Gesellschaften mit wenig Kapital und Risiko kontrolliert werden konnten.

Die Degeneration des Gesellschaftsrechts führte zu Missbräuchen aller Art durch Gründer und Verwaltungen und gefährdete die Interessen der Aktionäre, des anlaufesuchenden Publikums und der Allgemeinheit⁵¹. Die unerfreulichen Verhältnisse wurden noch verschlimmert durch die weitverbreiteten unlauteren Gepflogenheiten des Wertpapierhandels⁵².

46 Ballantine 37.

47 Ballantine 38.

48 Ballantine 781.

49 Louis K. Liggett Co. v. Lee 288, U. S. 517, 541 (1933). Vgl. Ballantine 39.

50 Trumpler 14 f.

51 Stock Exchange Practices, Report of the Committee on Banking and Currency Sen. Rep. No. 1455 (1934).

Erst in den letzten Jahren begann die Rechtsprechung einen strengeren Masstab an die Handlungsweise und Verantwortlichkeit der Gründer und Verwaltungsräte anzulegen. So machte der Oberste Gerichtshof Kaliforniens die Gründer einer Gesellschaft persönlich dafür haftbar, dass die eingebrachten Werte dem Kapital nicht entsprachen (Automotriz v. Resnick, 306 Pac. 2d 1, Calif. Sup. Ct., 1957). In einem andern Fall hatte kürzlich die Verwaltung für eine zweckwidrige Verwendung der anlässlich einer Kapitalerhöhung liquidierten Beträge einzustehen (Emmert v. Drake, 224 F. 2d 299 / 5th Cir., 1957).

52 So machte beispielsweise eine Aktiengesellschaft öffentlich bekannt, sie

Parallel zu dieser bedrohlichen Entwicklung bewirkten praktische Gründe, dass die Mehrzahl der Inhaber stimmberechtigter Aktien auf die persönliche Ausübung ihrer Rechte verzichten musste⁵³. Die Aktionäre verloren jede Kontrollmöglichkeit über die Geschäfte und die Leitung der Gesellschaft. Die Verwaltung konnte disponieren, ohne sich um ihre fiduziarischen Pflichten gegenüber den Gesellschaftern kümmern zu müssen⁵⁴. Das Schlagwort „separation of ownership and control“⁵⁵ kennzeichnet treffend die Wandlung der gesellschaftsinternen Machtverhältnisse.

Nachdem die Laxheit der Aktiengesetzgebung ihren Teil zum beispiellosen wirtschaftlichen Aufschwung der Vereinigten Staaten beigetragen hatte und ihr in den meisten Staaten erreichtes mittleres Niveau keinen Anreiz für eine bestimmte Sitzwahl oder einen Sitzwechsel mehr bieten konnte, fanden sich die Gesetzgeber insbesondere seit der Krise der Dreissigerjahre bereit, die geschilderten Übelstände zu bekämpfen⁵⁶. Die Staaten gingen mit den sogenannten Blue Sky Laws voran; der Bund folgte von 1933 an mit der im Bereich des Interstate Commerce geltenden Securities-Gesetzgebung⁵⁷.

Bevor auf diese öffentlichrechtlichen Eingriffe in das Handelsrecht eingetreten wird, sei darauf hingewiesen, dass die durch die Kompetenz der Einzelstaaten bedingte Zersplitterung des amerikanischen Aktienrechts noch dadurch verstärkt wird, dass der Kongress aus Art. I Section 8, clause 18 der Verfassung eine selbständige Kompetenz zur Gründung von Aktiengesellschaften ableitet⁵⁸. Diese Bestimmung ermächtigt den Bund zum Erlass aller Gesetze, welche für die Ausführung seiner Befugnisse notwendig sind („to make all laws which shall be necessary and proper for carrying into execution the foregoing powers and all other powers

werde mit der nächsten Dividende jedem Aktionär eine Kiste Whisky zum Selbstkostenpreis offerieren. Dies trieb den Kurs innert 5 Monaten von 57 auf 98 Dollars. Dieses Vorgehen erlaubte dem Hauptaktionär, 93000 Aktien günstig zu verkaufen, während die Aktie nachher auf \$30 fiel (vgl. Loss 408).

53 siehe p. 57.

54 siehe p. 39 f.; vgl. Clark 334 f.; Babb & Martin 285.

55 Berle & Means 89; vgl. p. 57.

56 siehe Note 51 oben.

57 siehe p. 24 f.; im übrigen wurden in den letzten 20 Jahren auch viele Aktiengesetze modernisiert, doch werden noch immer eher die Interessen der Unternehmer als der Aktionäre berücksichtigt (Caplin 12 f.).

58 Ballantine 36.

vested by this constitution in the Government of the United States or in any Department or Officers thereof»). Überdies ist der Kongress auch für das Aktienrecht der Territorien und Bundesdistrikte wie Puerto Rico zuständig⁵⁹.

Die mangelnde verfassungsrechtliche Kompetenz des Bundes im Gebiet des allgemeinen Aktienrechts schliesst auf längere Sicht jede zentrale Vereinheitlichung aus. Auch der Model Business Corporation Act hat bis heute keinen durchschlagenden Erfolg zu verzeichnen. Im Rahmen ihres beschränkten Anwendungsbereiches hat hingegen die Securities Gesetzgebung des Bundes ausgleichend gewirkt und zwar namentlich hinsichtlich der für diese Arbeit wichtigen Ausübung des Stimmrechts durch Stellvertretung und des Aufschlussesrechts.

2. Öffentlichrechtliche Eingriffe ins Aktienrecht

a) Hintergründe

Das konkurrierende Bestreben mancher Einzelstaaten, möglichst viele Aktiengesellschaften anzuziehen, hat seit der Jahrhundertwende zu einer fragwürdigen Lockerung des Gesellschaftsrechts geführt. Die gewährten Erleichterungen hatten ein regelrechtes Gründungsfieber zur Folge und machten die Aktiengesellschaft infolge des beinahe völlig ausgeschalteten Risikos zum bevorzugten Instrument für die Erschliessung des Landes und den wirtschaftlichen Aufschwung. Auf der Kehrseite lud die large Ordnung zu Missbräuchen ein und wurde in steigendem Masse für betrügerische Gründungen ohne Anfangskapital, mit wertlosen Sacheinlagen oder Zuteilung von bedeutenden Aktienpaketen an die Gründer ausgenützt, wodurch das vom Publikum gezeichnete Kapital verwässert wurde⁶⁰. Unsaubere Praktiken rissen auch an den Wertpapiermärkten ein. Manche Makler berechneten auf Emissions- und Verkaufspreisen bis zu 50% Kommission. Die Risikofreudigkeit des geldanlegenden Publikums nahm diese Zustände solange nollens volens in Kauf, als die ungebrochene Expansion für jeden Verlust mehrfache Gewinne verhiess. Je weniger aber vom Kuchen des nationalen Reichtums zu teilen übrig blieb

⁵⁹ Ballantine 37.

⁶⁰ „watered stock“; vgl. Clark 338.

und je mehr sich die Konjunktur überhitzte, desto mehr wurde nach geeigneten Mitteln gesucht, solche Übelstände zu verhindern. Die traditionellen Rechtsbehelfe des Aktienrechts und des Zivilrechts im allgemeinen genügten biez u nicht: «Because judicial remedies could only be invoked after the harm had been done, and because there were so many procedural difficulties in the way, the net result of what the courts have accomplished has been disappointing. Nowhere is there better proof of the adage that an ounce of prevention is worth a pound of cure»⁶¹.

Im übrigen liessen erst die nach dem Zusammenbruch des Wertpapiermarktes von 1929 angestellten öffentlichen Untersuchungen erkennen, welchen Schaden die lockeren finanziellen und ethischen Gepflogenheiten angerichtet hatten⁶². Die schwindelhaften Gründungen, Transaktionen und Marktmanipulationen hatten zur Folge, dass das geldanlegende Publikum von den 50 Milliarden Dollar, für welche es in den Zwanzigerjahren Wertpapiere gekauft hatte, mehr als die Hälfte verlor⁶³. Die am New York Stock Exchange kotierten Titel wiesen 1929 einen Wert von 90 Milliarden Dollars und 1932 einen solchen von 16 Milliarden Dollars auf. In ähnlichem Verhältnis senkten sich die Umsätze. Das Vertrauen in den Kapitalmarkt war derart erschüttert, dass ihm Kapital entzogen anstatt zugeführt wurde, was die Krise noch verschärfte.

b) Die Blue Sky Laws der Einzelstaaten⁶⁴

Das Interesse des geldanlegenden Publikums und der Allgemeinheit an einer gesunden Wirtschaft zwang die Einzelstaaten schon vor dem grossen Börsenkrach einzugreifen. Kansas machte 1911 mit einem *Act to provide for the regulation and supervision of investment companies and providing penalties for the violation thereof* den Anfang⁶⁵. Seither sind ihm die meisten Staaten gefolgt, insbesondere unter dem Eindruck des Zusammenbruchs der künstlich aufgeblähten Konjunktur im Jahre 1929.

61 Jeffs v. Utah Power & Light Co., 136 Me 454, 12 A 2d 592, 595, 1940; vgl. auch Frey, Alexander H., *Private Corporations*, New York 1946, 59, 89; vgl. aber Note 51 p. 20; vgl. auch p. 40.

62 *Stock Exchange Practices: Report of the Committee on Banking and Currency*, Sen. Rep. No. 1455, 1934 (73rd Cong. 2d Sess.).

63 33 Columbia L. Rev. 1220 (1933); Aranow & Einhorn XIV.

64 Ballantine 858 ff., Note, *Blue Sky Legislation*, 23 Iowa L. Rev. 102.

65 c. 133, laws 1911; vgl. Ballantine 859; vgl. den englischen *Companies Act* von 1844 und 1908, welcher auf Blue Sky und Securities Gesetzgebung einen gewissen Einfluss ausübte.

Als Bezeichnung für solche Gesetze hat sich — auch in der Lehre — das populäre ‚Blue Sky Law‘ eingebürgert, weil es sich um den Schutz des Publikums vor Gesellschaften handelt, ‚which have nothing behind their securities, but water or blue sky‘, d. h. um ‚fly-by-night concerns, visionary oil wells, distant gold mines, and other like fraudulent exploitations‘⁶⁶.

In Befolgung des Prinzips ‚Vorbeugen ist besser als Heilen‘ verfolgt die einschlägige Gesetzgebung den doppelten Zweck, schwindelhafte Gründungen und Emissionen zu verhindern und den Markt allgemein zu überwachen. Die verschiedenen staatlichen Gesetze unterscheiden sich sowohl hinsichtlich ihrer Methoden als auch ihrer Wirksamkeit stark voneinander. Das typische Blue Sky Gesetz unterwirft die Wertpapierhändler einer Lizenzierung und amtlichen Kontrolle und unterzieht alle Neuemissionen und öffentlichen Verkaufsangebote von Wertpapieren einer Prüfung durch die staatliche Wertpapierkommission. Vielfach wird eine allgemeine Registrierung der Wertpapiere und der Makler vorgeschrieben. Aufschlussvorschriften und strafrechtliche Sanktionen ergänzen die Ordnung. In einzelnen Staaten finden sich Ansätze für die Regelung der Verantwortlichkeit der ausführenden Organe. Die wichtigen Staaten New York, New Jersey und Delaware beschränken sich leider im wesentlichen auf Strafandrohungen für Betrugstatbestände⁶⁷. Obwohl die staatliche Gesetzgebung viele Lücken aufwies — beispielsweise wurden ganze Wertpapierkategorien von der Ordnung ausgenommen — bildete sie doch einen wertvollen Markstein auf dem Wege zur Gesundung der Gesellschaftsfinanzierung. Der Schutz des geldanlegenden Publikums hatte auch die erfreuliche Nebenwirkung einer Besserstellung der Gläubiger.

c) Die Securities and Exchange Gesetzgebung des Bundes⁶⁸

Gegenüber der im Jahre 1929 ausgebrochenen Krise erwiesen sich die Vorkehrungen der staatlichen Blue Sky Gesetzgebung zur Hebung des bedenklich gelockerten Niveaus des Aktienrechts und des Wertpapierhandels⁶⁹ als ungenügend. Nachdem sich die öffentliche Meinung bis-

66 Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U. S. 539, 550. [1916] sowie State v. Whiteaker, 118 Ore 656 [1926] bei Ballantine 860.

67 Ballantine 862.

68 Ballantine 873 f.; Caplin 2 f.; Spero 167 f.; Babb & Martin 371 f.; Loss.

69 „securities issues and investment banking“.

lang im Wunschdenken der künstlich übersteigerten Konjunktur gegen eine Einmischung des Bundes gewehrt hatte, forderte das nationale Interesse nun dringend einen Eingriff der Zentralgewalt. Der Bund setzte sich daher das Ziel, das öffentliche Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarktes wieder herzustellen⁷⁰, und erliess innert relativ nützlicher Frist im Rahmen seiner auf die Interstate Commerce Clause gestützten Kompetenz die folgende Reihe sich ergänzender Gesetze: den Securities Act (1933), den Securities Exchange Act (1934), den Public Utility Holding Company Act (1935), den Trust Indenture Act (1939), den Investment Company Act (1940), den Investment Advisers' Act (1940) und den Chandler Act (Chapter X of the Bankruptcy Act, 1938)⁷¹.

Die Gesetzgebung besitzt grundsätzlich im wesentlichen öffentlich-rechtlichen Charakter, enthält aber verschiedentlich Bestimmungen, welche nach europäischer Systematik ins Gebiet des Privatrechts gehören, vor allem was die Regelung der Verantwortlichkeit von Gesellschaftsorganen sowie die Ordnung des Aktienstimmrechts durch Stellvertretung betrifft. Eine derartige empirische Synthese ist typisch für das Verwaltungsrecht und die Gesetzgebung der USA im allgemeinen.

Für die Ausarbeitung und Anwendung der Gesetzgebung erwiesen sich die mit den Blue Sky Laws gemachten Erfahrungen als wertvoll. Während der Securities Act die Ausgabe und Registrierung von Wertpapieren und der Securities Exchange Act deren Handel an und ausser der Börse regelt, befassen sich die übrigen Gesetze ergänzend mit besonderen Kategorien von Gesellschaften und Wertpapieren sowie dem Beruf des Anlageberaters und einigen Spezialfragen des Reorganisationsrechts im Rahmen der Konkursgesetzgebung.

70 Aranow XIII f.; vgl. Section 2 Sec. Exch. Act: "For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are affected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions: . . .".

71 Ballantine 874, 885; Emerson & Latham 20, 23.

Für die Administration der Securities und Exchange Gesetzgebung wurde eigens eine von der übrigen Verwaltung unabhängige Kommission, die Securities and Exchange Commission (SEC) geschaffen⁷². Sie ist eine der einflussreichsten Verwaltungsbehörden des Bundes und besitzt eine ausgedehnte rechtsprechende und vor allem rechtsetzende Verordnungskompetenz. Ihre fünf Mitglieder werden vom Präsidenten der USA unter Zustimmung des Senats für fünf Jahre gewählt. Höchstens drei Mitglieder dürfen der gleichen politischen Partei angehören. (Section 4(a) Sec. Exch. Act). Über tausend juristische und andere sachverständige Mitarbeiter stehen der SEC zur Bewältigung ihrer bedeutenden Kontroll- und Reglementierungspflichten im Gebiet des Wertpapierhandels sowie der Emissionen usw. zur Verfügung⁷³. Gestützt auf die einschlägigen Bestimmungen kann sie u. a. auch den Börsenkredit limitieren und eine Reihe missbräuchlicher Praktiken verhindern. Besonderes Interesse verdient die von ihr eingeführte Praxis, mit der Untersuchung und Beurteilung einer Angelegenheit personell voneinander unabhängige Abteilungen zu betrauen.

Der Securities Act⁷⁴ will den interessierten Kreisen vollständigen Aufschluss über Wert und Charakter von Papieren verschaffen, welche im zwischenstaatlichen und internationalen Verkehr gehandelt werden (d. h. im Rahmen der Zuständigkeit des Bundes) und sucht betrügerische Praktiken im Handel mit solchen Titeln auszuschalten. Die Emittenten sind zur Auflage und Verteilung von Prospekten und zur Einreichung eines sogenannten Registration Statement an die SEC verpflichtet, welches der Öffentlichkeit zur Einsicht offensteht. Beide Dokumente haben nach einem vorgeschriebenen Schema Aufschluss über die Faktoren zu erteilen, welche die Bewertung der Papiere beeinflussen können. Das Registration Statement und in konzentrierter Form der Prospekt enthalten u. a. Angaben über⁷⁵

72 Tunc, *Système* 460 f.; Fitch, Die Rolle des "Regulators" der USA-Börsen, Schweiz. Handelszeitung 13. 8. 59, p. 7. Vgl. für die Tätigkeit der SEC auch p. 99. Vgl. im übrigen für die überragende Bedeutung der Bundesverwaltungskommissionen im wirtschaftlichen Leben der USA: Tunc, *Système* 443 ff. Auf Grund ihrer weitgehenden Kompetenzen sowohl exekutiver und legislativer als auch rechtsprechender Natur wird ihnen vielfach die Funktion einer vierten Gewalt zuerkannt.

73 nach Fitch belief sich der Gesamtwert der ca. 1200 Aktienemissionen des Jahres 1958 auf fast \$ 17 Milliarden. Der zu überwachende Börsentagesumsatz kann 5 Millionen Stück erreichen.

74 Caplin 5; Ballantine 873 f.

75 Securities Act, Sec. 7 und Schedule 14 A; Spero 168; Neff, Forms for registration of Securities under the Acts of 1933 and 1934, 51 Harv L. Rev. 1354f.

- Geschäftszweck, Kapital und Aktienklassen der Gesellschaft usw.
- Verwaltungsrat, Direktion und Hauptaktionäre und deren Aktienbesitz,
- Honorare und Entschädigungen der Organe,
- die letzten wichtigeren Geschäfte der Gesellschaft und das allfällige persönliche Interesse der Verwaltung daran,
- Zweck und Bedingungen der Kapitalaufnahme oder des Verkaufs der Aktien etc.
- Statuten- und Bilanzauszüge etc.

Im Laufe der Jahre sind das Formular und die Behandlungsprozedur bedeutend vereinfacht worden. Der Prospekt kann in das Statement eingebaut werden.

Die SEC unterzieht die eingereichten Statements einer genauen Prüfung und gibt die betroffenen Wertpapiere erst nach einer Wartefrist zur Ausgabe oder zum Verkauf frei, wenn alle Angaben als den Tatsachen entsprechend befunden sind. Sie kann eine Emission mit ungesunden Bedingungen nicht verbindern, sofern die unterbreiteten Aufschlüsse zutreffend sind, doch hat schon die Pflicht zur wahrheitsgetreuen Orientierung weitgehend die erwünschte Wirkung, die prospektiven Käufer auf die vorhandenen Gefahren aufmerksam zu machen⁷⁶. Damit wird auch erreicht, dass seriöse Kapitalinteressenten von unlauterer Konkurrenz befreit werden⁷⁷.

Verantwortliche Personen wie Gründer und Verwaltungsräte unterstehen einer strengen zivil- und strafrechtlichen Haftbarkeit. Buchführung und Rechnungslegung sind genau reglementiert.

76 Es ist für die bundesrechtliche Regelung überhaupt kennzeichnend, dass der öffentliche Eingriff auf ein Minimum beschränkt und es so weit als möglich dem Individuum überlassen wird, auf Grund der vom Bund zur Verfügung gestellten Hilfsmittel aus eigener Initiative die nötigen Schlüsse zu ziehen und Schritte zu unternehmen. Die präventive Wirkung der Regelung hat einen günstigen Einfluss auf das Niveau des Marktes.

77 'The Securities Act, often referred to as the 'truth in securities' Act, was designed not only to provide investors with adequate information upon which to base their decisions to buy and sell securities, but also to protect legitimate business seeking to obtain capital through honest presentation against competition from crooked promoters and to prevent fraud in the sale of securities', Tenth Annual Report, SEC (1944), 14.

Von der Regelung werden alle Wertpapiere erfasst (securities), welche nicht ausdrücklich davon ausgenommen sind, vorausgesetzt, dass sie überhaupt unter die bundesrechtliche Kompetenz fallen, d. h. im zwischenstaatlichen oder internationalen Verkehr oder durch irgendwelche Mittel des Postbetriebes zum Verkauf gelangen oder angeboten werden.

Die gesetzliche Definition ist nach amerikanischer Methode sehr ausführlich ⁷⁸:

„The term ‚security‘ means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, certificate of interest, or participation in any profitsharing agreement or in any oil, gas or other mineral royalty or lease, any collateral, trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, or in general, any instrument commonly known as ‚security‘, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing, but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange or bankers acceptance . . .”

Die weite Auslegungspraxis der Gerichte lässt im übrigen keine Gesetzesumgehung zu. Das entscheidende Kriterium ist, ob Geld oder andere Vermögenswerte für einen Anteil in einer Unternehmung aufgebracht werden⁷⁹. Nach Weissenstein betont die Bezeichnung securities nicht so sehr den juristischen Begriff des Wertpapiers als Verkörperung des Rechts im physischen Papier, als vielmehr die ökonomische Funktion der Darstellung gewisser Vermögensrechte.

Auch die Begriffe Verkauf und Verkaufsangebot werden weit interpretiert und umfassen grundsätzlich jeden Austausch für Gegenwert⁸⁰. Es besteht jedoch ein langer Katalog von Wertpapieren und Transaktionen, welche nicht unter die gesetzliche Regelung fallen, so Wertpapiere des Bundes, der Staaten, von öffentlichen und halböffentlichen Anstalten (public utilities) etc., Verkäufe in einem bestimmten, wertmässigen, territorialen oder zeitlichen Rahmen, oder blosser Austausch von Aktien innerhalb einer Aktiengesellschaft etc.

⁷⁸ Section 3(a) (10) Securities Exchange Act. [Die Definition gilt allgemein für die Securities-Gesetzgebung und die gestützt darauf erlassenen Verordnungen wie die proxy regulation].

⁷⁹ Ballantine 878f.

⁸⁰ Securities Exchange Act Section 2 (3).

Der Securities Exchange Act⁸¹ organisiert die Überwachung und Kontrolle des Wertpapiermarktes, um missbräuchliche Manipulationen zu verhindern. Insbesondere unterwirft er sämtliche Wertpapierhändler und national securities exchanges (Börsen)⁸² einer Registrierungspflicht und der Aufsicht der SEC (Sections 6, 11 und 15). Auch die kotierten Aktien müssen bei der SEC registriert werden. Die Gesellschaften haben der Kommission periodisch Berichte vorzulegen (Section 12). Der Wertpapierhandel wird genau reglementiert. Insbesondere werden Kursmanipulationen untersagt (Section 9) und bestimmte Einschussmargen beim Titelaufkauf auf Kredit vorgeschrieben (Section 7). Der Gesamtbetrag solcher Darlehen beträgt heute nur ungefähr 25 % derjenigen von 1929. Verwaltungsräte und andere 'insider' sowie Wertpapierhändler sind für ungegerechtfertigte Gewinne und missbräuchliche und spekulative Machenschaften haftbar (Section 16). Von der Regelung wird auch der ausserbörsliche (over-the-counter) zwischenstaatliche Handel mit Wertpapieren erfasst (Section 15). Alle Informationen stehen der Öffentlichkeit zur Einsicht offen und werden von privaten Zeitschriften publiziert.

Im Rahmen dieser Arbeit ist insbesondere Section 14 (a) von Bedeutung, welche zum Erlasse der proxy regulation durch die SEC führte und mittels der Regelung der stellvertretenden Ausübung des Stimmrechts und ihrer Aufschlussbestimmungen die sogenannte shareholder democracy wiederherzustellen sucht.

Abschliessend ist darauf hinzuweisen, dass die bundesrechtliche Securities Gesetzgebung die staatlichen Blue Sky Laws nicht derogiert. Die parallelen Ordnungen ergänzen sich in nützlicher Weise, weil das Bundesrecht auf die innerstaatlichen Verhältnisse nicht anwendbar ist⁸³. Vom Standpunkt der Gesellschaften aus ist es allerdings oft etwas mühsam, den vielfach analogen Vorschriften doppelt nachzukommen.

81 Ballantine 884 f.; Babb & Martin 372 f.; Spero 174; Caplin 6 f.

82 The term "exchange" means any organisation, association or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities . . ." (Section 3(a) (1) Securities Exchange Act.) "Any exchange may be registered with the commission as a national securities exchange under the terms and conditions hereinafter provided in this section by filing a registration statement . . ." (Section 6(a) Securities Exchange Act.)

83 Wright, Correlation of State Blue Sky Laws and the Federal Security Acts, 26 Corn. L. Q. 258 f.

3. Die Aktiengesellschaft

a) Arten

Unser Begriff Aktiengesellschaft wird im allgemeinen durch das amerikanische ‚corporation‘ wiedergegeben. Corporation bildet indessen nach amerikanischem Sprachgebrauch eine Art Oberbegriff für Personengesamtheiten mit juristischer Persönlichkeit und umfasst neben Kapitalgesellschaften im europäischen Sinn sowohl öffentlichrechtliche Körperschaften als auch vereinsähnliche Gemeinschaften.

Davon zu unterscheiden sind die sogenannten *partnerships*, welche ungefähr unseren kaufmännischen Personengesellschaften entsprechen.

„A corporation is, after all, but an association of individuals under an assumed name“⁸⁴.

Der weitgespannte Inhalt des Begriffs corporation und die amerikanischen Klassierungsmethoden, welche unbekümmert um logische Systematik von praktischen Gesichtspunkten ausgehen, haben eine gewisse Unklarheit der Terminologie zur Folge.

Nachstehende gebräuchliche Einteilungen mögen die Übersicht erleichtern⁸⁵:

aa) nach ihrer Zweckbestimmung können unterschieden werden:

public corporations, juristische Personen öffentlichen Rechts, d. h. politische Unterabteilungen des Staates, wie Städte, Bezirke usw. (*municipal corporations*) oder staatliche Gesellschaften zur Ausübung öffentlicher Funktionen (*government corporations*), wie Notenbanken, staatliche Universitäten etc.

private corporations, privatrechtliche Gesellschaften, welche ihrerseits in *business* und *non-business corporations* geschieden werden. Die *non-business* oder *non-profit corporations* umfassen Körperschaften mit idealen Zwecken aller Art.

quasi public corporations (*public service corporations*). Dazu gehören die sogenannten *Public Utilities*, d. h. Eisenbahn- und Telephon-

⁸⁴ Hale v. Henkel 201 US 43, 71; (1906).

⁸⁵ Babb & Martin 269; Ballantine 25; Escher 10; Fehlmann 26 f.; Trumpler 29; New York Gen. Corp. Law Section 2: „A corporation shall be either 1. a public corporation, 2. a stock corporation, 3. a non stock corporation. A public corporation shall be either ...“

gesellschaften sowie andere halböffentlich organisierte Unternehmungen, beispielsweise des Schul- und Kraftwerkwesens⁸⁶. Es handelt sich um private corporations, an deren Tätigkeit ein öffentliches Interesse besteht.

bb) Ihrer Struktur gemäss werden unterschieden:

stock corporations, welche je nach ihrer haftungsmässigen Ausgestaltung den verschiedenen Typen unserer Kapitalgesellschaft entsprechen und zur Gewinnerzielung und mittels Ausgabe von Anteilscheinen gegründet werden, und

non stock corporations, welche ungefähr unsern Vereinen oder — unter Vorbehalt der *partnerships* — unseren Personengesellschaften entsprechen und deren Mitgliedschaft nicht an das Eigentum von Aktien gebunden ist. (*membership corporations*).

Die *stock corporations* werden ihrerseits geschieden in *moneyed corporations*, d. h. Bank- und Finanzinstitute, und *business corporations*, welche hauptsächlich Fabrikations- und Handelsgesellschaften umfassen und in der Regel *private corporations* sind.

Es ist hier darauf hinzuweisen, dass der Bund einzelne Gesellschaftsarten wie die *Investment Companies* und *Public Utility Holding Companies* im Rahmen der *Securities*—Gesetzgebung durch besondere Gesetze berücksichtigt hat.

Unserer Aktiengesellschaft kommt die *stock corporation* am nächsten. Sie ist in den meisten Fällen eine *business corporation*. In diesem Sinne wird der Begriff *corporation* in vorliegender Arbeit zu verstehen sein.

b) Wesen⁸⁷

Auch nach angloamerikanischer Auffassung ist die Aktiengesellschaft eine juristische Person (*legal entity, legal person*), welche sich von ihren Mitgliedern unterscheidet und deren Tod und Wechsel überdauert. Sie besitzt eine selbständige Rechts-, Handlungs- und Prozessfähigkeit und

⁸⁶ Clark 436.

⁸⁷ Clark 328; Escher 6f.; Ballantine 2f. *Commercial Law* 172; „an artificial being, invisible, intangible, and existing only in contemplation of law“ *Dartmouth College v. Woodward* (U. S.) 4 Wheat. 518, 1819.

wird mehrheitlich als rechtliche Fiktion betrachtet, welche durch ihren Charakter und ihre Organisation die Erreichung geschäftlicher oder idealer Zwecke erleichtert. Dem Aktionär steht ‚at law‘ kein direktes Eigentum am gesellschaftlichen Vermögen zu, doch wird sein beneficial oder equitable interest durch die juristische Abstraktion hindurch anerkannt. Er ist der eigentliche ‚owner of industry‘⁸⁸, und die Verwaltung erfüllt ihm gegenüber eine treuhänderische Funktion ‚with other people’s money‘⁸⁹.

Das angloamerikanische Recht konstuiert das Wesen der Aktiengesellschaft durch Unterstellung verschiedener Vertragsverhältnisse⁹⁰.

Zwischen dem Staat als Konzessionsgeber und den Gründern der Aktiengesellschaft wird durch Erfüllung der Normativbestimmungen und Annahme der Charter eine privatrechtliche Vereinbarung abgeschlossen⁹¹. Andere Verträge regeln die Beziehungen zwischen den Gründern bzw. der Aktiengesellschaft und den (prospektiven) Mitgliedern sowie zwischen den Aktionären unter sich. Dass die traditionelle angloamerikanische Pragmatik noch nicht zu einer körperschaftlichen Theorie durchgedrungen ist, zeigt sich auch an anderen personengesellschaftlichen Überbleibseln im Aktienrecht, so an der noch heute nicht überall ganz verschwundenen persönlichen Haftung der Aktionäre über ihre Einlage hinaus⁹² und an der etwas rückständigen Ausbildung der Aktie zu einem vollkommenen Wertpapier⁹³.

88 Caplin 73; vgl. Ballantine 288 f.

89 Brandeis, zit. bei Ballantine 875; s. unten p. 39.

90 Fehlmann 23 f.; Escher 7; Stevens 375; Davis v. Louisville Gas & Electric Co., 16 Del. Ch. 157, 142 Atl. 654, Chancery Court Del. 1928.

91 vgl. Dartmouth College v. Woodward [U. S.], 4 Wheat. 518 (1819). Die Staaten behalten sich seither einseitige Abänderungen im Gesetz vor.

92 Die persönliche Belangbarkeit des Aktionärs über den volleinzahlten Betrag seiner Beteiligung hinaus ist im modernen amerikanischen Aktienrecht entgegen einer vielfach vertretenen Ansicht nicht mehr Regel, sondern Ausnahme (Ballantine 781 f., Clark 328, Trumpler 26). Nur in wenigen Staaten finden sich noch Spuren der alten double liability. Die Gesellschafter haben lediglich unter besonderen Voraussetzungen eine zusätzliche Haftung zu übernehmen, so beispielsweise bei Vorliegen von sogenanntem watered stock, d. h. bei Sacheinlage- und anderen Gründerschwindeleien – „Limited liability is the rule, not the exception, and on that assumption large undertakings are vested, vast enterprises are launched and huge sums of capital attracted“ (Anderson v. Abbott, 321 U. S. 349, 361 f., (1943).

93 Fehlmann 44 f.

c) Die Aktien⁹⁴

Die anglo-amerikanischen Bezeichnungen stock und das heute gebräuchlichere share fassen die mit der Mitgliedschaft in einer Aktiengesellschaft verbundenen Rechte und Pflichten zusammen, welche als quotenmässige Beteiligung in der Aktienurkunde (share certificate) verkörpert sind⁹⁵. Massgebend ist der nach amerikanischer Auffassung zwischen den Aktionären und der Gesellschaft abgeschlossene Vertrag, welcher im Rahmen des geltenden Aktienrechts durch die Charter bestimmt wird. In vielen Staaten müssen die Rechte der Aktionäre auf dem Zertifikat aufgedruckt werden. Dies ist im Interesse der Verkehrssicherheit umso notwendiger, als die Bedürfnisse der amerikanischen Praxis einen unglaublichen Reichtum von Aktiengattungen ausgebildet haben, deren rechtliche Ausgestaltung äusserst vielfältig ist. Das Institut des „authorized capital“ erlaubt der Verwaltung, ohne die Formalitäten der ordentlichen Kapitalerhöhung selbständig neues Aktienkapital aufzunehmen und die Bedingungen durch entsprechende Ausstattung der Aktien mit Vorzugsrechten der jeweiligen Marktlage elastisch anzupassen. So bilden verschiedene, oft stark differenzierte Aktionärklassen innerhalb einer Gesellschaft durchaus die Norm⁹⁶.

Den kontinentalen Stammaktien entspricht der amerikanische common stock⁹⁷. In der Regel ist der common stock die einzige stimmberechtigte Aktiengattung. Er bleibt daher im allgemeinen als sogenannter management stock in den Händen der Gründer und Unternehmer, um deren Kontrolle über die Aktiengesellschaft zu gewährleisten. Andererseits ist die Berechtigung des common stock an der Gewinnbeteiligung und am Liquidationsergebnis gewöhnlich auf einen proportionalen Anteil nach Befriedigung der Vorzugsrechte beschränkt.

Der Begriff preferred stock⁹⁸ fasst alle übrigen Aktienkategorien zusammen, welche sich gegenüber dem common stock durch irgendwelche Sonderrechte auszeichnen. Die Privilegierung bezieht sich in der Regel

94 Fehlmann 34; Commercial Law 190f.; Babb & Martin 287 f.

95 Stevens 362.

96 Fehlmann, 22 f., 28. Das authorized capital muss anfänglich nicht voll gezeichnet (subscribed) und ausgegeben (issued) sein. Der issued stock muss seinerseits nicht voll einbezahlt sein und kann bis zur Höhe des autorisierten Kapitals durch weitere Emissionen der Verwaltung ohne Generalversammlungsbeschluss erhöht werden.

97 Fehlmann, 63 f.

98 Fehlmann 67 f.

insbesondere auf das Dividendenbezugsrecht und das Recht auf Anteil am Liquidationserlös, seltener auf gewisse Kontroll- und Verwaltungsrechte. So gewährt beispielsweise der cumulative preferred stock das Recht auf Nachzahlung von Dividenden, welche in vorhergehenden schlechten Jahren nicht ausgeschüttet wurden. Es gibt heute Kategorien von preferred stock, welche trotz ihrer Bezeichnung schlechter berechnigt sind als common stock, weil die Lage der Gesellschaft und des Marktes die Emissionsbedingungen in diesem Sinn beeinflussten.

Besondere Aktiengattungen des amerikanischen Rechts sind ferner der redeemable oder callable stock, bei welchem die Gesellschaft das Recht hat, die ausgegebenen Aktien zu einem bestimmten Preis zurückzukaufen, während anderseits der convertible stock dem Aktionär ein Recht auf Einlösung durch die Gesellschaft verleiht. Schliesslich wurden auch nennwertlose Aktien, die sogenannten no par value shares geschaffen, welche rein quotenmässig einen proportionalen Anteil am Gesellschaftsvermögen darstellen.

Die amerikanischen Aktien lauten mit seltenen Ausnahmen alle auf den Namen⁹⁹. Gegenüber der Gesellschaft ist als Aktionär legitimiert, wer im Aktienbuch (stock book) registriert ist. Nicht immer ist aber der wahre Eigentümer der Aktie der eingetragene sogenannte record holder. Wie bei europäischen Inhaberaktien, so treten auch bei amerikanischen Namenaktien in vielen Fällen Wertpapierhändler, Börsenmakler, Banken usw. nach aussen für ihre Klienten in Erscheinung. Auf die rechtliche Stellung des wahren Eigentümers, des sogenannten beneficial owner wird an anderer Stelle näher eingetreten werden¹.

Trotzdem die Bedürfnisse des Verkehrs eine Mobilisierung der Aktie dringend forderten, standen der Ausbildung des Anteilscheins zum Wertpapier verschiedene Überbleibsel personengesellschaftlicher Natur im Wege, insbesondere die noch nicht überall ganz verschwundene über den Nominalwert hinausgehende Haftung des Aktionärs².

99 Fehlmann 29, 55 f.

1 Weissenstein: "... beneficial ownership: Eigentum im eigenen Interesse (zum Unterschied vom formalen Eigentum des "trustee" in fremdem Interesse) ...". Über den entsprechenden Unterschied zwischen dem sogenannten equitable title und dem legal title vgl. Weissenstein "trust". Vgl. für die Auslegung des Begriffes beneficial owner ship nach Securities-Gesetzgebung: Section 16(a) Securities Exchange Act sowie Securities Exchange Act Releases No. 175 und 1965 und Rules X-16A-3 und X-16A-8; vgl. p. 47, 82 f., 84 ff.

2 Fehlmann 42 f.

Der mangelnde Wertpapiercharakter verhindert eine Übertragung durch Indossament oder blosse Übergabe. Mit der Annahme des Uniform Stock Transfer Act ermöglichten schliesslich die wichtigsten Staaten eine verbesserte Übertragbarkeit. Section 1 sieht folgende Modalitäten vor:

- Übergabe des blankoindossierten Titels
- Übergabe des Papiers und einer Vollmacht
- Übergabe verbunden mit spezieller schriftlicher Abtretung³.

Formell bleibt so die Aktie eine an das Aktienbuch gebundene Urkunde, verfügt aber doch beinahe über die Umlaufsfähigkeit eines Inhabertitels. Die Eintragung im Aktienbuch vermittelt die Legitimation gegenüber der Gesellschaft, gewinnt aber erst Bedeutung bei der Geltendmachung von Rechten oder der Inanspruchnahme auf Grund irgendwelcher Haftung. Dank der Möglichkeit des Blankoindossaments wechseln zahlreiche Aktien ohne Eintragungsänderung die Hand, was die hohen Börsenumsätze sehr erleichtert.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit ist von besonderem Interesse, dass das Stimmrecht in den Vereinigten Staaten kein unabdingbares Attribut der Aktie mehr ist⁴ wie nach traditioneller kontinentaler Auffassung. Die Einführung und weite Verbreitung stimmrechtsloser Aktien sind eine logische Konsequenz der Entwicklung des Aktionärs vom Partner der personengesellschaftlich aufgebauten ursprünglichen Aktiengesellschaft zum heutigen, vorwiegend vermögensrechtlich interessierten oder gar spekulativen Kleinaktionär. Der durchschnittliche moderne Aktieninhaber war umso eher bereit, de iure auf das Stimmrecht zu verzichten, als er die Mitgliedschaftsrechte, welche es verkörpert, de facto ohnehin nicht ausüben konnte⁵. Dementsprechend sind die Vorzugsaktien in der Regel des Stimmrechts entkleidet, insbesondere die hinsichtlich des Dividendenbezugsrechts privilegierten.

Die stimmrechtslosen Aktien laufen den Ideen der shareholder democracy⁶ entgegen. Jede Theorie sollte sich aber den faktischen Gegebenheiten anpassen. Reine Spekulationsaktionäre werden wohl nie zu einer wahren demokratischen Gesinnung erzogen werden können. Die stimm-

3 Fehlmann 45.

4 Stevens 452; vgl. New York Stock Corp. Law § 51.

5 siehe die Ausführungen über die Schwierigkeiten der persönlichen Teilnahme an der Generalversammlung und die mangelhafte Ausgestaltung der Stellvertretung, p. 57.

6 Vgl. p. 72.

rechtslose Aktie genügt daher ihren und den allgemeinen Interessen vollkommen. Sie machte im übrigen die Schaffung von Stimmrechtsaktien mit Pluralstimmrecht in den Vereinigten Staaten überflüssig. Machtkonzentrationen im Kreis der stimmberechtigten Aktionäre können durch den voting trust erreicht werden⁷.

d) Organisation

Für die Gründung⁸ der Aktiengesellschaft war ursprünglich ein Konzessionsgesuch an das Parlament um Erlass eines Sondergesetzes erforderlich. Noch heute steht dem Bund und den meisten Staaten das Recht zu, Gesellschaften auf diesem Wege zu errichten. Das regelmässige Verfahren folgt den Normativbestimmungen der Aktiengesetze. Gemäss dem ziemlich repräsentativen New Yorker Recht sind zur Gründung mindestens drei Personen erforderlich. Zwei Drittel der Gründer müssen Bürger der Vereinigten Staaten und mindestens einer muss in New York State domiziliert sein. Für die Gründung muss ein sogenanntes Certificate of Incorporation (auch Articles of Association oder Charter) vorbereitet werden, welches Angaben über Firma, Zweck, Kapital, Aktienformen und -klassen, Dauer, Sitz, Anzahl und Namen der Verwaltungsräte und Gründer usw. enthält. Dieses Certificate muss notariell beglaubigt und der Staatskanzlei (Secretary of State), zusammen mit den Gründungsgebühren, eingereicht werden.

Die Gesellschaft beginnt ihre Existenz in der Regel sobald das Certificate eingereicht und die übrigen Voraussetzungen erfüllt sind. Nachher kann die erste Generalversammlung stattfinden, an welcher die endgültige Organisation⁹ der Gesellschaft in den By-laws festgelegt wird.

Gesellschafterversammlung (shareholders' meeting) und Verwaltungsrat (board of directors) sind die beiden einzigen Funktionsträger der traditionellen amerikanischen Aktiengesellschaft.

In Ermangelung einer gesellschaftsinternen Kontrollstelle haben einige Staaten in den letzten Jahren die Prüfungspflicht durch Bücherexperten (auditors) eingeführt¹⁰.

Die Gemeinschaft der Aktionäre war dem Verwaltungsrat ursprünglich in jeder Beziehung übergeordnet und übt theoretisch noch heute die

7 Fehlmann 95; Stevens 470 f.; siehe p. 49.

8 Ballantine 31 ff.; Clark 326 f.; Commercial Law 173.

9 Escher 12 f.; Babb & Martin 284 f.; Clark 334 f.

10 Escher 45 f.

oberste Gewalt innerhalb der Aktiengesellschaft aus. Je mehr sich aber das personengesellschaftliche Element verlor, desto mehr wurden die Befugnisse der Aktionärversammlung auf einige grundlegende Fragen der gesellschaftlichen Existenz und Organisation beschränkt. Sie hat heute zu befinden beispielsweise über¹¹:

- die Änderung der Firma, des Sitzes, der Zahl der Verwaltungsräte etc.¹²
- die Erhöhung oder Herabsetzung des Grundkapitals, sofern es lediglich aus Nennwertaktien besteht¹²
- die Änderung des Zweckes, der Rechtsstellung der Aktien u. ä.¹³
- die Verpfändung von Vermögenswerten¹³
- die Übernahme der Garantie für Obligationenanleihen von Tochter-¹³ oder fremden Gesellschaften¹⁴
- die Aufhebung der Geschäftstätigkeit durch Verkauf, Fusion oder Auflösung der Gesellschaft¹³.

Ein Recht auf Geschäftsführung oder -aufsicht steht den Aktionären nicht zu. Sie können dem Verwaltungsrat auch keine Weisungen erteilen. Ihr Einfluss erschöpft sich im Recht, das Board zu wählen¹⁵.

Folgendes Zitat aus einer New Yorker Entscheidung gibt ein anschauliches Bild der Rechtslage:

“As a general rule stockholders cannot act in relation to the ordinary business of a corporation. The body of stockholders have certain authority conferred by statute which must be exercised to enable the corporation to act in specific cases, but except for certain authority conferred by statute, which is mainly permissive or confirmatory, such as consenting to the mortgage, lease, or sale of real property of the corporation, they have no express power given by statute. They are not by any statute in this state given general power of initiative in corporate affairs. Any action by them to the details of the corporate

¹¹ Escher 14; Commercial Law 175; Babb & Martin 293; Trumpler 103; für das formelle Recht der Generalversammlung siehe p. 52. Vgl. Model Business Corporation Act § 38: “Amendments of Articles of Incorporation.

¹² im allgemeinen mit einfacher Mehrheit.

¹³ im allgemeinen mit Zweidrittelmehrheit.

¹⁴ im allgemeinen einstimmig.

¹⁵ Escher 18.

business is necessarily in the form an assent, request or recommendation. Recommendations by a body of stockholders can only be enforced through the board of directors, and indirectly by the authority of the stockholders to change the personnel of the directors at a meeting for the election of directors»¹⁶

Die proxy regulation hat dank ihrer proposal rule dafür gesorgt, dass die Aktionäre durch das proxy statement der Verwaltung den Mitaktionären Empfehlungen und Anträge zur Abstimmung unterbreiten können. Es ist ihnen aber praktisch nicht möglich, die Verwaltung als Sanktion für die Nichtbefolgung solcher Empfehlungen wegzuwählen. Der moderne Kleinaktionär kann nicht persönlich an der Generalversammlung teilnehmen. Die proposal rule erlaubt ihm nicht, eigene Wahlvorschläge ins proxy statement der Verwaltung einzurücken. Das Vollmachtsformular muss lediglich für Sachtraktanden, nicht aber für Wahlvorschläge Mittel zur negativen oder positiven Stimmabgabe vorsehen. Der mit der Verwaltung unzufriedene Aktionär muss also von der communication rule Gebrauch machen und sich in einem eigentlichen Stimmrechtskampf auf eigene Faust um Vollmachten bewerben. Dieser Weg ist wegen der beträchtlichen Kosten in der Regel ungangbar.

Dem Verwaltungsrat¹⁷ wird heute von der Mehrheit der Doktrin ein gleichgeordneter Rang mit der einstmals dominierenden Generalversammlung zuerkannt. Praktisch ist er aber schon längst zum massgebenden Organ der Aktiengesellschaft geworden. Seine ausführende Funktion entspricht nach amerikanischer Auffassung derjenigen des Präsidenten im Staatsrecht der USA¹⁸, während die Aktionärversammlung vergleichsweise einerseits als Wahlbehörde die Stellung des Volkes und andererseits diejenige des Kongresses einnehmen würde, ohne aber über dessen bedeutende Befugnisse zu verfügen.

Das vom chairman präsierte Board überlässt die eigentliche Geschäftsführung den von ihm bestimmten officers, insbesondere den president, treasurer und secretary, welche gelegentlich selber Mitglieder des Verwaltungsrates sind (managing directors) und so je nachdem unserer Direktion oder Delegation entsprechen. Das board kann auch weitere Handlungsbevollmächtigte (agents) bezeichnen.

16 Continental Securities Co. v. Belmont, 206 N. Y. 7, 99 N. E. 138, 141 (1912).

17 vgl. Baker, John C., Directors and their functions, 1945.

18 Weissenstein, «director».

e) Die treuhänderische Stellung des Verwaltungsrates

Die amerikanische Lehre hat den Begriff des körperschaftlichen Organs noch kaum entwickelt und behilft sich mit der Konstruktion von Vollmachts- und Treuhandverhältnissen. Da der Generalversammlung jede Geschäftsführungsbefugnis abgeht, obliegt dem Verwaltungsrat die fiduziarisch aufgefasste Aufgabe, das gesellschaftliche Vermögen zu vertreten und zu verwalten¹⁹.

Nach traditioneller amerikanischer Vorstellung sind die Aktionäre die owners of industry. Die Verwaltung führt ein Geschäft, welches nicht ihr gehört, sondern durch die Mittel des geldanlegenden Publikums finanziert ist²⁰. Sie befinden sich in der Doppelstellung eines Vertreters und Treuhänders (agent and trustee)²¹. Ihr sind die Ersparnisse der Aktionäre und ein Grossteil des wirtschaftlichen Reichtums der Nation anvertraut²².

Die Verwaltung ist für eine getreue Erfüllung ihrer fiduziarischen Pflichten nicht nur den Aktionären verantwortlich, sondern infolge ihrer Schlüsselstellung in der Wirtschaft mittelbar auch der Allgemeinheit, die an der reibungslosen Funktion des kapitalistischen Systems interessiert ist²³.

19 Escher 18; Weissenstein «organ . . .»; Babb & Martin 285; Clark 334 f.; Caplin 246 f.; Emerson & Latham 8.

20 Caplin 73; Ballantine 875 und 167 f. (Brandeis zitierend) Tenth Annual Report, SEC (1944), p. 14; Clark 334 f.; Note, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harv. L. Rev. 1049; Note, For whom are Corporate Managers Trustees? 45 Harv. L. Rev. 1145, 1365; Dodd, Is Enforcement of Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable? 2 U. of Chi. L. Rev. 194, 1952; Samuels, Shareholders' Money, 169; Stanley W. F., Management's duty to stockholder-owners, Virg. Law Weekly DICTA 1953.

21 Ballantine 168; vgl. «The management holds its powers in trust, yet it enjoys the perquisites of property . . . At law the directors are trustees for the stockholders and the management agents of the directors. But, as the trustee becomes independent and the agent usurps the office of the principal, the law lags far behind» (Hamilton, Review of Dimock and Hyde, Bureaucracy and Trusteeship in Large Corporations, 55 Harv. L. Rev. 551, 554).

22 Die Bedeutung einer getreuen Verwaltung der Aktiengesellschaften für die nationale Wirtschaft erhellt daraus, dass schon in den Dreissigerjahren zwei Drittel der wirtschaftlichen Güter im Besitze von Aktiengesellschaften mit kotierten Aktien waren und dass 200 'non banking corporations' über einen Viertel des nationalen Reichtums kontrollierten, d. h. mit andern Worten ca. 2000 Verwaltungsräte und noch weniger eigentlich massgebende Personen, vgl. Berle & Means, 18 ff. und Ripley.

23 vgl. das Zitat aus Wyatt v. Armstrong, 59 N. Y. S. 2d 502, 508 (Sup Ct. 1945), unten p. 74.

Während dem Aktionär in der ursprünglichen Aktiengesellschaft dank seiner persönlichen Teilnahme eine genügende Kontrolle über die Einhaltung der treuhänderischen Verpflichtungen der Verwaltung möglich war, verlor er in der Folge parallel zum wirtschaftlichen Aufschwung praktisch jedes Einsichts- und Mitspracherecht in Gesellschaftsangelegenheiten. Je mehr sich die Kontrolle der Verwaltung durch die Aktionäre – notgedrungenerweise – lockerte, desto mehr Verwaltungen unterlagen der Versuchung, ihre einflussreiche fiduziarische Stellung zu ihrem Vorteil zu missbrauchen. Eine genügende öffentliche Aufsicht wurde nicht eingeführt und die Aktionäre blieben ohne Rechtsschutz auf die ethische Integrität ihrer Treuhänder angewiesen. Der Schlüssel zu allen Beziehungen zwischen den Aktionären und der Verwaltung war die Art und Weise, wie sich die letztere an ihre fiduziarischen Pflichten hielt²⁴.

Auch für die Verwaltung von Aktiengesellschaften bestätigte sich die allgemeine menschliche Erfahrung, dass treuhänderische Pflichten vernachlässigt und die allgemeinen Interessen den persönlichen geopfert werden, sofern keine genügende Kontrolle vorhanden ist. Die amerikanische Rechtsprechung entwickelte einen Schutz des Aktionärs lediglich in Fällen, in welchen die Verwaltung durch Selbstbegünstigung Vorteile erworben hatte. Entsprechende Verträge können von den Aktionären angefochten werden²⁵. Die traditionellen Rechtsbehelfe des Aktionärs wie die derivative action erwiesen sich aber als zu schwerfällig, um wirksame Abhilfe zu schaffen²⁶. Es blieb der Securities Gesetzgebung des Bundes vorbehalten, durch eine angemessene präventive Kontrolle Verletzungen der Treuepflicht der Verwaltungen nach Möglichkeit zu verhindern²⁷. Dabei wurde sowohl das Interesse der Öffentlichkeit dank der allgemeinen Aufschlussbestimmungen und der Registrierungspflicht als auch die Rechte der Aktionäre insbesondere dank der proxy regulation gewahrt. Es war eine naheliegende Idee, eine Analogie zu den politischen Verhältnissen zu ziehen und das Prinzip des Gleichgewichts und der gegenseitigen Aufsicht der Gewalten auf das Aktienrecht zu übertragen. Den Verfechtern der shareholder democracy, welche eine missbräuchliche Verwaltung durch noch umfassendere Kontrollen ausschliessen möchten, muss immerhin entgegengehalten werden, dass die für eine

24 Caplin 246, 262.

25 Ballantine 167 f.

26 Emerson & Latham 8. Vgl. p. 42.

27 Caplin 246, Emerson & Latham 138, 150: checks and balances.

blühende Wirtschaft unersetzliche Initiative der Geschäftsleitungen nicht erstickt werden darf.

Wenn auch im einzelnen Verbesserungen durchaus möglich und wünschenswert sind, so entspricht doch die proxy regulation der SEC als Ganzes den Erfordernissen einer genügenden Kontrolle der Verwaltung. Ein gewisses Vertrauen in ihre Integrität ist umso mehr angebracht, als ohnehin nicht alle Risiken ausgeschaltet werden können. Allerdings muss der Masstab hoch angesetzt werden, denn 'the morals of the market place and the level ... trodden by the crowd' vertragen sich nicht mit der verantwortungsvollen Stellung der Verwaltung in der Wirtschaft²⁸.

4. Die Aktionärrechte

a) Übersicht²⁹

Die anglo-amerikanische Aktienrechtslehre leitet das Wesen der Aktiengesellschaft aus der Vertragstheorie ab³⁰. Das Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft bestimmt sich nach dem Zweck des Beteiligungsvertrages, welcher durch Aktienzeichnung oder -übertragung abgeschlossen oder jedenfalls von der Theorie unterstellt wird. Das im Vordergrund stehende Interesse am Erfolg der Gesellschaft ruft gewissen Aufsichtsrechten und Rechtsbehelfen. So können gemäss amerikanischer Klassifizierung mit Ballantine drei Gruppen von Rechten unterschieden werden:

- i) – Vermögensrechte
- das Dividenden-Bezugsrecht³¹
- das Recht auf Anteil am Liquidationserlös

28 Meinhard v. Salmon, 249 N. Y. 458, 164 N. E. 545, 1928 [Justice Cardozo].

29 vgl. Trumpler 71 f., Ballantine 375 f.

30 siehe p. 31, vgl. Davis v. Louisville Gas and Electric Co., 16 Del. Ch. 157, 142 Atl. 654 (Chancery Court Del. 1928).

31 Vgl. Ballantine 550ff., Clark 337. Ballantine gibt eine interessante Zusammenstellung von Entscheidungen für den Umfang des freien Ermessens des Verwaltungsrates bei der Dividendenausschüttung. Es zeigt sich auch hier die Wandlung der Auffassung, dass die Aktiengesellschaft für die Aktionäre da sei, zum reinen Unternehmensbegriff, indem der Gewinn in erster Linie für die Konsolidierung und Expansion des Geschäftes verwendet werden soll.

- das Recht auf Gleichbehandlung nach Treu und Glauben durch Verwaltung und Aktionärmehrheit in Gesellschaftsangelegenheiten, welche die Interessen des einzelnen Aktionärs berühren, wie beispielsweise bei Kapitalerhöhungen und anderen Statutenänderungen
- das Recht auf Eintragung im Aktienbuch
- die Haftungsbeschränkung
- ii) – Kontroll- und Verwaltungsrechte, insbesondere
 - das Recht, die Verwaltung zu wählen und unter Umständen abzuberufen, verbunden mit dem Recht auf ordnungsgemäße Einberufung und Abhaltung der Generalversammlung³²
 - das Stimmrecht bei Charter-Änderungen und anderen grundlegenden Modifikationen der gesellschaftlichen Existenz und Organisation³³
 - der Anspruch auf sorgfältige und getreue Verwaltung der Gesellschaft im Rahmen des Zwecks und zum Nutzen der Aktionäre.
- iii) – Rechtsbehelfe und Nebenrechte
 - das Recht auf Aufschluss und Einsicht in die Bücher und Akten der Gesellschaft.
 - das Klagerecht durch sogenannte representative oder derivative actions³⁴
 - andere Rechtsbehelfe des Common, Equity oder Statutory Law im Falle der Verletzung von Aktionärrechten.

³² vgl. p. 52.

³³ siehe p. 48.

³⁴ Weissenstein: "Stockholder action: (1) derivative Minoritätsklage: ein oder mehrere Minoritätsaktionäre machen den Anspruch der Gesellschaft gegen die directors (Vorstandsmitglieder) auf Schadenersatz für pflichtwidriges Handeln ("breach of their fiduciary duty") geltend; (2) representative, Klage aus dem individuellen Aktionärrecht: Hier macht Kläger nicht einen Anspruch der Gesellschaft geltend, sondern einen eigenen Anspruch (und eigene Ansprüche aller geschädigten Aktionäre: for all other shareholders similarly situated) wegen Verletzung von Individualrechten (Vorenthaltung von Dividenden, Zurücksetzung einer Aktionärgruppe etc.); vgl. "The stockholder's derivative action ... is an invention of equity to supply the want of an adequate remedy at law to redress breaches of fiduciary duty by corporate managers ... A single stockholder may sue in the corporation's right ... The cause of action which such a plaintiff brings before the court is not his own but the corporation's. It is the real party in interest and he is allowed to act in protection of its interest somewhat as a 'next friend' might do for an individual, because it is disabled from protecting itself. (Koster v. Lumbermen's Mutual Cas. Co. 1947, 91 L. Ed. 1067, 1073.) Eigentlich richtet sich dabei die Klage gegen die Verwaltung.

Die Widergabe dieser pragmatischen Aufstellung schliesst kein Urteil über deren Logik in sich. Sie wirkt, gemessen an kontinental-europäischer Systematik rudimentär, vermag aber doch einen in diesem Rahmen genügenden Überblick über die rechtliche Stellung des amerikanischen Aktionärs zu vermitteln.

Der Vollständigkeit halber muss noch auf das in Ballantine's Katalog nicht enthaltene Bezugsrecht (preemptive right)³⁵ hingewiesen werden, welches dem Aktionär die Erhaltung seiner Beteiligungsquote ermöglicht. Heute kann auch dieses einst unentziehbare Recht durch gesetzliche oder statutarische Bestimmungen verwässert werden³⁶.

Leider fehlt hier der Raum für eine nähere Besprechung der Vermögensrechte des Aktionärs. Hingegen drängt sich eine Übersicht über die zwei wichtigsten Mitgliedschaftsrechte auf: das Stimmrecht und das für dessen Ausübung unerlässliche Aufschlussrecht.

b) Das Recht auf Auskunft und Einsicht³⁷

Nach Common Law erstreckt sich das Aufschlussrecht der Aktionäre auf alle Bücher und Akten der Gesellschaft. Es kann persönlich oder durch einen Vertreter ausgeübt werden, sofern wichtige Gründe (proper motive oder purpose) vorliegen. Die Auslegung dieses elastischen Begriffs ist umstritten. Nach allgemeiner Praxis genügt es, wenn der Aktionär ein schutzwürdiges Interesse insbesondere finanzieller Natur glaubhaft macht. So wurde das Aufschlussrecht u. a. gerichtlich gewährleistet³⁸.

- zur Abklärung der finanziellen Lage der Gesellschaft und der Angemessenheit von Dividendenzahlungen
- zur Bestimmung des Aktienwertes für Verkaufs- oder Anlagezwecke
- bei Anzeichen einer schlechten Verwaltung der Aktiengesellschaft infolge von Unfähigkeit oder Unehrllichkeit

³⁵ Ballantine 487 f.; Fehlmann 69.

³⁶ vgl. auch den Artikel «Fragwürdiges Optionsrecht» (Dr. E. v. Hofmannsthal) in der Neuen Zürcher Zeitung, Abendausgabe vom 10. 7. 1958 (Nr. 2029), welcher sich mit dem Optionsrecht befasst, das Direktoren aus steuerlichen Gründen als Salär-Ergänzung zugestanden wird und sich als Beschneidung des Bezugsrechts der Aktionäre auswirkt; vgl. p. 94 Note 53.

³⁷ Ballantine 376; Caplin 120f. Stevens 487f.; Annotation, Stockholders' Right to inspect books and records of corporation, 22 A. L. R. 24. Vgl. auch 43 A. L. R. 783, 1373, 80 A. L. R. 1502.

³⁸ Dodd & Baker 670-90.

- zur Feststellung der im Aktienbuch eingetragenen Aktionäre, um mit diesen in Verbindung treten und ihnen anhand einer sogenannten mailing list vor der Generalversammlung Bewerbungsschreiben um Vollmachten senden zu können
- zur Beibringung von Beweismaterial für Streitfälle.

Der Verwaltung liegt der Nachweis ob, dass der Aktionär aus unzulässigen Gründen handelt, d. h. beispielsweise um Geschäftsgeheimnisse zu erfahren, oder der Konkurrenz wichtige Daten in die Hand zu spielen.

Die staatlichen Aktiengesetze haben das nach Common Law weit gefasste Aufschlussrecht im allgemeinen eher eingeschränkt³⁹. So verlangt beispielsweise der Illinois Business Corporation Act (1937) § 45, dass ein Aktionär mindestens seit sechs Monaten im Aktienbuch eingetragen sein oder aber über 5 % des Aktienkapitals verfügen muss.

Nach allen staatlichen Aktiengesetzen steht aber jedenfalls dem Aktionär ein Einsichtsrecht ins Aktienbuch zu⁴⁰.

Die meisten Aktiengesetze stellen es den Gesellschaften frei, das Aufschlussrecht durch Statutenbestimmungen hinsichtlich des Zweckes sowie der Zeit und des Ortes der Ausübung einzuschränken⁴¹. Die nach Delaware-Recht ursprünglich zulässige statutarische Beschränkung auf vom Verwaltungsrat bewilligte Auskünfte ist gerichtlich als nichtig erklärt worden⁴². Trotzdem figuriert sie noch immer in vielen Statuten und verhindert viele Aktionäre, ihr Recht auszuüben, da ihnen Zeit und Mittel für eine gerichtliche Durchsetzung fehlen.

Bei der Ausarbeitung des Modell Business Corporation Act wurde die obligatorische Abgabe von Jahresberichten an die Aktionäre empfohlen, aus der Erwägung heraus, dass der Kleinaktionär im allgemeinen die nötigen Angaben von der Gesellschaft nicht erhalten kann⁴³. Gegenwärtig verhalten jedoch nur vereinzelte Aktiengesetze die Gesellschaften, beglaubigte Jahresrechnungen auf Verlangen eines gewissen Prozentsatzes

39 Rosenbaum v. Holthausen 9 N. J. Super. 484 (Ch. Div. 1950)

40 Aranow 36ff., vgl. beispielsweise Model Business Corporation Act, § 35 IV.: „Every shareholder shall have a right to examine, in person or by agent or attorney, at any reasonable time or times, for any reasonable purpose, the share register, books of account and records of the proceedings of the shareholders and directors and to make extracts therefrom.“

41 Vgl. Del. Gen. Corp. Law §§ 5–8.

42 State ex rel. Brumley v. Jessup & Moore Paper Co. 24 Del. 379 (1910)

43 Ballantine 388. (Im Gegensatz zum Minderheitsaktionär ist der Mehrheitsaktionär ja auf das Aufschlussrecht in aller Regel nicht angewiesen).

von Aktionären abzugeben. In Kalifornien besteht das Recht auf gerichtliche Prüfung der Bücher für eine Aktionärgruppe von 10%. Theoretisch hätte das Aufschlussrecht nach staatlichem Recht den Bedürfnissen des Aktionärs weitgehend genügen müssen. In der Praxis hatte es die Verwaltung in der Hand, ihn durch einfache Verweigerung der Auskunft um sein Recht zu prellen, denn in der Regel fehlten ihm Zeit und Mittel, seinen Anspruch auf dem Rechtswege durchzusetzen. Es blieb der bundesrechtlichen Securities Gesetzgebung vorbehalten, im Rahmen ihres Anwendungsbereiches den Aktionären ein wirksames Aufschlussrecht zu gewährleisten⁴⁴.

c) Das Stimmrecht⁴⁵

i) Allgemein. Nach Common Law verfügte jeder Aktionär ungeachtet der Beteiligungsverhältnisse über eine Stimme in der Generalversammlung⁴⁶. Die Mitglieder der ursprünglichen angloamerikanischen Aktiengesellschaft waren als Familiengenossen oder Freunde Partner von geschlossenen Unternehmungen (close corporations)⁴⁷. Wie in der Personengesellschaft wurde dem Urteil und der Erfahrung des Gesellschafters und seiner persönlichen Mitwirkung an der Geschäftsführung mehr Bedeutung beigemessen als seinem Kapitalbeitrag. Dem Recht auf eine

44 Die gerichtliche Vollstreckung des Aufschlussrechts erfolgt nach Common Law durch das Mandamus-Verfahren (siehe p. 107), während verschiedene Aktiengesetze statutory injunctions (s. 107) vorsehen. Vgl. Ballantine 386 f.; Aranow & Einhorn 44 f.; sowie Albee v. Lamson & Hubbard Corp., 320 Mass. 421, 69 N. E. 2d 811, 1946; Sawyers v. American Phenotic Corp., 404 Ill. 440, 89 N. E. 2d 374, 1949; Crouse v. Rogers Park Apartments, Inc., 343 Ill. 319, 99 N. E. 2d 404, 1951; Morris v. Broadview Inc., 385 Ill. 228, 52 N. E. 2d 76, 1944.

Die SEC liess sich von folgenden Überlegungen leiten:

„In order that the stockholder may have adequate knowledge as to the manner in which his interests are being served, it is essential that he be enlightened not only as to the financial condition of the corporation, but also as to the major questions of policy, which are decided at stockholders' meetings. Too often proxies are solicited without explanation to the stockholder of the real nature of the matters for which authority to cast his vote is sought.“ Sen. Rep. No. 792, 73rd Cong. 2d Sess. 12, 1934.

45 Ballantine 390 f.; Babb & Martin 292 f.; Clark 336, Trumpler 73 f.

46 Clark 336.

47 Emerson & Latham 5 f.;

Stimme entsprach die Stimmpflicht jedes Mitgliedes. Aktionärversammlung und Verwaltungsrat waren identisch. Die persönliche Mitarbeit des Gesellschafters war für den Erfolg des gemeinsamen Unternehmens notwendig. Nach Common Law konnte daher der Aktionär sein Stimmrecht nicht durch einen Vertreter ausüben lassen⁴⁸.

Demgegenüber ist der moderne Durchschnittsaktionär ein anonymer Kapitalgeber, dessen Mitspracherecht folgerichtigerweise im Verhältnis seiner finanziellen Beteiligung nach der Regel «eine Aktie — eine Stimme» gemessen wird⁴⁹. Dieser Grundsatz ist allerdings im amerikanischen Aktienrecht durch die ausserordentliche Verbreitung von stimmrechtslosen Aktien durchbrochen worden⁵⁰, welche wie das europäische Pluralstimmrecht der Machtkonzentration dienen und mit einer Entpersönlichung der Aktiengesellschaft einhergehen. Stimmrechtlose Aktien genügen den Interessen der zahlreichen amerikanischen Kleinaktionäre, welche sich an einer Aktiengesellschaft lediglich aus spekulativen Motiven beteiligen und ihre Mitgliedschaft je nach den Börsenverhältnissen wechseln. Dementsprechend sind insbesondere die vermögensrechtlich privilegierten Vorzugsaktien (preferred shares) des Stimmrechts entkleidet worden, während die stimmberechtigten Stammaktien als management stock in den Händen der herrschaftlich interessierten Gruppen bleiben.

Der amerikanische Kleinaktionär war allerdings umso eher bereit, auf sein Stimmrecht zu verzichten, als er es ohnehin praktisch nicht ausüben konnte, solange die Stellvertretung nicht genügend geregelt wurde. Seither ist die Wiederherstellung des Mitsprache- und Kontrollrechts des Aktionärs als shareholder-democracy propagiert und dank des Ausbaus der Stellvertretung durch die SEC-Gesetzgebung gefördert worden.

ii) Da die amerikanischen Aktien heinahe ausnahmslos auf den Namen lauten⁵¹, kommt dem Aktienbuch für die Abklärung der Stimmberechtigung entscheidende Bedeutung zu. Die Eintragung hat absolute

48 Clark 336; Babb & Martin 292; Emerson & Latham 4.

49 Fletcher § 2045; Matter of Remington Typewriter Co., 234 N. Y. 296 [Court of Appeal 1922]; N. Y. Stock Corp. Law § 46 [Ausnahmen sind unter Umständen möglich].

50 Vgl. Fehlmann 71, 95 f. Solche Aktien verkörpern eine rein vermögensrechtlich privilegierte Beteiligung und unterscheiden sich begrifflich kaum mehr von den Obligationen, deren Entwicklung sich ihrerseits insofern der Aktie nähert, als sie vielfach mit Stimmrecht ausgestattet werden. Vgl. oben p. 33.

51 Fehlmann 56 f., vgl. oben p. 33 f.

Beweiskraft gegenüber den sogenannten inspectors oder tellers of election⁵², welche unseren Stimmenzählern entsprechen und über die Stimm-berechtigung zu befinden haben. Vor Gericht kommt der Eintragung lediglich die Bedeutung einer prima facie Vermutung zu. Der Richter ist berechtigt, hinter den durch das Aktienbuch geschaffenen Rechtsschein zu sehen und die wahren Verhältnisse festzustellen. Allerdings ist die diesbezügliche Praxis in New York etwas unklar.

Grundsätzlich ist der eingetragene Aktionär stimmberechtigt. Die Aktiengesellschaft kann jedoch nicht mit ihren eigenen Aktien, dem sogenannten treasury stock stimmen⁵³, damit sich die Verwaltung nicht selbst wählen und Décharge erteilen kann. Auch Aktien der Muttergesellschaft können von der Tochtergesellschaft in der Regel nicht vertreten werden⁵⁴, weil die Verwaltung der Muttergesellschaft auf diesem Wege zu ihren eigenen Gunsten intervenieren könnte. Die Rechtslage ist in dieser Frage allerdings nicht in allen Staaten eindeutig abgeklärt. Gelegentlich wird die Meinung vertreten, das Stimmrecht der Tochtergesellschaft sollte nur im Falle des Nachweises von Missbrauch oder Betrug aberkannt werden⁵⁵.

Der im Aktienbuch eingetragene Nicht-Eigentümer beispielsweise verpfändeter⁵⁶ Aktien ist gegenüber der Gesellschaft ohne weiteres stimmberechtigt, hat aber intern die Anweisungen des wahren Eigentümers, des sogenannten beneficial owner⁵⁷ zu befolgen. Diese können in Equity gerichtlich durchgesetzt werden und zwar notfalls durch ein Befehlsverfahren während der Generalversammlung⁵⁸. Ähnlich ist die Rechtslage für Treuhänder (trustees)⁵⁹. Willensvollstrecker und Erbschaftsverwalter (d. h. executors bei Testat-, administrators bei Intestat-erblolge) sind unbestrittenerweise stimmberechtigt⁶⁰. In der Regel steht

52 Aranow & Einhorn 344, 451f.; Ballantine 396; Finkelstein, The Conduct of Corporate Election 17 St. John's L. Rev. 75, 80, Brooklyn 1943; siehe p. 54.

53 Clark 336; vgl. «it is not to be tolerated, that a company should procure stock, in any shape, which its officers may wield to the purposes of an election; thus securing themselves against the possibility of removal»: Ex parte Holmes, 5 Cow. 426, 434 (N. Y. 1826).

54 Ballantine 402; Aranow & Einhorn 355.

55 Wormser, The disregard of the Corporate Fiction 86f., (1927).

56 Aranow & Einhorn 348; Ballantine 399.

57 Vgl. p. 34, 82, 84f., 143.

58 Durch injunction; 5 Fletcher § 2072.

59 Aranow & Einhorn 350, Ballantine 400.

60 Clark 336, Aranow & Einhorn 350, Ballantine 400.

ein persönliches Interesse des Aktionärs am Abstimmungsgegenstand der Ausübung des Stimmrechts nicht entgegen⁶¹.

Grundsätzlich ist für die Abklärung der Stimmberechtigung die Eintragung am Datum der Ausübung massgebend⁶². Um Streitigkeiten und Unsicherheiten hinsichtlich der Berechtigung kurz vor der Generalversammlung zu vermeiden, haben die meisten amerikanischen Aktiengesetze einen Stichtag, das sogenannte record date geschaffen. Die Stimmberechtigten werden festgestellt entweder durch Schliessung des Aktienbuches für weitere Übertragungen auf einen bestimmten Termin vor der Generalversammlung oder dadurch, dass die Eintragung am Stichtag ungeachtet späterer Änderungen als verbindlich anerkannt wird⁶³. Wer nach dem Stichtag Aktien erwirbt, lässt sich daher in der Regel vom Verkäufer eine Vollmacht zur Ausübung des Stimmrechts erteilen⁶⁴.

iii) Inhaltlich umfasst das Stimmrecht vor allem das Wahlrecht sowie das Recht der Antragstellung und Abstimmung über eine Reihe von Geschäften, welche die Existenz und grundlegende Organisation der Aktiengesellschaft berühren. Inbegriffen ist das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung. Die Entwicklung der amerikanischen Aktiengesellschaft zu einem nahezu vollständig von der Verwaltung dominierten Institut hat dazu geführt, dass in der Praxis die Wahlen oft das einzige Traktandum der Generalversammlung bilden. Daher verwenden zuverlässige Autoren wie Aranow und Einhorn konsequent den Begriff "election", wo "Ausübung des Stimmrechts" am Platze wäre. In der Wahl der Verwaltungsräte erschöpft sich die Einflussnahme der Aktionäre auf den ordentlichen Geschäftsbereich⁶⁵. Weisungen über die Geschäftsführung können sie nicht erteilen. Selbst das Wahlrecht ist im übrigen dadurch ausgehöhlt worden, dass in der Regel lediglich Kandidaten vorgeschlagen werden, welche der Verwaltung genehm sind. Die Aktionäre hatten weder die rechtlichen noch die finanziellen Mittel zur Organisation einer Opposition, so dass sich die Verwaltung dank der Stimmen ihres Anhangs und der immer vorhandenen amorphen Mitläufermasse regelmässig perpetuieren konnte⁶⁶.

61 Ballantine 401.

62 Clark 336; Ballantine 397f.; Aranow & Einhorn 343.

63 Ballantine 398; Aranow & Einhorn 75f., 343.

64 Aranow & Einhorn 346.

65 Ballantine 391; Schmey 599.

66 Vgl. Ballantine 416. Die Verwaltung bleibt auch im Amt (by default), wenn die Erneuerungswahl infolge mangelnden Quorums unterbleibt.

Erst der SEC Gesetzgebung gelang es, durch zweckmässige Regelung der stellvertretenden Ausübung des Stimmrechts sowie des Aufschlusses- und Antragsrechts den Grundstein für den Wiederaufbau der sogenannten shareholder democracy zu legen. Allerdings fehlt noch immer das Recht, eigene Wahlvorschläge im proxy statement der Verwaltung vorzubringen.

iv) Unter den Modalitäten der Ausübung des Wahlrechts verdient das Institut des sogenannten cumulative voting besondere Beachtung⁶⁷. Es handelt sich um eine Anwendung des Proporz mit unbeschränkter Kumulationsfreiheit bei der Wahl des Verwaltungsrates. Jeder Aktionär verfügt über die seinem Aktienbesitz entsprechende Anzahl Stimmen, multipliziert mit der Zahl der zu wählenden Verwaltungsräte und kann sie alle für einen einzigen Verwaltungsrat einlegen. Dies bietet Minderheitsgruppen die Möglichkeit einer Vertretung in der Verwaltung, und zwar mit umso besseren Aussichten, je mehr Mitglieder sie zählt. Cumulative voting ist dem Common Law unbekannt, aber nach dem Aktiengesetz von 21 Staaten zwingend vorgeschrieben⁶⁸. In weiteren 17 Staaten kann es durch die Statuten vorgesehen werden⁶⁹.

Ein anderes typisches Institut des amerikanischen Aktienrechts, das classified board⁷⁰ dient demgegenüber völlig den Interessen der Verwaltung und vermag die Wirksamkeit des cumulative voting zugunsten der Aktionäre aufzuheben oder abzuschwächen. Nach diesem System wird der Verwaltungsrat gestaffelt gewählt und erneuert, beispielsweise in drei Klassen zu je einem Drittel an drei aufeinanderfolgenden jährlichen Generalversammlungen. Dies benachteiligt eine allfällige Opposition in zweierlei Hinsicht. Die Mehrheit der Aktionäre kann sich die Kontrolle über die Gesellschaft nicht an einer einzigen Generalversammlung sichern. So kann die Opposition bei einem neunköpfigen Verwaltungsrat mit drei Klassen im ersten Jahr im günstigsten Fall drei Sitze erobern und muss ein Jahr auf die Chance warten, die Majorität zu erringen. Dies bedeutet einerseits einen unter Umständen nicht wieder gutzumachenden

67 Aranow & Einhorn 295f.; Ballantine 404; Bowes and De Bow Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations, 21 Minn. L. Rev. 351f.; Williams, Cumulative Voting [1951] Young, The Case for Cumulative Voting, 1951, Wis. L. Rev. 49.

68 u. a. Californien, Illinois, Kansas, Michigan, Ohio, Pennsylvania, etc.

69 u. a. Colorado, Delaware, Massachusetts, New York, Virginia, etc.

70 Aranow & Einhorn 310ff.; Note Cumulative Voting – Removal Reduction and Classification of Corporate Boards 22 U of Chi. L. Rev. 751, 756, 1955.

Verlust an Zeit und andererseits die Verdoppelung der für die oppositionelle Kampagne erforderlichen erheblichen Kosten.

Da demgemäss ein classified board die ratio legis des cumulative voting, den Minderheitenschutz, beeinträchtigt, stellt sich die Frage, welches der beiden Institute vorgeht. Die Rechtslage ist mangels genügender Entscheide nicht ganz klar. Wesentlich ist jedenfalls, ob das eine oder andere System zwingend durch das Aktienrecht oder gar die Verfassung des betreffenden Staates vorgeschrieben ist⁷².

Wird das cumulative voting wie beispielsweise in Illinois, Kentucky und Pennsylvania durch eine Verfassungsbestimmung garantiert, so ist ein Wahlsystem wie das classified board («a method of selecting directors which results in impairing the value of the right» [of cumulative voting])⁷³ unzulässig. Seither hat allerdings der Präzedenzwert des zitierten Illinois-Falles an allgemeiner Bedeutung verloren, weil ein Pennsylvania Gericht zum Schluss gelangte, das Recht auf cumulative voting schliesse keineswegs alle gesetzmässigen Statutenbestimmungen aus, welche seine Wirkung allenfalls abschwächen könnten, sondern werde im Gegenteil durch sie qualifiziert⁷⁴.

Diese Anschauung hat umso mehr Aussicht, sich durchzusetzen, als sie für Staaten wie Ohio anerkannt ist, welche das cumulative voting auf gleicher gesetzlicher Ebene wie das classified board gewährleisten⁷⁵.

71 Aranow & Einhorn 314; vgl. Note, Statutes providing for both cumulative voting and classified boards (Humphreys v. Winous Co. (Ohio) 133 N.E. 2d, 780). 55 Mich. L. Rev. 139 Nov. 1956; Note, Cumulative Voting-Removal, Reduction and Classification of Corporate Boards, 22 U. of Chi. L. Rev. 751, 756, 1955; Note, Cumulative voting, classified boards and proportional representation, 55 Mich. L. Rev. 997, May 1957.

72 Wolfson v. Avery, 6 Ill. 2d 78, 81 (1955).

73 Wolfson v. Avery, 6 Ill. 2d 78, 126 N.E. 2d 701, 704, 1955.

74 Janney v. Philadelphia Transportation Co., 128 Atl. 2d 76, 1957: «It grants the right of cumulative voting but it does not purport to insure the maximum effectiveness of the exercise of that right to obtain minority representation on the board of directors. What it was obviously intended to accomplish was to give to a minority interest an opportunity to acquire such representation, the degree of success in that effort and the extent to which it might secure representation proportional to its voting strength being necessarily dependent in each case upon such variables as the number of directors, the length of their terms and the proportion of the entire stock that the minority interest would be able to marshal for the purpose.»

75 Humphreys v. Winous Co. 165 Ohio St. 45, 133 N.E. 2d 780 (1956) reversing 57 Ohio App. 44, 125 N.E. 2d 204, 1955.

Interessant ist in diesem Zusammenhang die Rechtsprechung West Virginias⁷⁶ und Illinois⁷⁷, welche die Ausgabe stimmrechtsloser Aktien wegen der Garantie des cumulative voting verbieten. Anders entscheiden Missouri und Montana⁷⁸.

Von den 21 Staaten, welche das cumulative voting zwingend vorschreiben⁷⁹, stützen sich 13 auf eine Verfassungsbestimmung. Andererseits ist ein classified board in 33 Staaten möglich, u. a. in Delaware und Illinois mit 3 Klassen zu je dreijähriger Amtsdauer, wobei Illinois mindestens neun Verwaltungsräte vorschreibt sowie in New York mit 4 Klassen und New Jersey mit 5 Klassen⁸⁰. Alabama, California, Texas und Wyoming verbieten das classified board. Von den ungefähr 1000 Gesellschaften, deren Aktien an der New Yorker Börse kotiert sind, haben 142 ein classified board⁸¹.

Eine für das anglo-amerikanische Recht typische Rechtsfigur ist schliesslich der voting trust⁸², welcher eine möglichst grosse Stimmkraft in den Händen weniger Exponenten zu konzentrieren sucht. Es handelt sich um einen juristischen Schleichweg mit dem Zwecke eine – mindestens für eine bestimmte Dauer – unwiderrufliche Delegation des Stimmrechts zu ermöglichen⁸³. Wie wir sehen werden, ist nämlich die zur Ausübung des Stimmrechts erteilte Vollmacht in der Regel widerruflich. Dank des voting trust kann eine Aktionärgruppe die Trustees mit ihrer Vertretung betrauen, ohne dass diese während der Dauer des allenfalls unwiderruflich gestaltbaren Vertragsverhältnisses durch irgendwelche entstehenden Reibereien in ihrer Aufgabe gehindert würden. Dieselbe besteht im allgemeinen in der Übernahme der Verwaltung im Interesse der betreffenden Aktionäre. Der voting trust ist somit eines der durch die amerikanische Praxis ausgebildeten Mittel, einer Interessengruppe die Macht in der Aktiengesellschaft zu sichern⁸⁴.

76 State ex rel. Dewey Portland Cement Co. v. Secretary of State 96 S. E. 2d 171, 1957.

77 People v. Cohn, 339 Ill. 121 (1930).

78 State ex rel. Frank v. Swanger, 190 Mo. 561 (Missouri 1905); 17 Ops. Atty. Gen. (Montana) No. 328.

79 Aranow & Einhorn 298 (z. B. Calif., Ill., Kansas, Mich., Ohio, Pennsylvania, Wash.)

80 Aranow & Einhorn 310f.

81 Wolfson v. Avery, Ill. Cir. Ct. Cook Co., No. 54C-15 200. 1955, p. 84.

82 Ballantine 424f.; Babb & Martin 292f.; Stevens 470ff.; Fehlmann 95; Commercial Law 179; Trumpler 110f.

83 Röhrlich, Law and Practice in Corporate Control 69.

84 Ballantine 416f.; Weitere Instrumente solcher Tendenzen sind das bereits

Die juristische Konstruktion des voting trust macht die Trustees formell zum stimmberechtigten Eigentümer der in das Trustvermögen eingebrachten Aktien. Wirtschaftlich verbleiben sämtliche Vermögensrechte bei den ursprünglichen Aktionären, deren Rechte in einem neuen Wertpapier, dem voting trust certificate verbrieft sind.

Der voting trust wird im übrigen nicht von allen Staaten anerkannt⁸⁵. Einige Gerichte betrachten die damit verbundene Teilung von Stimmrechts- und Eigentumsrechten als unzulässig; andere gestatten sie nur, sofern kein Missbrauch bezweckt ist.

v) Die Generalversammlung⁸⁶

Die Ausübung des Stimmrechts kann grundsätzlich nur in der Generalversammlung erfolgen⁸⁷. Lediglich die Einstimmigkeit der Aktionäre macht ihr Zusammentreten unnötig. Das Recht auf Abhaltung der Generalversammlung ist daher nach amerikanischer Lehre wie das Antragsrecht mit dem Stimmrecht verknüpft⁸⁸.

Das amerikanische Recht unterscheidet zwischen annual und special meeting, welche ungefähr unserer ordentlichen und ausserordentlichen Generalversammlung entsprechen.

erwähnte „pyramiding“, d. h. die Schachtelung gegenseitig sich kontrollierender Holdinggesellschaften, durch deren letzte ein relativ kleines Kapital die ganze Organisation und die praktisch rechtlosen Aktionäre beherrschen kann. Den gleichen Zwecken dienen die stimmrechtslosen Aktien, das classified board und sogenannte voting agreements zwischen einzelnen Aktionären. Es handelt sich durchwegs um Behelfsmittel der Verwaltung, sich mit Hilfe organisierter Minderheiten im Amt zu halten und den Einfluss der grossen Masse der Aktionäre auszuschalten. Diese Verhältnisse bestätigen die Entwicklung der amerikanischen Aktiengesellschaft zu „separation of ownership and control“ und „management control“. Neben diesen Möglichkeiten der Machtkonzentration wird das Pluralstimmrecht im amerikanischen Aktienrecht kaum benötigt. Spielarten sind immerhin zu finden in der Berechtigung verschiedener Aktiengruppen, überproportional im Verwaltungsrat vertreten zu sein (vgl. Fehlmann 95). Nicht alle der Domination von Mehrheiten dienenden Abmachungen werden im übrigen von der Rechtsprechung gebilligt (vgl. Ballantine 419 f. über voting agreements).

85 Ballantine 424 f.

86 Aranow & Einhorn 52 f., 269 ff., Ballantine 390 f., Doris and Friedmann Corporate Meetings, Minutes and Resolutions, 1947, 1952.

87 Fletcher §§ 1996, 2097 f.

88 Ballantine 391 f. Aranow & Einhorn 323.

Die meisten staatlichen Aktiengesetze sehen ausdrücklich ein annual meeting vor⁸⁹, wo als Hauptgeschäft in der Regel die Wahlen in den Verwaltungsrat vorgenommen werden.

Ort und Zeit der ordentlichen Generalversammlung werden im allgemeinen durch die Statuten festgelegt, wobei einige Gesetze die Abhaltung im Sitzstaat und innert einer gewissen Frist nach Abschluss des Geschäftsjahres verlangen. Die Aktionäre haben Anspruch auf formelle Einladung an die Generalversammlung, unter Angabe von Ort und Zeit sowie des record date. Eine Traktandenliste wird nur in New York (Stock Corp. Law § 45) und Ohio (Rev. Code Ann. § 1701.41) gesetzlich, aber vielfach statutarisch vorgeschrieben. In der Praxis wird die notice of meeting auf das proxy statement der Verwaltung gedruckt.

Special meetings⁹⁰ müssen für die Behandlung gewisser Traktanden abgehalten werden, oder falls aus irgendwelchen Gründen die Wahlen in den Verwaltungsrat an der ordentlichen Versammlung nicht durchgeführt werden konnten. Nach vielen Gesetzen und Statuten hat ein gewisser Prozentsatz von stimmberechtigten Aktionären (in der Regel 10–25 %) einen Anspruch auf Einberufung der Generalversammlung, wovon gelegentlich mit der Absicht, den Verwaltungsrat abzurufen, Gebrauch gemacht wird.

Das Verfahrensrecht der Generalversammlung wird teilweise durch die Statuten, zur Hauptsache aber durch Gewohnheitsrecht bestimmt:

„... corporate enterprise should adhere to well established democratic theories, which embody principles of fairness and reasonableness“...⁹¹.

Im Zweifel gelangen die parlamentarischen Verfahrensregeln⁹² zur Anwendung, allerdings in der Regel in weniger formeller Weise. Die Stimmabgabe erfolgt vor allem für wichtigere Angelegenheiten schriftlich⁹³.

Dem Vorsitzenden wird allgemein im Rahmen der Usancen ein weitgehendes Ermessen für die Festsetzung der Geschäftsreihenfolge zuerkannt. Dies ist in Stimmrechtskämpfen insbesondere deshalb von Bedeutung, weil die Verwaltung ein Interesse besitzt, die Prüfung der Voll-

89 5 Fletcher § 2001.

90 Aranow & Einhorn 60f.

91 Standard Power & Light Corp. v. Investment Associates Inc. 29 Del. Ch. 593, 600; 51 A 2d 572 (Supreme Court 1947);

92 5 Fletcher § 2012; vgl. auch Emerson & Latham 13 f.

93 Del. Code Ann. tit 8 § 222; N. J. Stat. Ann § 14:10–13.

machten möglichst bald nach der Eröffnung der Versammlung anzusetzen. Dies versetzt sie in die Lage, die Stärke der Opposition abzuschätzen und allenfalls durch eine sogenannte last minute campaign mittels Telephon, Telegraph usw. Widerruf zu ihren Gunsten zu erwirken⁹⁴, bevor die Stimmenzählung abgeschlossen ist.

In den meisten Staaten bestehen Quorumsbestimmungen für die Beschlussfähigkeit der Generalversammlung. New York überlässt die Regelung den Statuten, das Quorum darf in der Regel die Mehrheit der ausgegebenen Aktien nicht übersteigen⁹⁵. Gezählt werden nur ausgegebene Aktien, welche persönlich oder durch Vollmacht vertreten sind⁹⁶. Nicht stimmberechtigte Aktien, wie beispielsweise treasury stock können auch nicht für das Quorum herangezogen werden⁹⁷.

Es gehört zur Taktik der Stimmrechtskämpfe, dass eine Partei versucht, die Erreichung des Quorums und die Beschlussfähigkeit der Versammlung durch Nichteinreichung von Vollmachten zu verhindern, sobald sie ihre Niederlage voraussieht. Sie beabsichtigt damit Zeit für eine verstärkte solicitation vor der nächsten Versammlung zu gewinnen⁹⁸. Nach Rule X-14 A-4 (e) müssen daher alle eingeholten Vollmachten für die Bestimmungen des Quorums zwingend mitgezählt werden.

Die meisten Statuten sehen für die Durchführung der Wahlen sogenannte inspectors of election vor, welche im allgemeinen von der Generalversammlung gewählt oder vom Vorsitzenden bestimmt werden, je nachdem was die Statuten vorschreiben⁹⁹. Die Funktion der inspectors entspricht derjenigen unserer Stimmenzähler, doch gehen ihre Kompetenzen erheblich weiter, indem sie auch über die Stimmberechtigung und die Gültigkeit der Vollmachten zu befinden haben.

Allerdings müssen Vollmachten, welche in offenbar korrekter Weise von einem Aktionär ausgestellt wurden und prima facie den Rechtschein für sich haben, entgegengenommen werden¹⁰⁰. Ein weitergehendes Prüfungsrecht steht nur dem Richter zu.

94 Aranow & Einhorn 277 f. („proxy switching“: Emerson & Latham 66 f.) vgl. auch p. 132.

95 N. Y. Stock Corp. Law. § 55.

96 In re Gulla, 13 Del. Ch. 23, 30 (Ch. 1921).

97 Atterbury c. Consolidated Coppermines Corp., 26 Del. Ch. 1, 20 A 2d 243, 1941; vgl. N. J. Stat. Ann. § 14:10-8.

98 Aranow & Einhorn 283 f.

99 Y. N. Stock Corp. Law § 46.

100 Gow v. Consolidated Coppermines Corp. 19 Del. Ch. 172, 165 Atl. 136, 1933.

Als Ergänzung und Zusammenfassung sei nachfolgend Section 28 des Model Business Corporation Act wiedergegeben, welche das Stimmrecht regelt:

Regelung des Stimmrechts durch den
MODEL BUSINESS CORPORATION ACT

§ 28 Voting Rights

I. Except as otherwise provided in the articles of incorporation, every shareholder of record shall have the right at every shareholders' meeting to one vote for every share standing in his name on the books of the corporation. Unless the articles or by-laws otherwise provide, the board of directors may fix a time not exceeding (forty) days preceding the date of any meeting of shareholders, or the date fixed for the payment of any dividend or distribution, or the date for the allotment of rights, or, subject to contract rights with respect thereto, the date when any change or conversion or exchange of shares shall be made or go into effect, as a record date for the determination of the shareholders entitled to notice of and to vote at any such meeting, or entitled to receive payment of any such dividend, or allotment of rights, or to exercise the rights in respect to any such change, conversion or exchange of shares, and in such case only shareholders of record on the date so fixed shall be entitled to notice of and to vote at such meeting, or to receive payment of such dividend, or allotment rights or to exercise such rights, as the case may be, and notwithstanding any transfer of any shares on the books of the corporation after any record date fixed as aforesaid, the board of directors may close the books of the corporation against transfers of shares during the whole or any part of such period.

II. If, by the articles of incorporation, voting power is granted to the holders of shares of a certain class or classes and denied to the holders of shares of other classes, then the person or persons exercising such power shall stand in a fiduciary relation to the entire body of shareholders and shall be responsible to the corporation, for the benefit of all shareholders, for any violation of the obligations of such relationship.

III. In the election of directors, every shareholder of record shall have the right to multiply the number of votes to which he may be entitled under subdivision I of this Section by the number of directors to be elected, and he may cast all such votes for one candidate or he may distribute them among any two or more candidates.

IV. Every shareholder shall have the right to cast his vote either in person or by proxy duly authorised in writing and filed with the secretary. Except as may be provided under subdivision V of this section, a proxy, unless coupled

with an interest, shall be revocable at will notwithstanding any other agreement or any provision in the proxy to the contrary. The validity of every unrevoked proxy shall cease eleven months after the date of its execution unless some other definite period of validity shall be expressly provided therein, but in no event shall a proxy, unless coupled with interest, be voted on after three years from the date of its execution.

The revocation of a proxy shall not be effective until notice thereof has been given to the secretary of the corporation.

V. A person whose shares are pledged shall be entitled to vote thereon until said shares have been transferred on the books of the corporation to the pledgee, and thereafter the pledgee shall be entitled to vote the same. A person or persons holding shares in a fiduciary capacity may vote the same in person or by proxy. Where shares are held jointly by three or more fiduciaries, the will of the majority of such fiduciaries shall control the manner of voting or the giving of a proxy, unless the instrument or order appointing such fiduciaries otherwise directs. Where, in any case, the fiduciaries are equally divided upon the manner of voting the shares jointly held by them, any court of competent jurisdiction may, upon petition filed by any of such fiduciaries, or by any beneficiary, appoint an additional person to act with such fiduciaries in determining the manner in which such shares shall be voted upon the particular questions as to which such fiduciaries are divided.

VI. A corporation owning shares in another corporation may vote the same by its president or by proxy appointed by him unless some other person, by resolution of its board of directors, shall be appointed to vote such shares, in which case such person shall be entitled to vote upon the production of a certified copy of such resolution.

VII. Shares of a corporation belonging to said corporation shall not be voted nor counted in calculating the total voting power of all shareholders of such corporation at any given time.

III. DIE AUSÜBUNG DES STIMMRECHTS DURCH STELLVERTRETUNG¹

A. Nach staatlichem Recht

1. Allgemeines

Dem Common Law war die Ausübung des Stimmrechts durch Stellvertretung unbekannt². Der Gesellschafter hatte persönlich an der Generalversammlung zu erscheinen. Dies entsprach dem ursprünglichen Charakter der AG, welche sich nur allmählich aus der Personengesellschaft entwickelt hatte³. Die Mitglieder stammten anfänglich regelmässig aus Familien- und Freundeskreisen. Der Gesellschafter war Kapitalgeber und Mitarbeiter, Eigentümer und Geschäftsführer in einer Person. Die Mitgliederzahl war auf wenige Leute beschränkt. Alle Beteiligten wohnten in der Nähe des Gesellschaftssitzes und nahmen aktiv an der Verwaltung teil. Es handelte sich um das Urbild der ungefähr unserer Familienaktiengesellschaft entsprechenden sogenannten close corporation. Generalversammlung und Verwaltungsratssitzung waren zum mindesten vom personellen Standpunkt aus identisch⁴. Die Zusammenkunft der Gesellschafter diente der durch ein uneingeschränktes Aufschlussrecht geförderten Diskussion über die Geschäftsführung. Urteil und Erfahrung der Mitglieder waren von wesentlichem Interesse für die Entwicklung der Gesellschaft. Die Teilnahme an der Generalversammlung war daher Pflicht und natürliche Voraussetzung für die gültige Ausübung des Stimmrechts.

¹ Caplin 20ff.; Ballantine 406f.

² Clark 336; Emerson & Latham 4f.; Taylor v. Griswold 14 N. J. L. 222 (1834).

³ Insbesondere dank der Einführung übertragbarer Anteile und der beschränkten Haftung; siehe 30f.

⁴ Emerson & Latham 5f.; "common ownership and control".

Demgegenüber ist der moderne Durchschnittsaktionär in der Regel nicht in der Lage, der Generalversammlung beizuwohnen. Der wirtschaftliche Aufschwung der Vereinigten Staaten brachte ein derartiges Wachstum der Aktiengesellschaften mit sich, dass sich deren personelle und kapitalmässige Struktur vollkommen wandelte. Breite, ständig wachsende Bevölkerungsschichten sind durch Aktienbesitz am gewaltigen Wirtschaftspotential des Landes beteiligt⁵. Aus dem früheren Partner einer Vereinigung von Geschäftsfreunden oder Familiengenossen ist der typische anonyme Kleinaktionär von heute geworden, dessen proportional sich stetig verringender Gesellschaftsanteil rein anlagemässigen oder gar spekulativen Charakter angenommen hat⁶. Er wohnt nicht selten Hunderte von Meilen vom Versammlungsort entfernt und ist gezwungen, am Tage der GV seiner Arbeit nachzugehen. Der Wert seiner Beteiligung steht in keinem Verhältnis zum Aufwand an Zeit und Mitteln, welchen ein persönliches Erscheinen in der GV bedingen würde. Die Teilnahme aller Aktionäre an der GV ist jedoch nicht nur subjektiv, sondern auch

5 1932 befanden sich zwei Drittel der amerikanischen Wirtschaft in den Händen von Aktiengesellschaften (Berle & Means 18f.) – Die grossen Publikumsaktiengesellschaften der USA zählen heute rund 8½ Millionen direkt eingetragene individuelle Aktionäre (Aranow & Einhorn XXIII, neuste Schätzungen gehen auf über 12 Millionen). Die Zahl der beneficial owners ist erheblich grösser (ca. 25% der eingetragenen Aktionäre sind «street name»; vgl. Trends in Management – Stockholder Relations, Georgeson & Co., 1954). Nach Caplin (p. 71) hat die American Telephone & Telegraph Co. allein über 1 200 000 Mitglieder, General Electric 450 000 und United States Steel 280 000. Die Minimal- und Maximalzahlen für 223 ausgewählte führende Industriegesellschaften betragen ca. 1500 und über 7 000 000 (Kimmel, Share Ownership in the US. 89). Durchschnittlich zählten 43 in den Jahren 1951 und 1952 an Stimmrechtskämpfen beteiligte Gesellschaften ca. 7000 eingetragene und weit mehr 'beneficial' Aktionäre. Um 1950 waren ca. 29% der record holders Männer, 22% Frauen, 6% Gemeinschaftseigentümer, 13% Insurance und Investment Companies und der Rest Banken, Makler usw., vgl. Emerson & Latcham 3f., 122f.

6 An Riesenunternehmungen wie American Telephone & Telegraph Co., United States Steel Corp. und Pennsylvania Railroad Co. ist kein Aktionär mit mehr als 1% beteiligt (Emerson & Latcham 4). Von 200 ausgewählten grossen Aktiengesellschaften, welche ungefähr einen Viertel der Wirtschaft kontrollieren, wurden anfangs der Dreissigerjahre nur 5%, vermögensmässig nur 2% von Mehrheitsaktionären beherrscht. Die entsprechenden Zahlen für Gesellschaften mit 'management control' (vgl. p. 51 Note 84 und p. 60) lauten 44% bzw. 58%. Dabei verfügten die Verwaltung und ihr Anhang durchschnittlich über 6% des common stock und 2% des preferred stock. (vgl. Berle & Means 68f.; Trumpler 22f.)

objektiv ausgeschlossen, da keine Versammlungslokale zur Verfügung stehen, welche für die Aufnahme der Tausenden von Aktionären einer modernen Gesellschaft genügend geräumig wären⁷. In der „era of the small stockholder“⁸ war daher die persönliche Ausübung des Stimmrechts nach Common Law für den Durchschnittsaktionär praktisch gar nicht mehr möglich. Aus diesem Grund führten sämtliche staatlichen Aktiengesetze die Stellvertretung⁹ ein. Sie unterliessen es aber, das für die vernünftige Ausübung des Stimmrechts erforderliche genügende Aufschlusssrecht zu gewährleisten, welches mit der persönlichen Mitwirkung in der Gesellschaft verbunden gewesen war.

Die Aktionäre hatten keine andere Wahl, als die von der Verwaltung kommentarlos versandten Vollmachtsformulare für deren Stobmänner zu unterzeichnen oder überhaupt auf die Teilnahme an der Abstimmung zu verzichten. Sie hatten weder die rechtlichen und finanziellen Mittel, noch den nötigen Einblick in die Gesellschaft, um unter Beauftragung eigener Bevollmächtigter eine wirksame Opposition zu organisieren¹⁰. Die Vollmachterteilung konnte auch nicht mit Instruktionen verbunden werden¹¹. Die Teilnahme des Vertreters an der Generalversammlung nahm dem Aktionär das Recht, Unregelmässigkeiten anzufechten¹².

7 Berendt v. Bethlehem Steel Corp., 108 N. J. Eq. 148, 154 Atl. 321 (1931) rechnet, dass 80 000 Aktionäre 30 acres oder rund 120 000 m² beanspruchen würden. Die Federation of Women Shareholders machte deshalb 1953 den zeitgemässen Vorschlag, die Generalversammlung mittels geschlossener Fernsehsendungen durchzuführen (Proxy Statement U. S. Steel Corp. für die GV vom 4. Mai 1953).

8 Sears, The new place of the Stockholder 35 f. (1929).

9 Mit Ausnahme von Texas und Iowa, deren Gerichte aber heute die Stellvertretung unter gewissen Voraussetzungen auf Grund einer universal custom anerkennen. Die Gesetze der übrigen Staaten haben also lediglich eine Entwicklung vorweggenommen, welche auch innerhalb des Common Law unter dem Druck praktischer Erfordernisse unvermeidlich war (vgl. für Texas: Axe, Corporate Proxies, 41 Mich. L. Rev. 38, 46 (1942), für Iowa: Rossing v. State Bank of Bode, 11 Iowa 1013, 165 N. W. 254, 1917).

10 Sofern sich der Aktionär selbständig um Vollmachten bewarb, war er gegenüber der Verwaltung stark benachteiligt, denn er verfügte nicht wie diese über das Aktienbuch (vgl. p. 126 f., die Gesellschaftskasse (p. 129 f.) und über die zur Führung eines Stimmrechtskampfes notwendigen tatsächlichen Kenntnisse.

11 Caplin 70.

12 Caplin 41, 49. vgl. auch Note, Extent to which vote of proxy binds the shareholder, Gottlieb v. McKee (Del.), 107 A 2d 240, 54 Mich. L. Rev. 130, November 1955.

Die Möglichkeit individueller Einflussnahme erschien dem Aktionär so gering, dass sich sein ohnmächtiges Interesse an persönlicher Teilnahme in passive Apathie verwandelte¹³. Von seiner Mitwirkung an der Geschäftsführung konnte keine Rede mehr sein. Das board blieb für die Verwaltung allein befugt und nützte seine dominierende Stellung unter Missachtung seiner fiduziarischen Pflichten mehr und mehr für selbstherrliche Praktiken aus¹⁴. Die eigentlichen Inhaber der Gesellschaft verloren jede Kontrolle über ihr Eigentum. Diese Verhältnisse werden mit den Schlagwörtern ‚separation of ownership and control‘ und ‚management control‘ bezeichnet¹⁵. Die autonome Herrschaft der Verwaltung ist – zusammenfassend ausgedrückt – möglich in Gesellschaften in welchen keine Gruppe von Anteilbesitzern einen dominierenden Einfluss ausüben kann, so dass die Verwaltung tatsächlich unabhängig ist. Da die unzähligen Kleinaktionäre unorganisiert und desinteressiert sind, bewirkt sich in der Regel nur die Verwaltung um Vollmachten zu ihren eigenen Gunsten. Sie beherrscht dabei den Mechanismus der Vollmachterteilung (proxy machinery)¹⁶ so vollständig, dass sie sich praktisch unbefristet perpetuieren kann. Sofern die abgegebenen Stimmen zur Erreichung des für die Wablfähigkeit der Versammlung erforderlichen Quorums nicht genügen, bleibt die Verwaltung nach amerikanischem Recht ipso iure im Amte¹⁷.

13 'inertia', 'normal apathy', vgl. Caplin 70, Berle & Means 81f.; Gilbert 4; vgl. Emerson & Latcham 10: «Perhaps the greatest of all harms resulting from corporate impublicity that was typical until the middle thirties was the inertia it created among stockholders, a loss of considerably greater proportions than the dollars that were wasted in frauds».

14 Vgl. für die Wandlung der Stellung des Verwaltungsrates: Burnham, James The managerial revolution New York 1941; Boulding, the organizational revolution, 1953.

15 Folgende Übersicht über die Kontrollverhältnisse bei 200 grossen AGs im Jahre 1930 mag die Bedeutung der management control veranschaulichen:

	Nach der Zahl der Gesellschaften:	Nach der Kapitalkraft:
management control	44%	58%
holdings, pyramids etc.	21	22
Kontrolle durch Minderheit	23	14
Mehrheit	5	2
Privatbesitz	7	4

vgl. Trumpler 22; Caplin 1f., 73.

16 Emerson & Latcham 4, 17f.

17 Ballantine 415f., [by default]; Emerson & Latcham 48.

Im übrigen kann die Verwaltung in der Regel neben den Stimmen ihres unmittelbaren Anhangs auf die Unterstützung durch beteiligte Banken, Makler, Investment Trusts, Versicherungsgesellschaften etc. rechnen¹⁸ und erhält auch regelmässig die relativ bedeutende Zahl Stimmen derjenigen Aktionäre, welche die Vollmachtsformulare unbesehen unterzeichnen und in den Briefkasten werfen¹⁹.

Nachdem sich so die von der staatlichen Gesetzgebung eingeführte Stellvertretung infolge des mangelnden Aufschlusses als untaugliches Instrument erwiesen hatte, musste der Bund eingreifen, um das Mitspracherecht des Aktionärs in seiner Gesellschaft und die auch im öffentlichen Interesse liegende Kontrolle der Verwaltung zu gewährleisten.

Den äusseren Anlass hiezu bot die im Jahre 1929 ausgebrochene Wirtschaftskrise; die Missbräuche und Manipulationen unkontrollierter Verwaltungen und Wertpapierhändler und die ganz allgemein mangelnde Information über den Wert der kotierten Papiere wurden mit gewissem Recht als mitverantwortlich für den Zusammenbruch von Börse und Wirtschaft betrachtet. Um im Bereich seiner auf der Interstate Commerce Clause beruhenden Kompetenz gesunde Verhältnisse zu schaffen und das öffentliche Vertrauen wiederherzustellen, erliess der Bund von 1933 an die Reihe der Securities Gesetze. Der Kongress ergriff dabei die Gelegenheit, in Section 14 des Securities Exchange Act den Grundstein für den zweckmässigen Ausbau des Stimmrechts durch Stellvertretung mittels der proxy regulation zu legen.

Bevor auf Anwendbarkeit und Inhalt der bundesrechtlichen Regelung näher eingetreten werden kann, muss der rechtliche Charakter des Stellvertretungsverhältnisses nach staatlichem Recht kurz analysiert werden, insbesondere im Hinblick auf die Ausübung des Aktienstimmrechts.

2. Das Stellvertretungsverhältnis bei der Ausübung des Aktienstimmrechts

Amerikanische Lehre und Praxis bezeichnen das Recht der Ausübung des Aktienstimmrechts durch Stellvertretung als proxy voting system.

¹⁸ Emerson & Latham 148; vgl. N. 287; vgl. in diesem Zusammenhang die Neuregelung des Bankendepotstimmrechts nach deutscher Aktienrechtsform, welche die Einholung von Weisungen der Aktionäre vorsieht.

¹⁹ Caplin 70; vgl. Emerson & Latham 10 („inertia of the stockholder“) Berle & Means 81 („normal apathy of the small stockholder“).

Der Begriff proxy (abgekürzt von „procuracy“) erfährt die beste Klärung durch folgende Definitionen:

„A ‚proxy‘ is properly the authority given by a shareholder to vote for him at a shareholders' meeting. The term is also used to refer to the instrument or paper which is evidence of the authority of the agent and also to the agent or proxy holder who is authorized to vote. A proxy is thus a special form of agency”²⁰.

„The purpose of the proxy is to create an agency to vote a given number of shares of stock”²¹.

„A proxy is simply a power of attorney or agency by which a stockholder authorizes another person to vote his shares of stock in his stead at a stockholders' meeting”²².

Um welche der drei Begriffsbedeutungen ‚Stellvertretung‘, ‚Vollmacht‘ oder ‚Stellvertreter‘ es sich handelt, wird sich hiernach jeweils aus dem Zusammenhang ergeben.

Die proxy ist eine Anwendungsform der agency, d. h. des allgemeinen Institutes der Stellvertretung, welches im amerikanischen Recht ähnlich konstruiert wird wie in Europa. Wenn die Angloamerikaner noch nicht zu den Feinheiten europäischer Rechtsanalyse mit der Unterscheidung von Innen- und Aussenverhältnis, von Auftrag und Vollmacht durchgedrungen sind²³, so differenzieren sie doch deutlich zwischen der internen authority und der externen power.

Diese Begriffe werden durch die §§ 6 und 7 des Restatement der Agency (1933) wie folgt definiert:

power: „an ability on the part of a person to produce a change in a given legal relation by doing or not doing a given act”

authority: „the power of the agent to affect the legal relations of the principal by acts done in accordance with the principal's manifestations of consent to him”.

Authority bezeichnet den Umfang der Ermächtigung des Vertreters durch den Vollmachtgeber, während power die allenfalls davon abweichende Vertretungsmacht gegenüber Dritten bedeutet²⁴.

²⁰ Ballantine 406f.

²¹ Duffy v. Loft, Inc., 17 Del. Ch. 140, 151 Atl. 223 aff'd 17 Del. Ch. 376, 152 Atl. 849, 1930.

²² Commercial Law p. 176.

²³ Weissenstein „agency”.

²⁴ Siehe auch Mecham § 34.

Die Erteilung der Vollmacht ist nach dem einzelstaatlichen Aktienrecht in der Regel an die schriftliche Form gebunden²⁵. Im allgemeinen werden vorgedruckte Formulare verwendet, gelegentlich vorfrankierte Postkarten. Gewisse Gesellschaften drucken den Vollmachtstext auf die Rückseite ihres Dividendenchecks und sichern sich die Stimme des Aktionärs automatisch durch das für die Einlösung erforderliche Indossament²⁶. Die Gültigkeit telegraphischer Vollmachten ist umstritten. Aus der Wortwahl soll das Stellvertretungsverhältnis deutlich hervorgehen²⁷. Formale Unzulänglichkeiten wie beispielsweise Nichtdatierung machen die Vollmacht nicht ungültig²⁸. Falls der Bevollmächtigte nicht erwähnt ist, gilt der Inhaber als in konkludenter Weise ermächtigt; immerhin wird im allgemeinen verlangt, dass der Besitzer einer Blankovollmacht vor der Stimmabgabe seinen Namen einsetze²⁹. Im Geltungsbereich der proxy regulation sind besondere Formvorschriften zu beachten³⁰.

Die Gültigkeit der proxies wird durch die staatlichen Aktiengesetze in der Regel befristet. So beschränken beispielsweise die wichtigen Staaten Californien (§ 2226), Illinois (§ 28) und New York (§ 19) die Geltungsdauer auf elf Monate vom Ausstellungsdatum an, sofern der Vollmachtgeber nicht ausdrücklich einen abweichenden Termin vorschreibt³¹. In Massachusetts beträgt die Frist sechs Monate (§ 32), in Delaware drei Jahre (§ 212).

Beim Fehlen einer gesetzlichen oder vereinbarten Befristung bleibt die Vollmacht in Kraft, bis sie widerrufen wird³². Immerhin setzen einzelne Staaten eine obere Grenze der Gültigkeitsdauer an, so Pennsylvania drei

25 Für die proxy regulation siehe p. 88; vgl. N. Y. Gen. Corp. Law § 19; N. J. Stat. Ann. § 14:10-9; Ill. Stat. Ann. Ch. 32, § 157. 28 (Smith-Hurd) 15 Pa. Stat. Ann. § 2852. 504 (Purdon) Cal. Corp. Code Ann. § 2225.

26 Hearings before a Subcommittee of the Commission on Banking and Currency on S. 2408, 81st Cong. 2d Sess., 1950, p. 24.

27 *Duffy v. Loft, Inc.* 17 Del. Ch. 140, 151 Atl. 223 aff'd. 17 Del. Ch. 376, 152 Atl. 849, 1930.

28 *Aldridge v. Franco-Wyoming Securities Corp.*, 27 Del. Ch. 80, 31 A. 2d 246, 1946; *In re Townshend* 64 Hunter 636, 18 NY. Supp. 905 (1st Dept. 1892).

29 *Aldridge v. Franco-Wyoming*, *Haslam v. Carlson* 46 R.I. 53, 124 Atl. 734, 1924.

30 Siehe p. 88f. insbesondere sind post- and undated proxies verboten. Exch. Act Release 4668 p. 4, Rule X-14A-4. Damit soll auch das proxy switching verhindert werden, siehe p. 54.

31 Siehe auch Model Business Corp. Act § 31.

32 Dies wurde vielfach von der Verwaltung ausgenutzt, um sich Stimmen

Jahre und Californien sieben Jahre. Tod und Handlungsunfähigkeit beenden das Vollmachtsverhältnis in den meisten Staaten ohne weiteres³³.

In den letzten Jahren hat sich ziemlich allgemein die Praxis eingebürgert, Vollmachten lediglich für die nächste Generalversammlung zu erteilen. Diese Regel ist im Anwendungsbereich der proxy regulation zwingenden Rechts. (Rule X-14A-4[d])

Die Vollmacht ist jederzeit frei widerruflich, solange von der dadurch verliehenen Befugnis kein Gebrauch gemacht worden ist. Dies gilt trotz gegenteiliger Bestimmungen im Vollmachtstext³⁴. Allerdings machen einzelne Staaten die Gültigkeit des Widerrufs von der Einhaltung verschiedener Formvorschriften, wie einer Mitteilung an den Secretary der Gesellschaft abhängig. Persönliche Teilnahme an der Generalversammlung gilt in vielen Staaten als Widerruf; in andern muss sich der Aktionär für die persönliche Stimmabgabe aussprechen³⁵. Eine später datierte Vollmacht ersetzt die frühere³⁶. Unwiderruflich sind nur diejenigen proxies, welche als coupled with an interest oder proprietary charakterisiert werden³⁷. Dies ist der Fall, wenn die Begründung der Stellvertretung mit einem vertraglichen Verhältnis verbunden und die proxy notwendig ist, um ein damit zusammenhängendes Interesse zu schützen³⁸. New York

für mehrere aufeinanderfolgende Generalversammlungen zu sichern, Caplin 27.

33 Restatement Agency § 120.

34 In re Chilson, 19 Del. Ch. 398, 168 Atl. 82, 1933.

35 Vgl. Aranow & Einhorn 367f.

36 Deshalb ließen sich manche Verwaltungen Blankvollmachten unterzeichnen.

37 Aranow & Einhorn 369; Caplin 30f.; Fletcher § 2062.

38 Deibler v. Chas. H. Elliott Co., 368 Pa. 267, 81 A 2d 557, 1951; Ecclestone v. Indialantic Inc., 319 Mich. 248, 29 N.W. 2d 679 (1947); SEC Report on the Study and Investigation of the work, activities, personnel, and functions of protective and reorganisation committees, pt. VIII 215-217 (1940); Note, The irrevocable proxy and voting control of small business corporations, 98 U. of Pa. L. Rev. 401, 1950, vgl. Aranow & Einhorn 369: "The proxy holder must have been given some recognizable property or financial interest in the stock in respect of which the proxy is to be exercised, as distinguished from an interest in the corporation generally or an interest in the base voting power or the results to be accomplished by the use of the proxy. The proper type of interest would exist where a proxy is given for the purpose of additional security to creditors of the corporation, or to trustees for their benefit, or where a proxy is given to a person having rights under an executory contract for the sale of the stock owned by the proxy given".

hat mit einer seine frühere Gerichtspraxis bestätigenden Aktienrechtsnovelle von 1953 die Unwiderruflichkeit zeitlich beschränkt und von bestimmten Voraussetzungen abhängig gemacht (§ 47a, Stock corp. law)³⁹. Nach Schedule 14A der proxy regulation [Item 1] muss die Frage der Widerruflichkeit im Vollmachtstext ausdrücklich geregelt sein. Gegenteilige Statutenbestimmungen sind unwirksam⁴⁰.

Der Umfang der Vertretungsmacht wird in der Praxis weit ausgelegt⁴¹. Der Aktionär hat die Wahl, eine Generalvollmacht für eine bestimmte Versammlung zu erteilen oder das Stimmrecht des Vertreters ausdrücklich auf gewisse Geschäfte zu beschränken. Eine gewöhnliche Vollmacht wird von der Praxis mit implied authority ausgestattet und berechtigt zur Stimmabgabe in allen Geschäften, welche für die betreffende Gesellschaft als ordinary and usual gelten können, selbst wenn sie in der Traktandenliste nicht enthalten sind⁴². Ausgeschlossen sind ausserordentliche Geschäfte wie Auflösung, Fusion etc.⁴³. In den meisten Staaten kann der Aktionär dem Bevollmächtigten keine Weisungen über die Art der Stimmrechtsabgabe erteilen⁴⁴.

Die Stellung des Vertreters nach amerikanischem Aktienrecht ist durch eine Interessenkollision charakterisiert⁴⁵. Rechtlich hat er als Be-

39 Insbesondere wird der Verkauf des Stimmrechts verboten und als ungültig erklärt.

40 People's Home Savings Bank v. Superior Court of San Francisco 104 Cal. 649, 38 Pac. 452, 1895.

41 Caplin 37f.; Synnot v. Cumberland Building Loan Ass'n 117 Fed. 379 [6th Cir. 1902]; Columbia National Bank of Tacoma v. Matthews 85 Fed. 934 [9th Cir. 1898], aff'd, 100 Fed. 393 [9th Cir. 1900].

42 Gow v. Consolidated Coppermines Corp. 19 Del. Ch. 172, 165 Atl. 136, 1933; United Milk Products Corp. v. Lovell, 75 F. 2d 923 [6th Cir.], cert. denied 295 U.S. 751, 1935; Mutual Reserve Fund Loan Assoc. v. Taylor, 99 Va 208, 37 S. E. 854, 1901. McClean v. Bradley 299 Fed. 379 [6th Cir. 1924].

43 Caplin 37f.; Farish v. Cienguita Copper Co., 12 Ariz. 235, 100 Pac. 781, 1909 (reorganization); Fidelity Building & Loan Association v. Thompson, 25 S.W. 2d 247 (consolidation) [Texas Civ. App. 1930], rev'd. 45 S.W. 2d 167 [Texas Civ. Com. App. 1932]; Shield v. Lone Star Life Insurance Co., 202 S.W. 211 [Tex Civ. App. 1918], rev'd 228 S.W. 196 [Texas Com. App. 1921] (sale of assets); McKee v. Home Savings & Trust Co., 122 Iowa 731, 98 N.W. 609, 1904 (dissolution).

44 Caplin 70; vgl. aber Ballantine 408. Stimmvorschrift ist möglich nach Rule X-14 A-4.

45 Caplin 42ff.; Emerson & Latham 18f.; Berle & Means 81.

auftragter des Aktionärs eine treuhänderische Funktion zu erfüllen⁴⁶. Tatsächlich war aber der Bevollmächtigte nach der einheitlichen Praxis vor Erlass der proxy regulation ein blosser Strohmann der Verwaltung⁴⁷, weil die Aktionäre erfahrungsgemäss praktisch keine andere Wahl hatten, als die vom Board bezeichneten proxies zu bevollmächtigen. Von ihrem theoretischen Recht, einen eigenen Vertreter zu bestimmen, konnten sie mangels genügender Organisationsmittel keinen Gebrauch machen. Diese Lage hat sich für die nicht von der Securities Gesetzgebung des Bundes erfassten Gesellschaften kaum geändert und auch bei den übrigen nur insoweit, als von oppositionellen Aktionären auf Grund selbständiger Werbung nach Rule X-14A-7 eigene Vertreter nominiert werden. In den Fällen, in welchen die Doppelstellung des proxy zu Interessenkollisionen führt, wäre ein Stimmverbot oder die Nichtigkeit der Stimmabgabe am Platz, doch liegen nur vereinzelte Gerichtsentscheide in diesem Sinne vor⁴⁸.

Im allgemeinen sprachen die staatlichen Gerichte den Vertreter von seiner fiduziarischen Verantwortung gegenüber dem Auftraggeber frei, und zwar selbst in Fällen direkten finanziellen Interesses und bewusster Verheimlichung geplanter Geschäfte⁴⁹. Immerhin scheint die Handlungsfreiheit des Vertreters ihre Grenze dort zu finden, wo das Interesse des Aktionärs in vorsätzlich schlichtgläubiger oder betrügerischer Weise missachtet wird⁵⁰, sei es zum Vorteil des Vertreters⁵¹ oder der Verwal-

46 Der Aktionär muss sich Wissen und Handlungen des Vertreters anrechnen lassen. *Seaman v. Ironwood Amusement Corp.*, 283 Mich. 220, 278 N. W. 51, 1938; *Crook v. International Trust Co. of Maryland*, 32 App. D. C. 490, 1909. Beispielsweise gilt die Gegenwart desselben an der Generalversammlung als Verzicht auf Anfechtung von Formmängeln. (*Jones v. The Milton & Rushville Turnpike Co.*, 7 Ind. 547, 1856).

47 "dummy for the management", *Berle & Means* 245.

48 SEC Report on the Study and Investigation of the work, activities, personnel, and functions of protective and reorganisation committees, pt. VII, p. 7 f.; 13, 1938. Vgl. auch pt. VIII 1940. *Rice & Hutchins Inc. v. Triplex Shoe Co.*, 16 Del. Ch. 298 147 Atl. 317 (1929) aff'd 17 Del. Ch. 356, 152 Atl. 342 (1930) wo ein Analogieschluss mit der ebenfalls zur Treue verpflichteten und mit Stimmverbot belegten Verwaltung gezogen wird.

49 *Baker v. Seattle-Tacoma Power Co.*, 61 Wash. 578, 112 Pac. 647, 1911; *Gow v. Consolidated Coppermines Corp.*, 19 Del. Ch. 172, 165 Atl. 136, 1933.

50 *McClean v. Bradley*, 299 Fed. 379 (6th Cir. 1924); *Wellington Bull Co. Inc. v. Morris*, 230 N. Y. S. 122 (Sup. Ct. 1928) aff'd. without opinion, 226 App. Div. 868, 235 N. Y. S., 906 (1st Dep't 1929).

51 *Blair v. F. H. Smith, Co.* 18 Del. Ch. 150, 156 Atl. 207, 1931; *Rice & Hut-*

tung⁵². Die Rechtslage kann auf keinen eindeutigen Nenner gebracht werden. Da die Verwaltung nach dem staatlichen Aktienrecht nicht verpflichtet ist, genügende Aufschlüsse über Persönlichkeit und Interesse der vorgeschlagenen proxies zu erteilen, sehen sich die Aktionäre meistens einem Beweisnotstand gegenüber. Es scheint sich im übrigen eine Tendenz der Gerichte abzuzeichnen, die Verletzung der Treuepflicht gegenüber den Aktionären zu sanktionieren, sofern die Stimmabgabe den Interessen der Gesellschaft dient⁵³. Hat der Vertreter die ihm vom Aktionär erteilten Weisungen verletzt, so ist er ihm dafür verantwortlich – ob die Stimmabgabe angefochten werden kann oder nicht⁵⁴.

chins Inc. v. Triplex Shoe Co., 16 Del. Ch. 298, 147 Atl. 317 (1929) aff'd 17 Del. Ch. 356, 152 Atl. 342 (1930).

- 52 General Insurance Co. v. American Hide & Leather Co. 97 N. J. Eq. 230, 127 Atl. 659; vgl. auch Wyatt v. Armstrong 59 N. Y. S. 2d 502 (Sup. Ct. 1945) «The security holders entitled to vote were misled by being deprived of information which might easily have affected their judgment. The result is, therefore, not only clouded in doubt, but highly suspicious. Those who hold positions of trust and confidence are under a duty so to conduct themselves as to avoid the inference that they are seeking, for self interest, to mislead the real owners of their corporations». (Diese Entscheidung ist allerdings seit Erlass der proxy regulation ergangen und nimmt auf dieselbe sogar Bezug.)

- 53 United Milk Products Corp. v. Lovell 75 F. 2d 923 (6th Cir.), cert. denied 295 U. S. 751, 1935 (Reorg. nach Verlust)

Baker v. Seattle-Tacoma Power Co. 61 Wash. 578, 112 Pac. 647, 1911 (Akienvverkauf vor Zusammenbruch)

Gow v Consolidated Corp. 19 Del. Ch. 172, 165 Atl. 136, 1933 (Wegwahl einer unfähigen Verwaltung).

- 54 Hexter v. Columbia Baking Co., 16 Del. Ch. 263, 145 Atl. 115, 1929; vgl. auch die Ausführungen über die treuhänderische Stellung der Verwaltung p. 39f.

B. Die bundesrechtliche Ordnung

1. Allgemeine Übersicht über die proxy regulation⁵⁵

a) Rechtliche Grundlagen und Anwendungsbereich

Es ist bereits auf die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse hingewiesen worden, welche den Bund veranlassten, in das staatliche Aktienrecht einzugreifen. Der Kongress schuf in Section 14 des Securities Exchange Act die gesetzliche Grundlage für die Regelung des Mitspracherechts der Aktionäre. Section 14 lautet wie folgt:

«(a) It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or by means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of any national securities exchange or otherwise to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security (other than an exempted security) registered on any national securities exchange in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(b) It shall be unlawful for any member of a national securities exchange or any broker or dealer who transacts a business in securities through the medium of any such member to give a proxy, consent, or authorization in respect of any security registered on a national securities exchange and carried for the account of a customer in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.»

Die SEC hat bisher lediglich von ihrem Ordnungsrecht nach lit. (a) Gebrauch gemacht. Erst in den Jahren 1955 und 1956 veröffentlichte sie Entwürfe einer Verordnung X-14B-1, um gemäss lit. (b) die Bedingungen festzulegen, unter welchen Börsenmitglieder, Makler und Wertpapierhändler Vollmacht erteilen können für Papiere, welche sie auf Rechnung ihrer Kunden im sogenannten street name innehaben⁵⁶. Bei street name Aktien ist nicht der wahre Eigentümer (beneficial owner), sondern sein Treuhänder im Aktienbuch eingetragen. Nach allgemeiner Praxis vor

⁵⁵ Emerson & Latham 19f.; Aranow & Einhorn 83f.; Caplin 18, 74f.

⁵⁶ Securities Exchange Act Release No. 5166 (May 5 1955) und 5299 (April 17, 1956).

Erlass der Securities Gesetzgebung wurde der beneficial owner nicht über die Abhaltung und die Traktanden der Generalversammlung orientiert und erhielt keine Gelegenheit, zu stimmen oder Vollmacht zu erteilen. Die SEC konnte bisher auf eine Sonderverordnung nach Section 14 (b) verzichten, weil sie schon nach lit. (a) in den proxy rules dafür gesorgt hat, dass der beneficial owner unter gewissen Voraussetzungen begrüsst werden muss. Überdies haben die New York und American Stock Exchanges unter dem Einfluss der SEC Schutzbestimmungen für die Aktionäre in ihre Statuten aufgenommen. So lauten die Rules 870 und 872 der New Yorker Börse 'No member firm or member corporation shall give a proxy to vote stock registered in its name, except as required or permitted under the provisions of Rule 872, unless the firm is the beneficial owner of the stock' bzw. 'A member firm or member corporation shall give a proxy for stock registered in its name, at the direction of the beneficial owner . . .'. Ähnliche Ordnungen haben weitere Börsen wie der Philadelphia-Baltimore Stock Exchange getroffen⁵⁷.

Gestützt auf das ihr gemäss Section 14 (a) zustehende Verordnungsrecht hat die SEC am 24. September 1935 eine erste Serie von Rules (LA 1-7) erlassen, welche im Laufe der Jahre unter Auswertung der praktischen Erfahrungen verschiedentlich abgeändert und 1938 durch die heute geltende Regulation⁵⁸ X-14 ersetzt wurden. Die Artikel dieser letztmals 1956 revidierten, sogenannten 'proxy regulation' werden als Rules X-14A-1 bis 11 bezeichnet und durch die Schedules 14A und 14B ergänzt⁵⁹.

Der Anwendungsbereich der proxy regulation wird durch den Wortlaut von Section 14 (a) bestimmt, welcher der auf den Interstate Commerce beschränkten Kompetenz des Bundes Rechnung trägt.

Das Gesetz steckt den allgemeinen Geltungsbereich ab und überlässt das Verordnungsrecht grosszügig dem Ermessen der SEC, welche sich vom

57 New York Stock Exchanges Rules 870f. (New York Stock Exchange Directory and Guide E 493-99). American Stock Exchange Rules 575f.; vgl. Emerson & Litcham 19 N. 19.

58 Rule und Regulation bezeichnen nach Weissenstein Verordnungen oder Durchführungsbestimmungen, die von Verwaltungsbehörden auf Grund einer Delegation seitens der Legislative erlassen werden.

59 Vgl. insbesondere die Securities Exchange Act Releases No.: 378, 1823, 2376, 3347, 3998, 4037, 4114, 4181, 4668, 4775, 4979, 5276; vgl. Orrick, A. D., Revised Proxy Rules of the SEC, 11 Business Lawyer 32, Chicago 1956 (American Bar Assoc.).

öffentlichen Interesse und dem Schutz des anliegenden Publikums leiten lassen muss. Die Verfassungsmässigkeit dieser Rechtssetzungsdelegation an eine Administrativbehörde wurde 1956 von einem Bundes-Appellationsgericht anerkannt⁶⁰.

Um die Grenzen seiner Interstate Kompetenz nicht zu überschreiten, setzte der Kongress der SEC in Section 14 (a) eine entsprechende, grammatikalisch doppelt genähte, sinngemäss aber einheitliche Schranke. Danach darf die bundesrechtliche Ordnung ausschliesslich Wertpapiere⁶¹ erfassen, welche bei einem national securities exchange registriert sind. Ein national exchange ist eine Börse, welche gemäss Section 6 des Securities Exchange Act bei der SEC eingetragen ist⁶². Die Registrierung von Wertpapieren auf einer solchen Börse wird als Kompetenz begründende «facility or instrumentality of interstate commerce» aufgefasst⁶³. Ausnahmsweise ist die proxy regulation ohne Eintragung der Aktien anwendbar für registrierte Investment und Public Utility Companies⁶⁴. Wohl um jede Anfechtung der Verfassungsmässigkeit dieser Kompetenzanknüpfung zum vornherein auszuschliessen, qualifiziert Section 14 (a) die dem Verordnungsrecht der SEC unterliegenden Solicitations ausserdem noch durch das Erfordernis, dass sie mit Hilfe der Post oder eines andern Instrumentes des zwischenstaatlichen Handels erfolgen müssen. Allerdings fügt der Gesetzestext ausdrücklich noch die Generalklausel «or otherwise» hinzu. Die Formel als Ganzes hat exemplifikativen Charakter und das «otherwise» soll den weiten Umfang des Ermessens der SEC unterstreichen⁶⁵. Jedenfalls ist die Verfassungsmässigkeit der Bestimmung in dieser Hinsicht nie angefochten worden⁶⁶. Weil der Wortlaut von Section 14 (a) alle Gesellschaften erfasst, deren Aktien auf einer ‚nationalen‘

60 SEC v. May 229, F. 2d 123 (2d Cir. 1956).

61 «Securities»: s. die Definition p. 28 welche auch für die proxy regulation gilt. Allerdings wird es sich im allgemeinen lediglich um Aktien handeln, ausnahmsweise um Obligationen mit Stimmrecht.

62 Siche p. 29 f.; bedeutendste Börse ist der New York Stock Exchange, an welcher ein weitaus überwiegender Anteil aller Umsätze getätigt wird, obwohl nur die Aktien grösserer Gesellschaften kotiert werden können.

63 Caplin 85.

64 Section 20 (a) ICA bzw. Rule N-20A1- und Section 12 (e) PUHCA bzw. Rule U-62, vgl. Caplin ii und 10.

65 Vgl. Loss 527 f.

66 Bernstein, Seldon E. and Fischer G. The regulation of the solicitation of proxies; Some Reflections on Corporate Democracy, 7 U. of Chi. L. Rev. 226, 241 (1940).

Börse registriert sind, gelangt die proxy regulation auch bei sogenannten ‚hotel room‘ und andern allenfalls rein mündlichen Transaktionen zur Anwendung, welche ohne Inanspruchnahme des zwischenstaatlichen Verkehrs abgewickelt werden⁶⁷. Diese Rechtslage wird bestätigt durch die sogenannte ‚fraud rule‘ X-14A-9, welche ausdrücklich irreführende Äusserungen auch in mündlicher Form untersagt.

Die Anwendbarkeitsbedingung der Registrierung auf einer nationalen Börse hat zur Folge, dass nur rund die Hälfte aller amerikanischen Gesellschaften von der proxy regulation erfasst werden⁶⁸. Überdies schliesst Section 14 (a) noch die sogenannten exempted securities von der proxy regulation aus. Es handelt sich dabei vor allem um Wertpapiere, welche Verpflichtungen des Bundes, eines Staates, einer Gemeinde oder öffentlich-rechtlicher Anstalten verkörpern⁶⁹.

Im Rahmen ihrer durch die erwähnten Voraussetzungen umschriebenen Kompetenz ist die SEC nach dem Wortlaut von Section 14 (a) ermächtigt, die Bewerbung von Vollmachten zur Stimmrechtsausübung zu regeln (proxy solicitation).

Der Begriff proxy wird von Rule X-14A-1 wie folgt definiert:

„every proxy, consent or authorization within the meaning of Section 14 (a) of the Act. The consent or authorization may take the form of failure to object or to dissent“.

Die proxy regulation erweitert also sinngemäss den engeren Vollmachtsbegriff des staatlichen Rechts auf jede Form der Ermächtigung zur Stimmabgabe oder der Zustimmung zu irgendwelchen Gesellschaftsbeschlüssen und schliesst auch die Stimmenthaltung ein, sofern diese im Interesse der werbenden Partei geübt wurde. Das der proxy zugrunde liegende Stellvertretungsverhältnis wird in Abschnitt III A 2, der Begriff solicitation in Abschnitt III B 2 näher behandelt.

67 Securities Exchange Act Release No. 3347, Dec. 18, 1942; vgl. Caplin, Federal Securities Laws – in a thimble, 6 Reading Guide 50, 1951.

68 Bayne 233; vgl. für Änderungsvorschläge p. 139f.

69 Vgl. die beiden Rules X-3A 12-3 und X-12 F-4(b), welche diejenigen Securities von den proxy rules ausnehmen, die nach Section 14(a) und 3(a) (12) des Securities Exchange Act „exempted“ bzw. an der Börse kotiert, aber „unlisted“ sind. Bonds sind ja im übrigen ohnehin nur in Ausnahmefällen mit Stimmrecht versehen; vgl. Note 61 p. 70.

b) Die Ziele der proxy regulation; die shareholder democracy

Die SEC nahm ihre Befugnis zur Regelung der proxy solicitation im Einklang mit der vom Kongress verkündeten ratio legis von Section 14 (a) zum Anlass, die allgemeine Rechtsstellung des Aktionärs im Sinne der shareholder democracy zu verbessern⁷⁰.

Das Schlagwort shareholder democracy⁷¹ (Aktien- oder Kapitaldemokratie) bezeichnet alle Bestrebungen, ein freies und aufgeklärtes Mitspracherecht des Aktionärs innerhalb der Gesellschaft wieder herzustellen⁷². Letzten Endes handelt es sich dabei um ein Mittel zum Zwecke, den Schutz des Aktionärs und des geldanlegenden Publikums vor missbräuchlicher Verwaltung zu gewährleisten⁷³.

Es ist kein Zufall, dass auf den politischen Begriff der Demokratie zurückgegriffen wird. Der Angloamerikaner leitet die körperschaftliche Organisation seit jeher von der Struktur seines Staatswesens ab⁷⁴. Auch in der Aktiengesellschaft galt ursprünglich grundsätzlich Trennung und Gleichgewicht der Gewalten. Die Exekutive war einer gewählten Vertretung anvertraut, welche vor der Wiederwahl Rechenschaft ablegen musste. In der Generalversammlung wurde nach parlamentarischen Regeln verhandelt. Gleich dem Bürger im Staat hatte der Aktionär die oberste Gewalt in der Aktiengesellschaft inne.

Die dem Aktionär als wirtschaftlichem Eigentümer der Gesellschaft zukommende massgebende Rechtsstellung blieb ihm aber nur solange erhalten, als die AG ihren ursprünglich personengesellschaftlichen Charakter bewahrte. Er verlor seinen Einfluss mit der Möglichkeit, das Stimm-

70 "The aim of the SEC, under Section 14 of the Securities Exchange Act, is to mold the proxy machinery into a replica of the old type of shareholders' meeting, the type which existed when the holders of shares were relatively few in number and not widely scattered and when a shareholder might appear at a meeting in person and address his fellow shareholders" (Caplin 25). Für den Richter im Transamerica Fall ist das Ziel der proxy regulation, dem Aktionär "fair opportunity for corporate suffrage" zu gewährleisten (SEC v. Transamerica Corporation, 67 F. Supp. 326 (D. Del. 1946), 163 F.2d 511 (3rd Cir. 1947), cert. denied 332 U.S. 847, 1948).

71 Emerson & Latham 9f.

72 "restoration of same measure of control to the stockholder owners of our modern corporations" (Emerson & Latham 8).

73 d. h. natürlich in aller Regel des Minderheitsaktionärs, vgl. Howard v. Furst, 140 F. Supp. 507, DCNY. 1956.

74 Caplin 197f. vgl. auch p. 52 über die GV.

recht persönlich auszuüben. Die Einführung der Stellvertretung durch das staatliche Aktienrecht vermochte ihm keine wirksame Hilfe zu bringen, vor allem weil das für eine vernünftige Ausübung erforderliche Aufschlussrecht fehlte. Der Aktionär gab aus diesen Gründen seine Herrschaft in der Aktiengesellschaft allmählich vollständig an die Verwaltung ab⁷⁵. Deren dominierende Stellung in der modernen Aktiengesellschaft wird mit einer gewissen Berechtigung derselben Kritik unterzogen, welche die politische Diktatur verwirft. Die Verfechter der shareholder democracy wollen die Vorteile des im Staatsrecht erprobten Systems der Gewaltentrennung zum Schutze des Individuums wieder auf die Aktiengesellschaft übertragen. Wesentlich ist vor allem die Theorie der ‚checks‘ und ‚balances‘, des Gleichgewichts und der gegenseitigen Kontrolle der Kräfte⁷⁶.

Da viele Verwaltungen ihre treuhänderische Funktion infolge der mangelnden Aufsicht mehr und mehr missbrauchten, wuchs das Bedürfnis, den Aktionär wieder zum vollberechtigten corporate citizen einer shareholder democracy zu machen, der er ursprünglich gewesen war. Die Lehre schlug in einer noch immer regen Diskussion verschiedene Wege vor, seinen Rechten neuen Inhalt zu verleihen, doch wurde — dank der proxy regulation — nur der Ausbau des Stimm- und Aufschlussrechts einigermaßen befriedigend verwirklicht. Von den übrigen Anregungen verdienen beispielsweise folgende Beachtung⁷⁷.

- Verbesserung der Equity-Rechtsmittel des Aktionärs⁷⁸, wie der derivative action, allenfalls unter Ausbau der sogenannten visitatorial jurisdiction, einem Mittel der gerichtlichen Kontrolle⁷⁹

75 Vgl. für die Wandlung der Stellung der Verwaltung: Boulding, *The organizational revolution*, 1953; Burnham, James, *The managerial revolution*, New York 1941.

76 Vgl. Emerson & Latham 138, 150.

77 Vgl. Reuschlein, insbes. 23 f.; vgl. auch Hornstein, George D., *The future of Corporate Control*, 63 Harv. L. Rev. 476, 1950.

78 Dodd, *Statutory Developments in Bus. Corp. Law*, 1886–1936, 50 Harv. L. Rev. 27, 51 (1936); vgl. auch Rohrlisch, Chester, *Suits in Equity by Minority Stockholders as a means of corporate control*, 81 U. Pa. L. Rev. 692, 1933.

79 Pound, 49 Harv. L. Rev. 369, 391 (1936).

80 Berlack, *Stockholders' suits: a possible substitute*, 35 Mich. L. Rev. 597, 611 f. (1937). Vgl. Borah-O'Mahoney Bill [S. 330, 76th Congress 1st Sess. 1939], welche einen 'certified corporate representative' vorsah.

- Schaffung einer administrativen Behörde, welche mit dem Schutz und der Durchsetzung der Rechte der Aktionäre betraut wäre⁸⁰
- Vereinheitlichung des Aktienrechts durch den Bund (federal incorporation)⁸¹ oder durch Uniform und Model Laws⁸²
- Bildung von Aktionärausschüssen zur Wahrung der Interessen aller Aktionäre⁸³
- verschiedene Systeme, um die Beteiligung der Aktionäre im Verwaltungsrat zu ermöglichen⁸⁴
- Einführung von regionalen Versammlungen der Aktionäre, sei es als Ersatz der Generalversammlung, sei es in konsultativer Funktion. Diese letztere Form der Gesellschafterversammlung wird von den Verwaltungen in den letzten Jahren in zunehmendem Masse als Methode der public relations gepflegt⁸⁵.

Die Idee der shareholder democracy ist im aktienrechtlichen Gedankengut der Vereinigten Staaten recht tief verankert, was ein Auszug aus einer Entscheidung des New York Supreme Court veranschaulichen mag:

„The public interest in the proper conduct of corporate elections is a matter of great concern in the commercial community in which we live. It is of utmost importance that the many millions of security holders throughout the land should have reason to rely upon the integrity of those who manage the affairs of our corporations; that they be permitted the same freedom in the expression of their wishes with respect to the election of directors that is accorded to citizens in political elections“⁸⁶.

Die Mitwirkung der Aktionäre in ihrer Gesellschaft im Sinne der shareholder democracy entspricht im übrigen auch bedeutenden allgemeinen sozialphilosophischen Strömungen in Amerika und der freien Welt⁸⁷. Für den Amerikaner ist die innere Kraft der Demokratie eine

81 Reuschlein, Federalization — Design for Corporate Reform in a National Economy, 91 U. of Pa. L. Rev. 91 (1942).

82 Siehe p. 13; vgl. Garrett, Model Bus. Corp. Act, 4 Baylor L. Rev. 412 (1952).

83 Caplin 204f.

84 Rutledge, Significant Trends in Modern Incorporation Statutes, 22 Wash. U.L.Q. 305 (1937), Gilbert, Management and Public Shareholder 77f.

85 Gilbert 9f.; Graham, Benjamin, and Dodd, David L., Security Analysis, New York, 1951, 613.

86 Wyatt v. Armstrong, 59 N.Y.S. 2d 502, 508 (Sup. Ct. 1945).

87 Caplin 196; vgl. auch die deutsche Aktienrechtsreform.

selbstverständliche Realität. Ebenso durchdrungen ist er vom Glauben an die Fähigkeit des Individuums, mit allen Problemen wirtschaftlicher und politischer Natur am besten aus eigener Kraft fertig zu werden.

Es ist bereits darauf hingewiesen worden, dass die politische Kontrolle der Gewalten im demokratischen Staat gerne vergleichsweise für die Analyse der Verhältnisse in der Aktiengesellschaft herangezogen wird⁸⁸. Eine angemessene Aufsicht und interessierte Anteilnahme der Aktionäre werden als Garanten für eine integre, verantwortungsbewusste und dennoch initiative Verwaltung betrachtet. Die Förderung des individuellen Denkens durch die Erziehung des Aktionärs zur aufbauenden Kritik und aktiven Beschäftigung mit gesellschaftlichen — wie auch politischen — Problemen soll dazu beitragen, der Vermassung und dem Schematismus zu steuern. Nur auf derartigen Grundlagen kann sich das kapitalistische Wirtschaftssystem in gesunder Weise weiter entwickeln und durchsetzen⁸⁹. Die ständig wachsende Zahl von individuellen Aktionären kann sich unter diesen Voraussetzungen zu einem wichtigen Faktor des sozialen Ausgleichs auswirken und die Gegensätze zwischen den sogenannten besitzenden und nicht besitzenden Klassen immer mehr verwischen. Dem Ruf nach Verstaatlichung wird damit eine der wichtigsten Begründungen entzogen.

Im grösseren Zusammenhang gesehen kann die shareholder democracy ganz allgemein mithelfen, die übermarchende Machtposition der Verwaltungen vieler Aktiengesellschaften im modernen Wirtschaftsleben der Vereinigten Staaten auf ein vernünftiges Mass zu beschränken. Die durch den Verwaltungsrat verkörperte Herrschaft des Kapitals dominierte notorischerweise während langer Jahre nicht nur die Interessen der Aktionäre als der eigentlichen Eigentümer, sondern auch diejenigen der Arbeitnehmer und Konsumenten. Es würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen, näher auf die inzwischen teilweise gefährlich perfektionierte Organisation der Lohnempfänger und die zum Schutz der Verbraucher erlassene Anti Trust etc. Gesetzgebung einzutreten. Jedenfalls zeigt die Entwicklung, dass es durchaus nicht verfrüht war, mit der Securities Gesetzgebung auch die Interessen der kapitalgebenden Aktionäre zu wahren.

⁸⁸ Emerson & Latham 138.

⁸⁹ Vgl. auch Emerson & Latham 9: „In a technological age such as this any opportunity for recognition of the dignity of the human being deserves attention, if for no reason other than the resultant fortifying of moral fibre and intellectual development.“

Die Kontrolle der Verwaltungen bedeutet im übrigen keineswegs eine Abkehr vom System der freien Konkurrenz und Marktwirtschaft. Der Staat begrenzt seinen Eingriff auf das absolut Notwendige und überlässt Aufsicht und Entschlussfassung im wesentlichen den Aktionären. Eben- sowenig soll die Initiative der Verwaltung durch eine Einmischung in die ordentliche Geschäftstätigkeit gelähmt werden. Der Gesetzgeber stellt lediglich die Instrumente zur Verfügung, um Missbräuche und Aus- wüchse zu verhindern.

Die Tatsache, dass sich die Aktionäre naturgemäss in erster Linie um ihre Vermögensrechte, d. h. um den Wert ihres Kapitalanteils und dessen Rendite kümmern, war in Verbindung mit dem lange herrschenden blinden Glauben an die ‚freie‘ Marktwirtschaft und das klassische, jeder staat- lichen Intervention abholde ‚laissez aller, laissez faire‘ dafür verantwort- lich, dass der Aktionär vor der proxy regulation darauf angewiesen blieb, von der sogenannten Wall Street Rule Gebrauch zu machen, wenn er mit der Geschäftsführung seiner Verwaltung unzufrieden war. Auf den ersten Blick erscheint die Idee dieser Regel bestechend: der schlechten Verwal- tung folgen die ungenügende Rendite, der sinkende Kurs und umfang- reiche Verkäufe. Schliesslich werden die neuen Aktionäre den Verwal- tungsrat erneuern. Der Trugschluss dieser Überlegung liegt namentlich darin, dass der ursprüngliche Aktionär unnötiger- und ungerechterweise einen Verlust buchen muss⁹⁰. Ausserdem leidet die Aktiengesellschaft selber und mittelbar die gesamte Wirtschaft unter den Folgen einer fort- gesetzt schlechten Geschäftsführung. Eine richtige Anwendung der proxy regulation kann heute dem einzelnen Aktionär und der Gesellschaft derartige Verluste ersparen.

In der Praxis bleibt die shareholder democracy indessen vorderhand in manchen Belangen ein unerfülltes Postulat. Viele Verwaltungen ver- teidigen ihre Herrschaft immer noch unter Einsatz aller Mittel und Be- ziehungen hartnäckig und verweigern jede wesentliche Konzession⁹¹.

⁹⁰ Vgl. Ripley.

⁹¹ Vgl. beispielsweise die Argumentation von Martindell, Jackson, *The scientific Appraisal of Management*, New York 1950, p. 268: „The stock- holder lacking the power or the desire to control a company's operations must accept management on faith“. Mr. Martindell ist President of the American Institute of Management.

Allerdings beginnt sich anderseits bei manchen Gesellschaften eine Ten- denz zur Entwicklung von shareholder relations durch ausführliche Be- richte, Geschäftsbesichtigungen usw. abzuzeichnen; vgl. Emerson & Lat- cham, p. 152.

Die Aktionäre zögern vorläufig, von den ihnen durch die proxy regulation gewährleisteten Rechten wirkungsvoll und ausgiebig Gebrauch zu machen und dringen mit zu wenig Nachdruck auf deren Verbesserung. Sie haben sich von ihrer durch lange Rechtlosigkeit bedingten Indifferenz in gesellschaftlichen Angelegenheiten noch nicht erholt und müssen wieder zur ‚Demokratie‘ erzogen werden⁹². Ausserdem befürchtet die nüchterne Vernunft des geschäftlich denkenden Amerikaners, dass eine allzugrosse Kontrolle der Verwaltung die initiative Dynamik und Konkurrenzfähigkeit rauben würde, welche die amerikanische Wirtschaft zum Erfolg geführt hat.

Jeder Vergleich ist gefährlich. Die amerikanische Lehre nimmt der politischen Analogie zuliebe wohl eine zu weitgehende Simplifikation der Verhältnisse in Kauf. Die amerikanische Aktiengesellschaft ist nach weitverbreiteter Überzeugung um des Unternehmens willen da⁹³. Der moderne Kleinaktionär interessiert sich für die Dividende und allenfalls die spekulative Natur seiner Beteiligung⁹⁴. Im übrigen hält er sich für unerfahren und überlässt die Geschäftsführung und alle damit zusammenhängenden Fragen gerne der sachverständigen Verwaltung⁹⁵. Trotz alledem dürfte der Publikumsaktionär grundsätzlich Interesse an den Angelegenheiten der Gesellschaft nehmen. Er vertraut den fachmännischen Fähigkeiten der Verwaltung, möchte sich jedoch gegen allfällige Missbräuche schützen können. Die SEC will ihm daher die Überzeugung und Gelegenheit vermitteln, in diesem Sinne praktisch wirksam auf das gesellschaftliche Geschehen Einfluss nehmen zu können⁹⁶.

92 Für obiges vgl. Caplin 194f.

93 Fehlmann 28; vgl. für eine grundsätzliche Ablehnung des demokratischen Prinzips die grundlegenden Ausführungen von Prof. Dr. P. Jäggi in Die schweizerische Aktiengesellschaft Nov. 1958 «Ungelöste Fragen des Aktienrechts»; insbes. p. 73 ff.

94 Der typische Kleinaktionär darf nicht ohne weiteres dieselben Rechte in Anspruch nehmen wie sein Vorgänger als Partner einer Familiengesellschaft. Wer die Wiederherstellung der Rechte «des» Aktionärs propagiert, übersieht, dass der Inhalt des Begriffes Aktionär grossen Wandlungen unterworfen war.

95 Berle & Means 141.

96 Der vorstehende Exkurs erscheint notwendig, um eine einigermaßen zuverlässige Vorstellung von den tatsächlichen und ideellen Hintergründen der shareholder democracy und den Zielen der Securities Gesetzgebung zu vermitteln. Der Verfasser möchte im Interesse einer objektiven Darstellung davon absehen, persönlich positiv oder negativ zu den Ideen der shareholder democracy Stellung zu nehmen.

Die SEC suchte die shareholder democracy im Rahmen des Möglichen zu verwirklichen, indem sie das Stimmrecht in geeigneter Weise ausgestaltete und mit einem genügenden Aufschlussrecht verband und indem sie ausserdem dafür sorgte, dass der Aktionär eigene Anträge einbringen und durch selbständige solicitation unterstützen konnte.

Im einzelnen liess sie sich von folgenden Postulaten leiten⁹⁷:

1. dem Aktionär als Grundlage für eine vernünftige Ausübung des Stimmrechts ein Recht auf genügenden Aufschluss über die Gesellschaftsangelegenheiten im allgemeinen und die Traktanden der nächsten Generalversammlung im besonderen zu gewährleisten. Jeder solicitor wird zur Erteilung vorgeschriebener Informationen verhalten (disclosure, information)⁹⁸.
2. Irreführende und missbräuchliche Praktiken bei der Bewerbung um Vollmachten — besonders seitens der Verwaltung — durch eine geeignete genügende Kontrolle⁹⁹ mit zivil- und strafrechtlichen Sanktionen auszuschliessen.
3. dem Aktionär zu ermöglichen, bei den vorgeschlagenen Traktanden für jedes Geschäft¹ gesondert zu entscheiden, ob der Bevollmächtigte positiv oder negativ stimmen solle, dies um die nach bisheriger Praxis allgemein verbreiteten unbeschränkten Vollmachten auszuschalten².
4. ihm praktisch wirksame Mittel in die Hand zu geben, um mit den übrigen Aktionären in Gesellschaftsangelegenheiten Kontakt aufzunehmen (communications among shareholders), sich selbständig um ihre Stimmen für eigene Vorschläge oder Kandidaten zu bewerben (Rule X-14A-7, solicitation) und/oder ihnen selbstgewählte Sachtraktanden im Proxy Statement der Verwaltung zur Abstimmung zu unterbreiten³ (shareholder's proposals). Damit sollte das bisherige faktische

97 Emerson & Latham 8, 145 f.; Caplin 74, 77 f.; Ballantine 413 f.

98 18 SEC Annual Report 59; Rule X-14A-3.

99 Insbesondere gestützt auf die Vorlegungspflicht, siehe p. 100.

1 Ausgenommen bei Wahlen: Rule X-14A-4(b) Seventh Annual Report SEC (1941) 232-234;

2 Und um das staatliche Recht zu korrigieren, welches keine Anweisungen an den Vertreter erlaubt, Caplin 70.

3 Nicht aber Wahlvorschläge [Rule X-14A-8].

Monopol der Verwaltung in diesen Belangen gebrochen und die shareholder democracy gefördert werden.

Die SEC ist der Verwirklichung dieses Programms dank ihrer verschiedentlich revidierten proxy regulation und konsequenten Praxis recht nahe gekommen.

Jedenfalls betrachtet sie selber im Verein mit der Lehre die von ihr auf Grund der proxy regulation geleistete Arbeit als ihren erfolgreichsten Beitrag im Rahmen der Securities Gesetzgebung, was die Postulate der shareholder democracy und der Gesundheit des Wertpapiermarktes anbetrifft⁴.

Bevor in der Folge auf die proxy regulation im einzelnen eingetreten werden kann, muss zunächst der Begriff solicitation oder Bewerbung geklärt werden. Die Bewerbung um Vollmachten für die Ausübung des Stimmrechts ist Anknüpfungspunkt und Schlüssel für die bundesrechtliche Ordnung. Ohne solicitations gibt es gemäss geltendem Recht weder Aufschluss- noch Stimm- und Antragsrecht im Sinne der proxy regulation. Die Begriffsdeutung wird ergänzt durch eine Übersicht über die praktischen Methoden der Bewerbung um Vollmachten.

Anschliessend wird die Ausgestaltung des Vollmachtsformulars (proxy form) gemäss den Vorschriften der proxy regulation dargestellt. Form und Inhalt der Vollmacht sollen nach Ansicht der SEC schon an und für sich einen gewissen Schutz des Aktionärs gewährleisten.

Der folgende Abschnitt befasst sich mit Art, Umfang und Form der Aufschlüsse, welche dem Aktionär von jedem Bewerber durch das proxy statement und andere Werhematerialien vermittelt werden müssen.

Ein Überblick über die der SEC zur Verfügung stehenden Kontrollmittel zur Prüfung der formellen und materiellen Einhaltung der Aufschlussvorschriften, insbesondere über die Pflicht zur Einreichung aller für eine Bewerbung verwendeten Unterlagen (proxy material), leitet über zur fraude rule, welche jegliche Irreführung in der Bewerbung um Vollmachten untersagt, und zu einer Zusammenstellung der Rechtsbehelfe, welche der Durchsetzung der durch die proxy regulation gewährleisteten Rechte dienen können.

Den Abschluss bilden die proposal rule, welche die Verwaltung verpflichtet, Sachanträge des Aktionärs in ihr proxy statement aufzunehmen,

⁴ Vgl. SEC 10th Annual Report 52 sowie SEC Report on a proposal to safeguard investors in unregistered securities, H. R. Doc. No. 672, 79th Cong. 2d Sess. 18, 1946.

und die communication rule, welche dem Aktionär die Durchführung eigener Bewerbungen und Stimmrechtskämpfe ("proxy fights oder contests") ermöglicht.

2. Der Begriff der solicitation⁵

a) Begriff

Der Begriff solicitation wird von Weissenstein wie folgt definiert: "to solicit, the solicitation, ... I. (1) sich um etwas bemühen, bewerben: ... II. (1) Bewerbung".

Der Bundesgesetzgeber hat als Anknüpfungspunkt für seinen Eingriff in das Aktienrecht die proxy solicitation gewählt, weil die Bewerbung um Stimmvollmachten eine Schlüsselstellung für die postulierte shareholder democracy einnimmt. Da der moderne Kleinaktionär sich aus praktischen Gründen nicht mehr an die Generalversammlung hegeben kann und die persönliche Einsicht in die Gesellschaftsangelegenheiten eingebüßt hat, wird die Generalversammlung durch die Bewerbung um Stimmvollmachten gleichsam an ihn herangetragen. Durch den Ausbau dieser Phase der Beziehungen zwischen Gesellschaft (bzw. Verwaltung) und Aktionären versuchte der Bund mit einigem Erfolg das Aufschluss- und Mitspracherecht der Gesellschafter wiederherzustellen. Obwohl die 'proxy solicitation' auf den ersten Blick als eine rechtlich einfach erfassbare Tatsache erscheint, hat doch die Vielfalt der amerikanischen Praxis die SEC zu einer umständlichen Begriffsumschreibung gezwungen (Rule X-14A-1):

"... Solicitation. The term 'solicitation' includes (1) any request for a proxy whether or not accompanied by or included in a form of proxy, (2) any request to execute or not to execute, or to revoke, a proxy, or (3) the furnishing of a form of proxy to security holders under circumstances reasonably calculated to result in the procurement of a proxy. The term does not apply, however, to the furnishing of a form of proxy to a security holder upon the unsolicited request of such security holder, the performance by the issuer of acts required by Rule X-14A-7, or the performance by any person of ministerial acts on behalf of a person soliciting a proxy." ...

⁵ Aranow & Einhorn 87.; Emerson & Latham 24f.; Caplin 85f., insbes. 88f.; Bernstein, Sheldon E. and Fischer, Henry G., The Regulation of the solicitation of proxies, 7 U. of Ch. L. Rev. 226, 1940.

Der gegenwärtige Wortlaut der Definition ist die Frucht verschiedener Revisionen, welche auf Erfahrungen in der administrativen und gerichtlichen Praxis zurückgehen.

Die Verordnung ist unabhängig davon anwendbar, ob die Bewerbung in schriftlicher oder in mündlicher Form erfolgt; (vgl. Rule X-14A-9). So fallen auch die sogenannten hotel room transactions darunter, welche auf rein persönlicher Verbindungsaufnahme beruhen⁶. Die 1956 neu erlassene Rule X-14A-6 (g) bezieht sich auf "soliciting material in the form of speeches and radio or television scripts"⁷.

Der Gesetzestext zeigt die Tendenz der SEC, alle Handlungen zu erfassen, welche in irgendeiner konkludenten Weise darauf abzielen, die Stimmen der Aktionäre zu erlangen. Um alle Umgehungsversuche auszuschalten, sind seit 1942 auch Gesuche eingeschlossen, welche die Nichterteilung oder Widerrufung einer Vollmacht an eine andere Partei zum Gegenstand haben.

Eine der nmstrittensten Auslegungsfragen bestand in der Scheidung der der Verordnung unterworfenen eigentlichen solicitations von blossen Mitteilungen an die Aktionäre, welche oft einen anscheinend völlig tendenzlosen Charakter aufweisen, tatsächlich aber doch schon der Vorbereitung einer Proxy-Kampagne oder der Abklärung der Erfolgschancen dienen. Einen wesentlichen Beitrag zur Lösung dieser Interpretationsprobleme leistete insbesondere eine Reihe von Gerichtsfällen, an welchen ein dadurch berühmt gewordener Aktionär namens Okin beteiligt war⁸. Er ersuchte seine Mitaktionäre brieflich, der Verwaltung keine Vollmachten zu erteilen bzw. dieselben zu widerrufen, bewarb sich aber selbst nicht darum. Das Bundesappellationsgericht folgte der Meinung der SEC, indem es in einer bahnbrechenden Entscheidung das Schreiben Okins als "a first step in an admitted program of requesting proxies" und als "part of a continous plan ending in solicitation" qualifizierte, obwohl das von Okin nirgends ausdrücklich gesagt worden war⁹. Durch die Revision von 1942 wurde daher "any request . . . not to execute, or to revoke, a proxy" als solicitation bezeichnet. 1956 beseitigte die SEC alle allfälligen Zweifel indem sie ihre Verordnung durch authentische Interpretation auch auf "any person . . . who intends to solicit proxies" anwendbar erklärte¹⁰.

6 US v. Darby, 312 U.S. 100, 1941; American Power & Light Co. v. SEC, 329 U.S. 90, 1946.

7 Sec. Exch. Act Release No. 5276.

8 Vgl. auch Loss 272 und 542.

9 SEC v. Okin, 132 F.2d, 784, 786 (2dCir. 1943).

10 Sec. Exch. Act Release No. 5276, Jan. 17, 1956.

Die Praxis ist reich an Tatbeständen, welche auf Grund dieser Auslegung eigentlich als solicitation behandelt werden müssten, aber mehrheitlich noch nicht gerichtlich beurteilt wurden. Emerson & Latcham¹¹ erwähnen beispielsweise die als Stimmungsmache für wichtige record owners wie Makler, Banken usw. veranstalteten cocktail parties, das Angebot verbilligter Produkte der Firma durch die Verwaltung an die stimmberechtigten Aktionäre, Inserate durch «neutrale» Strohleute, Aufzucht für die Gründung von Aktionärausschüssen usw.

Rule X-14A-1 schliesst drei Tatbestände ausdrücklich von der Definition des Begriffs solicitation aus:

- die Abgabe von Vollmachtsformularen an einen Aktionär auf dessen nicht provoziertes Ersuchen
- Handlungen nach Rule X-14A-7, welche die Verwaltung verpflichtet, Bewerbungsmaterialien der Aktionäre weiterzuleiten (Communication rule)
- Ausführung rein ausübender Funktionen eines Angestellten für einen auftraggebenden solicitor.

Ausserdem erwähnt Rule X-14A-2 sieben Gruppen von solicitations, welche nicht unter die proxy rules fallen¹².

- i) Solicitations gegenüber höchstens zehn Personen, sofern sie nicht von der Verwaltung ausgehen¹³. Diese Ausnahme ist notwendig, um eigene Bewerbungen der Aktionäre in Opposition zur Geschäftsleitung im Interesse der shareholder democracy nicht zu entmutigen. Andernfalls würden wohl Kontaktnahmen und Vorbesprechungen von Aktionären sowie die Bildung von Ausschüssen als «first steps» behandelt.
- ii) die zweite Ausnahme bezieht sich auf Titel, welche von Banken, Maklern usw. treuhänderisch für Dritte im sogenannten street name innegehabt sind¹⁴. Die betreffenden Personen sollen unter gewissen Voraussetzungen Vollmachten oder Weisungen von den wahren Eigentümern der Titel einholen können, ohne an die Vor-

11 Emerson & Latcham, Further Insight into more effective stockholder participation: The Sparks-Withington Proxy Contest. 60 Yale L.J. 429, 438f., 445, 1951.

12 Aranow & Einhorn 95f.; Emerson & Latcham 25f.; Caplin 95f.

13 Aranow & Einhorn 96f.; Emerson & Latcham 26.

14 Caplin 96f.; Emerson & Latcham 26f.; Aranow & Einhorn 212f.

schriften der proxy regulation gebunden zu sein. Der «intermediate solicitor» darf jedoch die Stimmabgabe des beneficial owner nicht beeinflussen, wenn er von der Ausnahme profitieren will¹⁵. Es ist an dieser Stelle daran zu erinnern, dass die SEC bisher von ihrer Kompetenz gemäss Sec. 14 (b) des Securities Exchange Act, die Beziehungen zwischen treuhänderischen Besitzern der erwähnten Art und den eigentlichen Aktionären zu regeln, keinen Gebrauch gemacht hat.

- iii) Als Gegenstück zu (ii) gewährt diese Ausnahme dem beneficial owner das Recht, dem im Aktienbuch eingetragenen record holder Instruktionen über die Stimmabgabe zu erteilen oder von ihm eine Vollmacht zu verlangen, ohne die Vorschriften der proxy regulation einzuhalten¹⁶.
- iv-vi) Diese Ausnahmen betreffen Fälle von solicitations welche der Aufsicht der SEC schon auf Grund der Bestimmungen eines der übrigen Securities-Gesetze oder einer Verordnung unterstehen¹⁷.
- vii) Solicitations in Form von Zeitungsinseraten, welche die Titelinhaber über Bezugsquellen von Vollmachtsformularen und Unterlagen über die Abstimmungsgegenstände orientieren und lediglich den Namen der Gesellschaft, die Gründe für das Inserat und die Traktanden erwähnen. Es handelt sich um die sogenannten tombstone ads (kurz für advertisement)¹⁸. Der Name rührt von der Knappheit des Inhalts her. Die Ausnahme erwies sich als notwendig, weil die Kosten einer vollständigen Publikation des proxy statement in Zeitungen prohibitiv wären und andererseits auf das weitverbreitete Medium der Presse bei proxy solicitations kaum verzichtet werden kann. Immerhin handelt es sich um keine echte Ausnahme, da im Grunde genommen nur auf die Abstimmung und auf die Bezugsmöglichkeit von Unterlagen hingewiesen wird. Dieselben unterstehen der ordentlichen Kontrolle der SEC.

15 Exchange Act Releases 4668, 4775; 'beneficial owner', siehe p. 34, 47, 84, 143.

16 Emerson & Latham 26f.; Aranow & Einhorn 212f.; Es ist natürlich am einfachsten für den beneficial owner, eine Vollmacht vom eingetragenen und gegen aussen legitimierten Aktionär zu verlangen.

17 Aranow & Einhorn 98; Emerson & Latham 28; Caplin 99f.

18 Emerson & Latham 29f.; Caplin 100f. Die gleiche Ausnahme wird im Securities Exchange Act, Section 2(10)(b) für Prospekte gemacht.

b) Die praktische Durchführung der solicitation

Die Praxis hat eine Vielfalt von Methoden zur Durchführung von proxy solicitations hervorgebracht¹⁹. Die regelmässige und einfachste Unterstützung einer Bewerbung bildet das sogenannte proxy statement, welches im Geltungsbereich der proxy regulation zwingend vorgeschrieben ist. Es wird den Aktionären im allgemeinen zusammen mit einem vorgedruckten Vollmachtsformular unterbreitet, häufig in Form vorfrankierter Postkarten.

Im allgemeinen ist die Verwaltung für einen Stimmrechtskampf viel besser gerüstet als die Opposition. Ihr steht eine ausgebildete Angestelltenschaft und ein modern eingerichteter Bureauapparat zur Verfügung. Dazu kommt in vielen Fällen ein redegewandter Vertreterstab. Die Direktion unterhält gute Beziehungen mit wichtigen Aktionären sowie mit Banken und Maklerfirmen, deren Vollmachten für street name Aktien²⁰ oft das Zünglein an der Waage bilden. Mehr ins Gewicht als alle übrigen Faktoren fällt für die Verwaltung, dass sie gesellschaftseigene Mittel für ihre Werbung heranziehen kann. Die Opposition muss demgegenüber ein beträchtliches Handicap wettmachen und kann nur mit gut fundierten Argumenten durchdringen. Es ist gelegentlich versucht worden, die Inanspruchnahme von Organisation und Kasse der Gesellschaft gerichtlich anzufechten — ohne Erfolg — offenbar weil weder das staatliche noch das Bundesrecht ein diesbezügliches Verbot kennen, und die proxy rules lediglich die Aufschlusspflicht gemäss Schedule 14A Item 3(b) (2) und allenfalls Schedule 14 B (über participants) vorsehen. Im übrigen zeichnet sich eine Tendenz der Gerichtspraxis ab, eine erfolgreiche Opposition für die Kosten der Bewerbung aus Gesellschaftsmitteln zu entschädigen²¹.

Die wachsende Bedeutung von Stimmrechtskämpfen, die allmähliche Schulung der Aktionäre als corporate citizens der shareholder democracy und die damit verbundene Wiederbesinnung auf ihre Rechte hat im Verein mit den oftmals grossen Schwierigkeiten der Bewerbung dem Auftreten von herufsmässigen proxy solicitors gerufen²². Die Dienste dieser meistens gesellschaftlich organisierten Spezialisten werden vor allem in eigentlichen Stimmrechtskämpfen herangezogen, aber auch in Fällen, wo die Mobilisierung eines gewissen Quorums oder einer bestimmten

19 Aranow & Einhorn 204 f.

20 Vgl. p. 34, 47, 82; vgl. über die Bedeutung des Aktienbuches bzw. des Aktionärverzeichnis p. 126 f.

21 Vgl. p. 132 f.

22 Aranow & Einhorn 230 f.

Mehrheit unbedingt erforderlich ist. Im allgemeinen bemühen sich zwar beide Parteien aus Gründen der Kostenersparnis ohne proxy solicitors auszukommen. In umstrittenen Fällen verfügen jedoch weder die Verwaltung noch die Opposition über genügende public relations und die nötige Organisation, um die Aktionäre aus ihrer lange geübten Apathie aufzurütteln oder sie von einer einmal gewählten Haltung abzubringen.

Proxy soliciting firms sind dank ihres Mitarbeiterstabes in der Lage, gründlich geplante Kampagnen zu organisieren²³. Als Vorbereitung werden zunächst sämtliche Aktionäre nach geographischen, beruflichen und beteiligungsmässigen Gesichtspunkten klassifiziert. Darauf wird mit allen verfügbaren Mitteln des persönlichen und schriftlichen Kontaktes²⁴ an sie herangetreten, um sie zur Erteilung oder zum Widerruf von Vollmachten zu veranlassen. Die Kosten sind dementsprechend meistens sehr hoch, der Erfolg geringer, weil sich in der Regel die Anstrengungen der sich gegenüberstehenden Firmen einigermassen kompensieren. Schedule 14 A, Item 3 (b) (3) statuiert die Aufschlusspflicht über die Beauftragung von proxy solicitors, Item 6 (d) über die ihnen erteilten Weisungen.

Besondere Regeln gelten für solicitations durch die Presse und andere Mittel der öffentlichen Meinungsbildung²⁵, deren Inanspruchnahme insbesondere bei Stimmrechtskämpfen in grossen Gesellschaften unentbehrlich und überdies der modernen Mentalität angepasst ist. Inserate und Separatabzüge von Zeitungsartikeln sowie von Radio- und Televisionsendungen, welche an die Aktionäre versandt werden, üben nicht zuletzt dank der notorischen Suggestivwirkung von „neutralem Schwarz auf Weiss“ einen nicht zu unterschätzenden Einfluss aus. Solche Dokumentation unterliegt den ordentlichen Bestimmungen der proxy regulation hinsichtlich Vorlegungspflicht usw. (Rules X—14 A—9 und 11 (h)). Ausgenommen sind lediglich die sogenannten tombstone ads.

Komplizierter als die Bewerbung um die Stimme der im Aktienbuch eingetragenen ordentlichen Aktionäre gestaltet sich die solicitation bei sogenannten street name Aktien, welche treuhänderisch auf den Namen von Börsenmaklern, Banken etc. registriert sind²⁶. Nach einer Studie über die Eigentumsverhältnisse an Aktien²⁷ beträgt der Anteil von street name

23 Vgl. die Broschüre einer solchen Firma: Georgeson & Co., What we do -- how we do it, 1949.

24 Telegramm, Telefon, Besuch per Auto und Flugzeug etc.

25 Aranow & Einhorn 242 f.

26 Aranow & Einhorn 212 f.

27 Trends in Management-Stockholder Relations, Georgeson & Co., Sept. 1954.

common stock bei 27 ausgewählten Gesellschaften durchschnittlich 23% bzw. 24,9% der Aktien- bzw. Aktionärzahl.

Anlässlich des berühmten New York Central Railroad Stimmrechtskampfes von 1954 zwischen Young und White ergaben sich beispielsweise folgende Zahlen:

	Aktien	
	Young	White
Kandidaten für den Verwaltungsrat	1.091.000	106.000
Makler	1.070.000	652.000
Banken	60.000	170.000
Aktionäre		
1— 99 Aktien	170.000	319.000
100—499 Aktien	591.000	626.000
mehr als 500 Aktien	423.000	467.000 ²⁸

In Anbetracht der Bedeutung des von Maklerfirmen nominell vertretenen Aktienkapitals hat die SEC die solicitation in solchen Fällen einer eingehenden Sonderregelung unterworfen. Da der im Aktienbuch eingetragene Makler formell zur Stimmrechtsausübung berechtigt ist, hat sich die Bewerbung um die Vollmacht an ihn zu richten. Der Makler ist jedoch — mit gewissen Ausnahmen — verpflichtet, von seinem beneficial owner-Klienten Weisungen über die Ausübung einzuholen. Die solicitation wickelt sich daher in zwei Phasen ab, einerseits zwischen Bewerber und Makler nach den ordentlichen Bestimmungen der proxy regulation, andererseits zwischen Makler und Eigentümer unter Befreiung von diesen Vorschriften²⁹. Diese Erleichterung greift nicht Platz, sofern sich der Makler aktiv in die Bewerbungskampagne einschaltet und dem Aktionär eine bestimmte Stimmabgabe nahelegt.

Verwehrt ist dem Makler die selbständige Ausübung des Stimmrechts oder eigenmächtige Erteilung der Vollmacht. Zwar hat die SEC die Ausführungsverordnung für Section 14 (b) des Securities Exchange Act, welche diesen Grundsatz aufstellt, noch nicht erlassen. Die Rechtslage ist

28 Trends in Management-Stockholder Relations, Georgeson & Co., Sept. 1954.

29 Sofern die Voraussetzungen von Rule X-14A-2(b) erfüllt sind, siehe p. 82.

aber unbestritten und findet ihren Ausdruck auch in den Börsenstatuten³⁰. Ausgenommen sind lediglich diejenigen Fälle, in welchen der Aktien-eigentümer seine Weisungen für die Stimmabgabe nicht innert gesetzter Frist erteilt hat, und der Makler überdies keine Kenntnis davon hat, dass ein Stimmrechtskampf ausgetragen oder dass über ein Traktandum abgestimmt werden wird, welches die Grundrechte des Aktionärs beeinträchtigen könnte³¹. In der Praxis werden diejenigen Teile der Vollmacht, welche umstrittene oder Grundrechte tangierende Traktanden betreffen, von den Maklern oft als ungültig ausgestrichen. Dies hat zur Folge, dass die Vollmacht für die restlichen Geschäfte und insbesondere zwecks Erreichung des Quorums verwendet werden kann. Es handelt sich um eine Gesetzeslücke, deren Konsequenz es den Maklern entgegen dem Sinn des Gesetzes erlaubt, einer Partei von, wenn auch beschränktem Nutzen zu sein³².

In vielen Fällen gleicht die Lage der Banken³³ derjenigen der Makler. Als Depositäre oder Treuhänder sind sie im Aktienbuch eingetragen und formell stimmberechtigt. Obwohl die Banken oft recht bedeutende Aktienpakete als solche record owners vertreten, erreichen sie das Quantitativ der Makler bei weitem nicht. Weder die SEC noch die Börsenverwaltungen haben es deshalb für nötig befunden, für die Banken analoge Regeln wie für die Makler aufzustellen. Es hat sich jedoch eine mehrheitlich befolgte Praxis der Banken herausgebildet, im Falle von treuhänderischem Besitz die wahren Eigentümer nicht zu Rate zu ziehen, während von den direkten Deponenten Weisungen im Gegensatz zu europäischen Gepflogenheiten eingeholt werden³⁴.

Abschliessend sei darauf hingewiesen, dass die für die solicitation verwendeten Unterlagen, das sogenannte proxy material, der SEC zur

³⁰ New York Stock Exchange Rules 870ff., American Stock Exchange Rules 575ff.

³¹ aao. Rule 872.

³² Aranow & Einhorn 220.

³³ Aranow & Einhorn 227: «In custody accounts, the bank holds the stock as custodian or nominee for the real or beneficial owner; in fiduciary accounts... as executor... of an estate or as trustee... of a trust». Im oben erwähnten New York Stimmrechtskampf waren 4% der Aktien im Namen von Banken eingetragen.

³⁴ Aranow & Einhorn 228f; Banken, Makler, beteiligte Lieferanten usw. haben im übrigen normalerweise die Tendenz, die Verwaltung zu unterstützen. Vgl. die Neuregelung des Bankenstimmrechts durch die deutsche Aktienrechtsreform, welche die Einholung von Weisungen vorschreibt.

Prüfung eingereicht werden müssen³⁵. Die Kommission hat sie vor allem auf ihre Übereinstimmung mit den Grundsätzen der 'fraud rule' X-14A-9 zu kontrollieren.

3. Das Stimmrecht gemäss Vollmachtsformular der proxy regulation³⁶

Während das staatliche Aktienrecht in der Regel lediglich verlangt, die proxy müsse in Schriftform gekleidet sein und deutlich die Begründung eines Vertretungsverhältnisses für die Stimmrechtsausübung zum Ausdruck bringen³⁷, unterliegen Form und Inhalt der Vollmacht im Geltungsbereich der proxy regulation den besonderen Vorschriften von Rule X-14A-4.

Nach lit. (a) dieser Bestimmung hat die Vollmacht in Fettdruck anzugeben, ob die solicitation für die Verwaltung durchgeführt wird. Die SEC will den Aktionär vor jeder diesbezüglichen Irreführung bewahren.

Lit. (a) schreibt ferner die deutliche Bezeichnung einer für die Datierung ausgesparten Stelle vor. Nach staatlichem Recht annulliert eine später ausgestellte Vollmacht die frühere, auch wenn diese als unwiderruflich bezeichnet wird. Um diese Konsequenz zu vermeiden und die Aktionäre möglichst weitgehend in die Hand zu bekommen, hatten sich die Verwaltungen vor Erlass der Securities Gesetzgebung in der Regel um undatierte oder auf den Versammlungstag nachdatierte Vollmachten beworben. Diese Praxis wird jetzt durch Rule X-14A-10 unterbunden³⁸, und Rule X-14A-4 (a) sorgt dafür, dass die Wichtigkeit des Datums dem Aktionär auch optisch deutlich wird.

Schliesslich verlangt lit. (a) eine klare und unparteiische Darstellung und Erklärung der Traktanden, unabhängig davon, ob dieselben durch die Verwaltung oder die Aktionäre unterbreitet werden. In diesem Zusammenhang sind lit. (b) und (c) von grösstem Interesse. Danach soll das Vollmachtsformular dem Aktionär die Möglichkeit bieten, für jedes einzelne Traktandum³⁹ unabhängig eine positive oder negative freigewählte Stimmabgabe vorzuschreiben. Damit wurde das früher oft erzwungene straightticket voting ausgeschlossen, welches nach staatlichem Recht

35 Rules X-14A-6 und -11.

36 Aranow & Einhorn 140 ff.; Emerson & Latham 40f.; Caplin 20ff.

37 Siehe p. 61f.

38 Exchange Act Release 4668 p. 4.

39 Bedauerlicherweise mit Ausnahme von Wahlen.

üblich war, weil mit der Vollmacht keine Weisungen über die Stimmabgabe verbunden werden konnten⁴⁰.

Es steht der Verwaltung im übrigen frei, auf dem Vollmachtsformular in knapper Form festzuhalten, welche Haltung sie gegenüber den einzelnen Traktanden einnimmt. Es ist ihr jedoch untersagt, die Aktionäre in irgendeiner Weise zur positiven oder negativen Stimmabgabe zu beeinflussen, sei es durch Druck, Irreführung oder Versprechungen⁴¹.

Lit. (e) legt die Verpflichtung des solicitor fest, die von ihm erlangten Vollmachten in der Generalversammlung tatsächlich weisungsgemäss zu vertreten. Damit werden die früher üblichen Praktiken verhindert, mit denjenigen Vollmachten, welche entgegen den Wünschen des Bewerbers ausgefüllt wurden, ganz einfach nicht an der Abstimmung teilzunehmen oder sie nur zwecks Erreichung des Quorums zu benutzen⁴².

Sollte sich der Aktionär nicht für eine bestimmte Stellungnahme hinsichtlich eines Traktandums entscheiden, so kann der Bewerber nach freiem Ermessen stimmen, sofern er sich dieses Recht auf dem Vollmachtsformular fettgedruckt vorbehalten hat (lit. b).

Nach lit. (c) gewährt eine unterschriebene Vollmacht dem solicitor Stimmfreiheit auch für Geschäfte, welche aus nicht voraussehbaren Gründen vor die Generalversammlung gebracht werden, nachdem die Traktandenliste bereits versandt war. Dasselbe gilt für von Aktionären vorgeschlagene Traktanden, welche nach Rule X-14A-8(c) nicht ins proxy statement aufgenommen werden.

Schliesslich beschränkt lit. (d) die Gültigkeit der Vollmacht im Gegensatz zum staatlichen Recht auf die nächste Generalversammlung, und erklärt jede proxy für unwirksam, sofern der vorgeschlagene Kandidat kein «bona fide nominee» ist. Dadurch wird eine bestimmte Art von Missbräuchen bekämpft, wonach die als Verwaltungsräte gewählten Stroh männer sofort nach der Wahl zugunsten der offenbar weniger populären wahren Interessengruppe demissionieren⁴³.

Als Zusammenfassung und Illustration sei eine den Vorschriften der proxy regulation entsprechende Vollmacht für die Generalversammlung der Alaska Airlines, Inc. vom 6. August 1957 wiedergegeben:

40 Emerson & Latham 41, Caplin 70.

41 Sec. Exchange Act Release No. 4185, Nov. 5 1948.

42 Lizars v. Dahlberg, Unreported Opinion, Supreme Court of Baltimore City, Docket 1944, folio 264, May 22, 1944.

43 Wyatt v. Armstrong, 59 N. Y. S. 2d 502 [Sup Ct. 1945].

VORDERSEITE

FIRST CLASS
Permit No. 4665
Seattle, Wash.

BUSINESS REPLY CARD

No Postage Stamp Necessary if Mailed in the United States

4c - Postage will be paid by -

ALASKA AIRLINES, Inc.

2320 Sixth Avenue

SEATTLE 1, WASHINGTON

RÜCKSEITE

PROXY ALASKA AIRLINES, Inc.

The UNDERSIGNED, hereby appoints CHARLES F. WILLIS, Jr. and ROBERT J. NORRIS, and each of them with power of substitution to each, as proxies to vote in the name, place and stead of the undersigned at the annual meeting of the stockholders of ALASKA AIRLINES, Inc., to be held at its principal corporate office, 2320 Sixth Avenue, Seattle, Washington, on August 6, 1957, and at any and all adjournments thereof, in the matter of the election of directors, the approval or disapproval of stock options granted the President by the Board of Directors, and in the transaction of any other business which properly may come before said meeting, according to the number of votes and as fully as the undersigned would be entitled to vote if personally present.

Said proxies, or any of them, and any substitute or substitutes, are hereby directed to ... APPROVE ... DISAPPROVE the granting of stock options to Mr. Charles F. Willis, Jr. as more fully described in the accompanying Proxy Statement. IF THE UNDERSIGNED FAILS TO SPECIFY ABOVE HOW THE VOTES COVERED HEREBY ARE TO BE VOTED ON THIS MATTER, THEY SHALL BE VOTED IN FAVOR OF GRANTING THE STOCK OPTIONS.

IT IS INTENDED THAT THIS PROXY SHALL CONFER DISCRETIONARY AUTHORITY AS TO ALL OTHER MATTERS COMING BEFORE THIS MEETING.

THIS PROXY IS SOLICITED ON BEHALF OF THE MANAGEMENT.

Dated 1957.

Signature

[Name und Adresse]

NOTE: Please sign exactly as name is stencilled hereon. When signed as attorney, executor, administrator, trustee or guardian, please give full title as such. If signer is a corporation, please sign in full corporate name by authorized officer and attach corporate seal.

(Stockholders who are present at the meeting may withdraw their proxy and vote in person if they so desire.)

4. *Das Aufschlussrecht nach proxy regulation und das proxy statement*⁴⁴

Rule X-14A-3(a) verpflichtet jeden Bewerber, dem Aktionär vor oder mit seiner solicitation ein schriftliches sogenanntes proxy statement vorzulegen, welches die durch Schedule 14A und 14B vorgeschriebenen Aufschlüsse vermittelt. Eine Werbung ohne vorherige Vorlage des proxy statement an Aktionäre und SEC (Rule X-14A-6) ist unzulässig und wird von der Kommission unterbunden.

Die Vorschrift bildet den Schlüssel für die relativ erfolgreiche bundesrechtliche Ordnung des Aufschlussrechts und dessen nähere Ausgestaltung durch die Rules X-14A-3, -5 und -11 sowie durch die Schedules 14A und 14B. Es handelt sich um eine der wirkungsvollsten Bestimmungen der proxy regulation⁴⁵.

Das proxy statement muss dem Aktionär nach Rule X-14A-3(a) vor oder gleichzeitig mit der solicitation unterbreitet werden. Bei der Analyse dieses Begriffes ist auf dessen weite Auslegung durch die Gerichts- und Verwaltungspraxis hingewiesen worden, vor allem auch auf den Fall Okin. Danach werden vorbereitende Mitteilungen an die Aktionäre und ähnliche first steps als solicitations qualifiziert. Diese weite Interpretation gilt insbesondere für den Umfang der Einreichungspflicht von Bewerbungsunterlagen an die SEC. Sie wird eingeschränkt im Anwendungsbereich von Rule X-14A-3(a), d. h. für die Vorlegungspflicht des proxy statement an die Aktionäre. Die SEC hat bis jetzt stets darauf verzichtet, die Unterbreitung eines proxy statements an die Aktionäre zu verlangen,

44 Aranow & Einhorn 157ff.; Emerson & Latham 31f.; vgl. über das Aufschlussrecht im allgemeinen p. 43f.

45 'The paramount feature of the proxy regulation' Emerson & Latham 31.

wenn dieselben lediglich mittels preliminary communication und noch nicht durch eigentliche Bewerbungen begrüßt wurden⁴⁶. Diese Praxis wurde durch die Revision von 1956 für Wahlkämpfe (election contests) ausdrücklich sanktioniert⁴⁷.

Infolgedessen wird das proxy statement dem Aktionär im allgemeinen erst mit dem Vollmachtsformular zugestellt⁴⁸.

Die Form des proxy statement wird bestimmt durch Rule X-14A-5, welche im Interesse einer möglichst zuverlässigen und klaren Orientierung der Aktionäre eine übersichtliche Anordnung, Unterteilung und Betitelung der erforderlichen Aufschlüsse vorschreibt und sogar Anweisungen über Druckart, Papiernorm usw. erteilt.

Für den Inhalt des proxy statement sind die Schedules 14A und 14B massgebend. Schedule 14A gruppiert die vorgeschriebenen Informationen in 21 Abschnitte (items), welche das gesetzliche Auskunftsminimum umfassen, und nach Wunsch oder Notwendigkeit ausgebaut und erweitert werden können.

Die Abschnitte 8-21 befassen sich mit bestimmten, häufig vorkommenden Geschäften von gewisser Bedeutung wie Fusionen, Pensionsplänen, Kapitalerhöhungen usw. Eine nähere Besprechung dieser Spezialprobleme erübrigt sich im Rahmen dieser Arbeit.

Nach Abschnitt 1 ist der Aktionär zu orientieren, ob und in welcher Weise er die von ihm erteilte Vollmacht widerrufen kann. Massgebend für die betreffende Rechtsbelehrung sind vor allem das anwendbare staatliche Recht und die Statuten.

Nach Abschnitt 2 ist dem Aktionär eine Übersicht über sein right of appraisal und ähnliche Rechtsbehelfe zu unterbreiten, welche ihm unter besondern Voraussetzungen nach verschiedenen Aktiengesetzen die Möglichkeiten bieten, ausgekauft zu werden, sofern er mit bestimmten Mehrheitsbeschlüssen nicht einverstanden ist (dissenting shareholder).

Abschnitt 3 befasst sich mit den Personen, welche die solicitation veranlassen und durchführen. Die 1956 neu geschaffene Section (b) ist anwendbar bei Stimmrechtskämpfen, welche die Wahl oder die Abbe-

46 "The commission has dealt with the problem administratively by requiring such advance statements to be filed and treated as proxy soliciting material, but has not insisted that the formal proxy statement be on file during this early stage." (Armstrong, J. Sinclair, *The SEC and Proxy Contests*, 182 Fin. & Com. Chron. 875, 888, Sept. 1, 1955.

47 Sec. Exch. Release No. 5276, Jan. 17, 1956.

48 Aranow & Einhorn 158.

rufung von Verwaltungsräten betreffen. Für alle übrigen solicitations ist Section (a) massgebend, d. h. auch bei unumstrittenen Wahlgeschäften. In beiden Fällen muss zunächst die direkte und indirekte Urhebererschaft der solicitation genau bezeichnet werden. Abweichende Anträge zu den einzelnen Traktanden durch eine Minderheit der Verwaltung sind nach Section (a) dem Aktionär mitzuteilen. Im übrigen muss u. a. Aufschluss erteilt werden über die Methoden der Werbung, über allfällige Vorträge mit berufsmässigen proxy solicitors und über das Ausmass und die Tragung der Bewerbungskosten.

Abschnitt 4 betrifft das persönliche Interesse der Beteiligten an den zur Abstimmung gelangenden Geschäften. 1956 wurde der Umfang der diesbezüglichen Auskunftspflicht insbesondere für Wahlkämpfe erweitert, während sie bei unumstrittenen solicitations eher begrenzt ist.

Absatz (a) regelt Stimmrechtskämpfe, welche nicht mit Wahlen verbunden sind, und verlangt genaue Angaben über die personellen Verhältnisse der Verwaltung oder Opposition einschliesslich der mit diesen Gruppen liierten Personen sowie über deren finanzielles oder anderweitiges direktes oder indirektes Interesse an allen zur Abstimmung gelangenden Geschäften.

Absatz (b) verweist für Wahlkämpfe auf die Bestimmungen von Formular 14B. Aufschluss muss über alle Beteiligten (participants) gegeben werden. Dieser Begriff umfasst nach ratio legis und Praxis nicht nur die offiziellen Kandidaten, sondern auch alle Hintermänner und Hilfspersonen⁴⁹.

Abschnitt 5 (a) will eine Aufstellung über sämtliche Aktienkategorien der betreffenden Gesellschaft und über die Stimmrechtsverhältnisse vermitteln,

lit. (b) verlangt Aufschlüsse über das record date, lit. (c) über das allfällige cumulative voting right, sofern Wahlen in den Verwaltungsrat zur Diskussion stehen, und lit. (d) über die Beteiligungsverhältnisse jedes Aktionärs, welcher nach Aktienbuch oder beneficially über mehr als 10% des Aktienkapitals verfügt. Diese Angaben müssen nach bestem Wissen und Gewissen gemacht werden, der Verwaltung obliegt eine gewisse Prüfungspflicht hinsichtlich derjenigen Aktien, welche von Maklern, Börsenagenten usw. treuhänderisch verwaltet werden. Solche Personen müssen die wahren Eigentumsverhältnisse nach Section 16 des Securities Exchange Act durch einen der Öffentlichkeit zur Verfügung

49 Rule X-14A-II(b), vgl. 58 unten.

stehenden Bericht der SEC mitteilen⁵⁰, so dass es der Verwaltung möglich ist, genaue Daten zusammenzustellen.

Abschnitt 6 befasst sich wie 4(h) mit solicitations für die Wahl von Verwaltungsräten. In der Praxis werden daher die unter beiden Titeln verlangten Auskünfte im proxy statement kombiniert⁵¹.

Tabellarisch muss für jeden neu aufgestellten oder wiederzuwählenden Kandidaten Aufschluss erteilt werden über:

- seine Identität, seine Amtsdauer und alle von ihm bekleideten Char-
gen bei der Gesellschaft,
- seine berufliche Tätigkeit in den letzten fünf Jahren insbesondere bei
der in Frage stehenden Gesellschaft (mit gewissen Ausnahmen),
- die Zahl der ihm direkt oder indirekt zustehenden Aktien der Gesell-
schaft und deren Tochtergesellschaften. Sollte er mit seinen asso-
ciates⁵² mehr als 10% besitzen, so sind die Eigentumsverhältnisse
aller Beteiligten genau zu spezifizieren,
- interne Vereinbarungen mit irgendwelchen Interessengruppen.

Abschnitt 7 ist anwendbar im Falle von Wahlen in den Verwaltungs-
rat und von einer Reihe von anderen Traktanden wie beispielsweise
Gewinnheteiligungs- und ähnlichen Verträgen für Verwaltungsräte, Di-
rektoren usw., Schaffung von Pensionsplänen etc., Gewährung von Be-
zugsrechten auf neu auszugehenden Aktien⁵³ für solche Personen.

50 Vgl. Rules X-16A-1 bis 10.

51 Aranow & Einhorn 174.

52 Rule X-14A-1 "Associates": "The term 'associate' used to indicate a relationship with any person, means (1) any corporation or organization (other than the issuer or a majority owned subsidiary of the issuer) of which such person is an officer or partner or is, directly or indirectly, the beneficial owner of 10 percent or more of any class of equity securities, (2) any trust or other estate in which such person serves as trustee or in a similar fiduciary capacity, and (3) any relative or spouse of such person, or any relative of such spouse, who has the same home as such person or who is a director or officer of the issuer or any of its parents or subsidiaries.

53 Um die hohen Einkommenssteuern (vgl. 122 N. 41) zu umgehen, werden den Direktoren nach weitverbreiteter Praxis als teilweiser Salärersatz Bezugsrechte (options) bei vorgesehenen Kapitalerhöhungen gewährt. Vgl. p. 43 Note 36.

- Anzugeben sind unter gewissen Voraussetzungen
- die Gesamtsalärsumme von Verwaltungsrat und Direktion und alle einzelnen Saläre über \$ 30 000 an deren Mitglieder
 - die Modalitäten der Gewährung und Ausübung von Optionsrechten durch solche Personen
 - allfällige Schuldverhältnisse solcher Personen gegenüber der Gesellschaft
 - das persönliche Interesse aller Beteiligten an irgendwelchen Geschäften der Gesellschaft.

Durch Schedule 14 B⁵⁴ wurde anlässlich der Revision von 1956 eine Lücke ausgefüllt, indem seither bei Wahlkämpfen über die für eine Bewerbung verantwortlichen und die daran interessierten Personen erschöpfend Aufschluss erteilt werden muss, so über ihre Identität, ihren Beruf, ihre Karriere, ihren «background», ihr Interesse an der Gesellschaft, ihren Leumund usw. Die Informationen müssen der SEC eingereicht werden und stehen jedermann zur Einsicht offen.

Im Falle von solicitations, welche von der Verwaltung im Hinblick auf Wahlen durchgeführt werden, muss dem Aktionär vor oder gleichzeitig mit dem proxy statement ein Jahresbericht vorgelegt werden, welcher über die finanzielle Lage und Entwicklung der Gesellschaft im letzten Geschäftsjahr angemessenen Aufschluss gibt (Rule X-14A-3(b)). Solche Berichte müssen der SEC in der Regel lediglich in definitiver Form eingereicht werden und unterliegen den Sanktionen der fraud rule nicht (Rule X-14A-3(c)). Ausgenommen sind Fälle, in welchem auch der Jahresbericht als Werbemittel eingesetzt (d. h. beispielsweise im proxy statement eingebaut) wird (Rule X-14A-11(f) seit 1956). Im allgemeinen schreiben die Börsen die Unterbreitung von annual reports zwingend vor.

Wie das gesamte proxy material so müssen auch die dem Aktionär durch das proxy statement und gegebenenfalls die durch einen der Werbung dienenden Jahresbericht vermittelten Informationen den Anforderungen der fraud rule X-14A-9 entsprechen.

54 Aranow & Einhorn 201f.

55 Vgl. Aranow & Einhorn 109, 120, 209; Emerson & Latham 31f.; vgl. Sanders, Company reports to Stockholders, Employees and the Public, 1953.

Folgendes Muster vermittelt den Eindruck eines typischen proxy statement:

ALASKA AIRLINES, INC.

Anchorage, Alaska

Notice of Annual Meeting of Stockholders

To Be Held August 6, 1957

To the Stockholders of Alaska Airlines, Inc.:

Notice is hereby given that the regular annual meeting of the stockholders of *Alaska Airlines, Inc.*, will be held at the principal corporate office of the Company, 2320 Sixth Avenue, Seattle, Washington, on Tuesday, August 6, 1957, at 2:00 o'clock in the afternoon, for the following purposes:

1. To elect eight (8) directors to serve until the next annual meeting or until their successors are duly elected and qualify.
2. To approve or disapprove the determination of the present Board of Directors to grant stock options to the President of the Company, as more particularly described in the accompanying proxy statement.
3. To transact such other business as may properly come before the meeting or any adjournment or adjournments thereof.

Only stockholders of record at the close of business on June 27, 1957, are entitled to notice of and to vote at said meeting.

July 5, 1957

ROBERT J. NORRIS,
Secretary

Please sign and date the enclosed proxy card and mail it promptly.

PROXY STATEMENT

The solicitation of proxies in the form accompanying this statement is made by and on behalf of the management of *Alaska Airlines, Inc.*, herein called the Company, for use at the Annual Meeting of Stockholders of the Company to be held on August 6, 1957, and at any and all adjournments thereof. The cost of solicitation will be borne by the Company. In addition to solicitation by mail, officers and regular employees of the Company may solicit proxies in person or by telephone and telegraph. The person giving such proxy has the power to revoke the same at any time before the exercise thereof. A proxy in the accompanying form, properly executed and duly returned to the management and not revoked, will be voted at the 1957 Annual Meeting and any adjournments thereof, in the manner specified therein. The management has no knowledge of any matters other than those specified in the foregoing

Notice of Annual Meeting which will be presented at the meeting. The persons named in the proxy will use their own discretion in voting in respect of any other matter which may be lawfully brought before the meeting.

There are issued and outstanding 614,582 shares of common stock of the Company (exclusive of 11,636 shares of Treasury stock). Mr. Raymond W. Marshall, a director, owns 69,153 (11.25% of the Company's outstanding common stock) and Utilities Equipment Company, Inc. (controlled by M. Marshall) owns 144,776 of such shares (23.56% of the Company's outstanding stock). An associate, Charlotte S. Marshall (Mrs. Raymond W. Marshall), owns 27,866 shares of the Company's common stock (4.53% of the outstanding common stock). No other directors or officers hold 10% or more.

The close of business on Thursday, June 27, 1957, is the record date for the determination of the stockholders entitled to vote at the 1957 Annual Meeting.

The Annual Report to Stockholders for the fiscal year 1956 was mailed by the Company on or about April 27, 1957 to stockholders of record as of April 15, 1957, and copies thereof will be mailed to any persons becoming stockholders between April 15, 1957 and the record date, June 27, 1957.

ELECTION OF DIRECTORS

Eight (8) directors are to be elected for a term of one year or until their successors are elected and qualify. The proxy solicited hereby will be voted for the election to the Board of Directors of some or all of the eight (8) nominees who are described in the following table, all of whom were nominated for the office of director by the Board of Directors:

Name	Principal Occupation or Employment and Name and Principal Business of Employment Organization	Period of Service as Director of the Company	Approximate Beneficial Ownership of Equity Securities of the Company as of June 27, 1957
Raymond W. Marshall	General Manager, Utilities Equipment Company, Inc. (transit equipment) New York, N. Y.	December 10, 1942 to March 15, 1943; May 12, 1944 to July 7, 1944; 1945 to date	69,153 shares common stock \$8,000. Convertible Debentures

Although the management does not contemplate that any of the nominees named above will be unavailable for election, in the event that vacancies in the slate of nominees are occasioned by death, or other unexpected occurrences, it is presently intended that the proxy will be voted for substitute nominees who will be designated by the Board of Directors.

Under the Laws of the Territory of Alaska and the By-Laws of the Company, each stockholder of record has the right to vote, in person or by proxy, the number of shares of stock standing in his name on the record date fixed for the meeting, for as many persons as there are directors to be elected, or to cumulate said shares and give one candidate as many votes as shall equal the number of directors to be elected multiplied by the number of his shares of stock or to distribute the votes so cumulated among as many candidates as he may desire. The proxy solicited hereby may, in the discretion of the proxies named therein or their substitutes, be cumulatively voted for the election of less than all of the total number of directors to be elected.

REMUNERATION OF DIRECTORS AND OFFICERS, FISCAL YEAR 1956

No director or officer of the Company received remuneration in excess of \$ 30,000.00 during the fiscal year ending October 31, 1956. All directors and officers as a group received aggregate remuneration of \$ 68,666.91 for their services as directors and officers during the fiscal year 1956.

STOCK OPTIONS

On May 1, 1957, the Board of Directors granted two options to Mr. Charles F. Willis, Jr., which options in aggregate cover 20,000 shares of common stock.....

TRANSACTIONS WITH NOMINEES, DIRECTORS AND OFFICERS AND THEIR ASSOCIATES

In January, 1957, the Company paid the aggregate balance of \$ 200,000.00 due and owing on two unsecured notes (each bearing 5% per annum interest) payable to Mr. Raymond W. Marshall (a director) and Utilities Equipment Co., Inc. (controlled by Mr. Marshall).....

Other than the above transactions, there were no material transactions with nominees for directors, the present directors or the officers of the Company, or the associates of any of the foregoing since the beginning of the Company's last fiscal year, and there are no such transactions proposed to which the Company and/or any such persons are to be parties, except as noted herein.

If you should find it inconvenient to attend the meeting in person, your stock will be represented and voted if you will execute and return the enclosed proxy. Please SIGN and DATE the enclosed proxy card, and MAIL it promptly.

Dated: July 5, 1957.

ROBERT J. NORRIS,
Secretary

a) Allgemeines

Die Securities and Exchange Commission ist vom Kongress mit der Aufgabe betraut worden, über die korrekte Einhaltung der proxy regulation in der Praxis zu wachen und die Interessen der Aktionäre im Sinne der shareholder democracy zu fördern. Der Gesetzgeber begnügte sich nicht mit einer akademischen Deklamation des Mitsprache- und Aufschlussrechts, sondern suchte die Rechte des Aktionärs durch eine angemessene öffentliche Aufsicht und praktisch wirksame Rechtsmittel zu wahren. Das Recht des Aktionärs auf vollständigen und wahrheitsgetreuen Aufschluss über die Gesellschaftsangelegenheiten bildet einen der Grundpfeiler der bundesrechtlichen Ordnung und erfährt dementsprechend eine besondere Sicherung durch administrative Kontrolle. Die Prüfungspflicht der Verwaltungsbehörde richtet sich vor allem nach den Grundsätzen der fraud rule. Wie ganz allgemein bei Verletzungen der proxy regulation, so kann die SEC auch im Falle der Missachtung der Aufschlussbestimmungen zivil- und strafrechtlich gegen den schuldigen Bewerber vorgehen. Diese Rechtsbehelfe haben den Nachteil, dass sie die Rechtsverletzung zwar ahnden und allenfalls rückgängig, aber nicht ungeschehen machen können. Im Bestreben, die Nichteinhaltung der Aufschlussvorschriften zum vornherein präventiv zu verhindern, hat die Kommission daher in den Rules X-14A-6 und -11 die Pflicht jedes solicitor festgelegt, ihr sämtliches von ihm verwendete proxy material vor und gleichzeitig mit der Bewerbung in provisorischer bzw. definitiver Form zur Prüfung einzureichen. Nachfolgend soll vorerst auf die Vorlegungspflicht und auf die von der SEC entwickelten administrativen Methoden zur Durchsetzung ihres Standpunktes eingetreten werden. In Verbindung damit wird die fraud rule behandelt werden, welche für Charakter und Umfang der Prüfungspflicht der Kommission massgebend ist. Anschliessend wird eine Übersicht über die ihr zur Verfügung stehenden zivil- und strafrechtlichen Rechtsmittel folgen, zu deren Gebrauch sie in den relativ wenigen Fällen gezwungen ist, in welchen ihre Empfehlungen keinen Erfolg haben. Da diese Rechtsmittel in der Praxis in der Hauptsache im Zusammenhang mit dem Aufschlussrecht zur Anwendung gelangen, werden sie im Anschluss daran behandelt. Grundsätzlich

⁵⁶ Aranow & Einhorn 98f., 403 ff.; Caplin 70f., 79, 102f.; Emerson & Latham 87f.

stehen sie jedoch *mutatis mutandis* für jede Verletzung der proxy regulation zur Verfügung. Es wird abgeklärt werden, inwieweit neben der SEC auch Privatpersonen davon Gebrauch machen können.

b) die administrative Kontrolle (Vorlegungspflicht — filing requirements)

Die Rules X-14A-6 und -11 verpflichten jeden Bewerber um Vollmachten, der SEC sämtliches für die solicitation verwendete sogenannte proxy material⁵⁷ in provisorischer Form einzureichen, bevor es den Aktionären in seiner definitiven Fassung übermittelt wird. Ausnahmen bestehen nur für einige weniger wichtige Unterlagen. Die Kommission hat Form und Inhalt der vorgelegten Dokumentation auf ihre Übereinstimmung mit der fraud rule und den übrigen einschlägigen Vorschriften der proxy regulation zu prüfen. Sofern sie den Bestimmungen nicht entspricht, legt die SEC mittels sogenannter letters of comments dem Bewerber die erforderlichen Änderungen nahe. Solche Empfehlungen sind für den solicitor nicht verbindlich, erreichen aber im allgemeinen ihren Zweck, weil der Richter in dem andernfalls von der Kommission angestregten Verfahren auf die Auffassung der SEC abzustellen pflegt.

Seit der Revision der proxy regulation von 1956 gelten für die Vorlegungspflicht unterschiedliche Bestimmungen, je nachdem es sich um Wahlkämpfe (election contests) handelt oder um gewöhnliche unumstrittene Bewerbungen bzw. um Stimmrechtskämpfe ohne Wahlen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass seit 1956 die Aufschlusspflicht für solicitations in Wahlkämpfen durch Rule X-14A-11 und Schedule 14B erheblich erweitert worden ist.

Absatz (c) der genannten Rule passt die Vorlegungspflicht der neuen Ordnung bei Wahlkämpfen an und dehnt insbesondere den Kreis der zur Einreichung verpflichteten beteiligten Personen⁵⁸ (participants) entsprechend aus. Die Verwaltung ist gehalten, die von Schedule 14B verlangten Angaben innert 5 Tagen *nach* Beginn einer solicitation der SEC zu unterbreiten. Oppositionelle Aktionäre müssen dies 5 Tage *vorher* tun.

57 Dieser Begriff umfasst das Vollmachtsformular, das proxy statement und sämtliche übrigen für die Werbung verwendeten Unterlagen.

58 Vgl. Definition in Rule X-14A-11(b) «Participant». Erfasst werden alle Personen, welche direkt oder indirekt für eine solicitation verantwortlich sind. Vgl. p. 93.

Im übrigen sind die Bestimmungen über die Vorlegungspflicht im wesentlichen für jede Art Werbung dieselben:

- 1) Vorbereitende Werbematerialien, (preliminary soliciting material) wie beispielsweise Briefe und Inserate zur Abklärung der Lage, müssen der SEC sowohl in provisorischer als auch in definitiver Form zur Prüfung vorgelegt werden (Rule X-14A-6(c)). Hingegen gestattet die Kommission den Gebrauch solcher Unterlagen, bevor das proxy statement eingereicht worden ist⁵⁹.
- 2) Vollmachtsformular, proxy statement und alle der eigentlichen Bewerbung dienenden Unterlagen sind in provisorischer und definitiver Form der SEC zu unterbreiten (Rule X-14A-6(a) und (c)).
- 3) Dasselbe gilt für Werbematerialien, welche nach dem proxy statement zur Verwendung gelangen (follow-up material, Rule X-14A-6(b) und (e)).
- 4) Diese Grundsätze gelangen zur Anwendung auch bei der solicitation of beneficial owners, sowie für Inserate, Abdrucke und Anweisungen an proxy solicitors. Erklärungen durch Presse, Radio und Television müssen lediglich in definitiver Form eingereicht werden (Rule X-14A-6(g)). Für den Jahresbericht gelten besondere Bestimmungen.

Die proxy regulation enthält genaue Vorschriften über die Fristen, innert welchen die verschiedenen Unterlagen in provisorischer und definitiver Fassung durch Aktionäre und Verwaltung eingereicht werden müssen. Rule X-14A-3 bestimmt auch die Anzahl Exemplare jedes vorzulegenden Dokumentes.

Die Einreichung von Werbematerialien in provisorischer (preliminary) Form soll der SEC ermöglichen, die betreffenden Unterlagen einer Prüfung zu unterziehen, bevor sie in ihrer definitiven Fassung an die Aktionäre versandt werden. Falls die Kommission mit Form und/oder Inhalt der Dokumente nicht einverstanden ist, macht sie die verantwortlichen Personen darauf aufmerksam und gibt ihnen so Gelegenheit, ohne grosses

59 Vgl. Aranow & Einhorn 101f.; nach Rule X-14A3(a) ist eine solicitation grundsätzlich nur zulässig, sofern dem Aktionär vorher oder gleichzeitig ein proxy statement vorgelegt wird. Vorgängig muss es nach Rule X-14A-6 in provisorischer Fassung der SEC eingereicht werden. Vgl. 100f.

Aufsehen und Kosten die notwendigen Korekturen entsprechend den gesetzlichen Vorschriften vorzunehmen. Die SEC hat für ihr diesbezügliches Vorgehen eine eigene, durch die proxy regulation nicht ausdrücklich vorgesehene Methode entwickelt (*informal procedure*)⁶⁰. Sie pflegt ihre Kritik in sogenannten *letters of comments* festzuhalten, welche Empfehlungen für die erforderlichen Berichtigungen enthalten. An sich ist der Bewerber nicht verpflichtet, solchen Weisungen der SEC nachzukommen. Da er aber das gleiche Werbematerial nochmals in definitiver Form einreichen muss, hat er mit Sanktionen zivil- und strafrechtlicher Natur, verbunden mit Zeitverlust und Kosten, zu rechnen, sofern er den vorherigen gutgemeinten Wink nicht befolgt. Die *informal procedure* hat daher eine recht weitreichende prophylaktische Wirkung und erstickt die meisten Gesetzesverletzungen im Keim.

Die SEC verfügt über einen grossen Stab qualifizierter Beamter, um die Flut hereinkommender *proxy statements* zu prüfen. Es steht ihr eine umfassende Untersuchungsgewalt zu, verbunden mit dem Recht, Zeugnis unter Eid und *sub poena* abzunehmen⁶¹. Ihre Aufgabe wird erleichtert durch die schon auf Grund anderer Bestimmungen der Securities Gesetzgebung bei ihr aufliegenden Informationen⁶².

Die Empfehlungen der Kommission bestehen in der Regel in Begehren nach Ergänzungen, Erklärungen, Erbringung von Nachweisen, Auslassungen, Neueinreichung von Unterlagen in *preliminary form* usw.

Sofern *proxy material* durch die SEC nicht beanstandet worden ist, bedeutet dies keineswegs eine offizielle Anerkennung, dass die betreffenden Dokumente nicht „false“ oder „misleading“ seien, auch wenn die verantwortlichen Bewerber die Empfehlungen der Kommission für die definitive Redigierung befolgen⁶³. Es handelt sich nur um formlose, unverbindliche Meinungsäusserungen der SEC, welche daher in jedem Fall ausdrücklich bemerkt:

„On the basis of the information presently available this Division has no other comments with respect to the material submitted“.

60 Vgl. die „Note“ nach Rule X-14A-6: „Where preliminary copies of material are filed with the Commission pursuant to this rule, the printing of definitive copies for distribution to security holders should be deferred until the comments of the Commission's staff have been received and considered.“

61 Section 21(a)-(d) Securities Exchange Act.

62 Section 7 Securities Act; Sections 12, 13 und 16 Securities Exchange Act.

63 Section 26 Securities Exchange Act.

Es ist deshalb den Parteien verwehrt, von einer Genehmigung ihrer Erklärungen durch die Kommission zu sprechen.

c) Die fraud rule⁶⁴

Massgebend für den Charakter und das Ausmass der Kontrollpflicht der SEC ist vor allem die fraud rule X-14A-9:

„False or Misleading Statements. No solicitation subject to this regulation shall be made by means of any proxy statements, form of proxy, notice of meeting, or other communication, written or oral, containing any statement which, at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is false or misleading with respect to any material fact, or which omits to state any material fact necessary in order to make the statements therein not false or misleading or necessary to correct any statement in any earlier communication with respect to the solicitation of a proxy for the same meeting or subject matter which has become false or misleading.

Note. The following are some examples of what, depending upon particular facts and circumstances, may be misleading within the meaning of this rule:

- (a) Predictions as to specific future market values, earnings, or dividends.
- (b) Material which directly or indirectly impugns character, integrity or personal reputation, or directly or indirectly makes charges concerning improper, illegal or immoral conduct or associations, without factual foundation.
- (c) Failure to so identify a proxy statement, form of proxy and other soliciting material as to clearly distinguish it from the soliciting material of any other person or persons soliciting for the same meeting or subject matter.
- (d) Claims made prior to a meeting regarding the results of a solicitation.

Danach ist jedes Mittel der solicitation unzulässig, sofern es irgendwelche erheblichen Tatsachen verschweigt oder Behauptungen enthält, welche in Bezug auf einen für die Vollmachterteilung wesentlichen Sachverhalt einen falschen oder irreführenden Eindruck erwecken können. Die SEC ist verpflichtet, jede dergartige Bewerbung zu unterbinden. Sollte

⁶⁴ Aranow & Einhorn 129f., Emerson & Latcham 81f., Caplin 102f.

ihr dies durch ihr Administrativverfahren nicht gelingen, so kann sie das Recht nötigenfalls gerichtlich durchsetzen. Ihre bisherige Praxis hat einen günstigen Einfluss auf das Niveau der Vollmachtenwerbung und insbesondere der Stimmrechtskämpfe ausgeübt.

Die Kommission kann im einzelnen Fall die Schlüsselbegriffe false und misleading nach freiem Ermessen auslegen. Sie lässt sich dabei von der ratio legis leiten, welche sie selbst folgendermassen zusammengefasst hat:

„if an unformed investor could reasonably be deceived, the manner of the fraud is immaterial, whether it takes the form of a direct lie, or a half truth, or a question, or an innuendo“⁶⁵.

Ein ehemaliger Präsident der SEC ergänzt den Katalog der Note zu Rule X-14A-9 auf Grund eigener Erfahrung⁶⁶:

- Verdrehung von geschäftlichen und finanziellen Daten
- Meinungsänderungen über Geschäftsaussichten ohne solide Grundlage
- aus dem Zusammenhang gerissene Zitate aus Gerichtsentscheiden, Kongressverhandlungen usw.
- Darstellung von blossen Vermutungen als Tatsachen
- ehrenrührige Behauptungen
- Versprechen über zukünftige Gewinnausschüttungen.

Die Beispiele vermitteln einen praktischen Eindruck von der Aufgabe der SEC; ein konkreter Fall mag ihre ausserordentliche Genauigkeit und Objektivität veranschaulichen: Eine Oppositionsgruppe erklärte, wenn eine Gesellschaft konstant Geld verliere, sei es höchste Zeit, Anstrengungen zu unternehmen, um die Ausgaben zu kürzen. In ihrem Comment wies die Kommission darauf hin, dass die Gesellschaft in 13 der letzten 14 Jahre einen Reingewinn zu verzeichnen hatte. Die daraufhin abgeänderte und den Aktionären unterbreitete Feststellung der Opposition lautete: „Wenn eine Gesellschaft nicht genug verdiente, um den Stammaktionären während der letzten Jahre mehr als einen Dollar an Dividenden auszuschütten . . .“⁶⁷.

65 SEC v. May, 134 F. Supp. 247 (SDNY 1955) affirmed, 229 F.2d 123 (2d Civ. 1956); vgl. auch Rule X-12B-2 des Securities Exchange Act; Note, SEC proxy regulation — false and misleading question/SEC v. May 134 F. Supp. 247/, 24 U. Cin. L. Rev. 609, Fall 1955.

66 Armstrong zitiert bei Aranow & Einhorn 131.

67 Aranow & Einhorn 132.

Die wenigen Gerichtsfälle zeigen deutlich die Tendenz des Richters, auf das Urteil der Kommission abzustellen, welchem beinahe das Gewicht einer Expertise beigemessen wird⁶⁸.

In einem der Okin-Fälle⁶⁹ anerkannte der Richter, dass Übertreibungen bis zu einem gewissen Grad in der Hitze eines Stimmrechtskampfes *cum grano salis* gewogen werden müssen. Ebenso wurde das Recht der Äusserung von Vermutungen geschützt, sofern sie als solche bezeichnet werden.

In *Doyle v. Milton*⁷⁰ wurde festgehalten, dass ein Bewerber das eigentliche Motiv seiner Anstrengungen nicht aufzudecken verpflichtet ist.

*SEC v. May*⁷¹ stellt nicht auf den Wortlaut einer Erklärung allein ab, sondern auf alle Begleitumstände. So wurden beispielsweise Fragen, welche dem Aktionär unter irreführenden Voraussetzungen gestellt wurden, als *misleading statements* qualifiziert und zurückgewiesen.

Die *fraud rule* kann in guten Treuen als eines der wichtigsten Instrumente der SEC bezeichnet werden. Ohne sie könnten die Aufschlusspflichten der *proxy regulation* nur schwer durchgesetzt werden. Das Aufschlussrecht ist der Schlüssel für ein wirksames Stimm- und Mitspracherecht des Aktionärs; Rule X-14A-9 bestimmt den Masstab für die zu erteilenden Aufschlüsse und gewährleistet so die praktische Wirksamkeit des ganzen Systems.

Abschliessend sei darauf hingewiesen, dass der von der Securities Gesetzgebung eingeführte hohe Standard der Auskunftspflicht auch auf die der Gesetzgebung nicht unterstehenden Gesellschaften einen günstigen Einfluss gehabt hat⁷². Die Gründe sind verschiedener Natur; einmal dürften sich die Gerichte die durch die Gesetzgebung festgelegten Normen als allgemeingültigen Masstab genommen haben. Sodann müssen manche Gesellschaften damit rechnen, in Zukunft in deren Geltungsbereich zu gelangen, beispielsweise infolge Kotierung ihrer Aktien auf einer nationalen Börse oder auf Grund einer Gesetzesänderung.

68 Vgl. p. 109 und 119 (*Greyhound case*).

69 *SEC v. Okin*, 48 F. Supp. 928 (SDNY 1943) vgl. auch p. 81.

70 73 F. Supp. 281 (SDNY 1947).

71 134 F. Supp. 247 (SDNY 1955) affirmed 229 F. 2d 123 (2d Cir. 1956).

72 *Caplin* p. 67f.

d) Rechtsmittel⁷³

Dank ihrer administrativen Untersuchungsgewalt kann die SEC im Rahmen der proxy regulation das Aufschluss- und Mitspracherecht des Aktionärs in den meisten Fällen in genügender Weise durchsetzen. Die Empfehlungen der Kommission für die Ergänzung oder Abänderung des soliciting material sind zwar für den Bewerber an und für sich nicht verbindlich. Sie werden aber regelmässig befolgt, weil in dem andernfalls angestregten Gerichtsverfahren die Ansicht der SEC erfahrungsgemäss mit grosser Wahrscheinlichkeit durchdringen würde⁷⁴. Die weitreichenden Einvernahme- und Editionsbefugnisse der SEC⁷⁵ verbürgen in der Regel zutreffende Prüfungsergebnisse, doch ist mit der Freigabe des soliciting material für die Bewerbung keine offizielle Genehmigung oder Gewährleistung der Richtigkeit verbunden.

Trotzdem die informal procedure der Kommission in der Regel zum Ziel führt, muss die Einhaltung der proxy regulation in gewissen Fällen vor Gericht erzwungen werden. Einmal gibt es Tatbestände, über deren Auslegung nach fraud rule die Ansichten in guten Treuen auseinandergehen können. Sodann hält sich gelegentlich eine Partei (insbesondere die Verwaltung) aus taktischen Erwägungen nicht an die Empfehlungen der Kommission, beispielsweise um durch ein dilatorisches Gerichtsverfahren Zeit zu gewinnen oder um die Mittel der Opposition durch einen erzwungenen Stimmrechtskampf zu erschöpfen.

Bei einer Übersicht über die Rechtsbehelfe gegen Verletzungen der proxy regulation ist zu unterscheiden einerseits zwischen der prozessualen Stellung der SEC und derjenigen der beteiligten Privatpersonen und andererseits zwischen Zuständigkeit und Praxis der Bundes- und Staatsgerichte.

Die SEC kann nach Section 21 (e) des Securities Exchange Act den zuständigen Federal District Court anrufen, sofern irgendeine Bestimmung des genannten Gesetzes oder der darunter erlassenen Verordnungen – wie der proxy regulation – verletzt wird oder zu werden droht. Der

73 Aranow & Einhorn 403f; Emerson & Latham 87f. Die in diesem Abschnitt dargelegten Grundsätze haben mutatis mutandis allgemein für Verletzungen der Securities Gesetzgebung des Bundes Geltung.

74 Vgl. p. 109 und 119. Eine gewisse präventive Wirkung kann die SEC auch durch die Publikation von Gesetzesverletzungen unter Namensnennung erreichen.

75 § 21 (a)–(d) Securities Exchange Act.

Richter hat die widerrechtliche Handlung durch eine injunction zu unterbinden. Weissenstein definiert injunction wie folgt⁷⁶:

„... (1) (allgemein:) Verbot: ... (2) (prozessual:) Urteil auf Unterlassung; gerichtliches Verbot: action for permanent injunction: Unterlassungsklage; motion for temporary injunction (i. pendente lite): Antrag auf Verbot als einstweilige Verfügung; ...“

Obwohl der Richter nach dem Text von Rule X-14A-9 an und für sich lediglich die gesetzwidrige Handlung verbieten könnte, d. h. beispielsweise den Gebrauch falscher oder irreführender Erklärungen in der Bewerbung, haben die Gerichte schon früh durch teleologische Auslegung ihre Kompetenz ausgedehnt. So wurde bereits 1939 im Fall SEC v. O'Hara Re-election Committee⁷⁷ die Verwendung von Vollmachten untersagt, welche auf Grund solcher Erklärungen erteilt wurden. Die Generalversammlung wurde verschoben, um den Aktionären Gelegenheit zur Ausstellung neuer Vollmachten zu geben. Diese Rechtsprechung wurde durch eine Reihe weiterer Entscheidungen konsolidiert⁷⁸. In einem der verschiedenen Okin-Fälle⁷⁹ erliess das Gericht eine sogenannte mandatory injunction⁸⁰, durch welche es dank der formalistischen Konstruktion einer doppelten Verneinung den Bewerber entgegen dem grundsätzlich negativen Charakter der injunction zu einer aktiven Handlung zwingen konnte, nämlich zu Widerruf und Richtigstellung seiner falschen und irreführenden Behauptungen. Am Beispiel einer derart beweglichen Ausübung des Ermessens zeigen sich die Vorzüge der Equity Jurisdiction.

Der eigentliche Rechtsbehelf zur Durchsetzung einer positiven Handlung ist nicht die injunction, sondern das writ of mandamus, welches von Weissenstein wie folgt definiert wird:

„... einer der traditionellen Hoheitsbefehle (writs) des angloamerikanischen Gerichtes... Er kann von jedermann begehrt werden, wenn ein Funktionär es unterlässt, seine Amtspflicht zu erfüllen. Dabei ist der Begriff des Funktionärs sehr weit gezogen und umfasst... Funktionäre privater Vereinigungen (z. B. den Vorstand eines

76 Weissenstein: „injunction“; vgl. auch Tunc, Systeme 304f.

77 SEC v. O'Hara Re-Election Committee, 28 F. Supp. 523 (D. Mass. 1933).

78 Vgl. auch SEC v. Gafney et al (N. D. Ohio 1944) und SEC v. Gondelman 166 F. Supp. 429 (SDNY 1958).

79 SEC v. Okin, 48 F. Supp. 928 (SDNY 1943), modified and affirmed 137 F.2d 862 (2d Cir. 1943).

80 Vgl. Tunc, Systeme 304f.

Vereins, der keine Generalversammlung einberuft, den Vorstand einer corporation der die Ausstellung von Aktienzertifikaten verweigert) ... »⁸¹

In SEC v. Transamerica wurde auf Grund von Section 21 (f) Securities Exchange Act das Recht der District Courts anerkannt, jeden zur Vollstreckung der proxy regulation erforderlichen Befehl zu erlassen⁸². Dies entspricht auch dem Wortlaut von Section 27 Securities Exchange Act, wonach der District Court zuständig ist «to enforce any liability or duty created by this chapter or the rules and regulations thereunder».

Das Gesetz enthält insofern eine bedauerliche Lücke, als es nur die Korrektur von gegenwärtigen und zukünftigen Gesetzesverletzungen durch den Richter vorsieht. Beispielsweise erscheint eine Nichtigklärung von Generalversammlungsbeschlüssen, welche mit rechtswidrig erlangten Vollmachten zustande kamen, nach dem Wortlaut des Gesetzes ausgeschlossen, wenn auch ein entsprechender Gerichtsentscheid noch nicht vorliegt⁸³. Die Kommission selbst nimmt den Standpunkt ein, the legal consequences of non-compliance with the proxy regulation are for determination by the Courts⁸⁴. Sie könnte allenfalls in solchen Fällen gemäss Section 32 des Securities Exchange Act die strafrechtliche Verfolgung der Fehlbaren beantragen (Busse und/oder Gefängnis)⁸⁵. Sie macht jedoch von dieser Möglichkeit in der Praxis kaum je Gebrauch. Sofern sie ihren Standpunkt nicht durchsetzen kann, weil der verantwortliche Bewerber ihre Empfehlungen und den Befehl des Richters missachtet, wird sie beantragen, dass er für contempt of court bestraft werde⁸⁶. Davon kann er sich nur durch Befolgung der gerichtlich bestätigten Anweisungen der Kommission befreien.

81 Weissenstein «mandamus»; vgl. auch Tunc, *Systeme*, 316f.; Rule 81(b) der Federal Rules of Civil Procedure von 1938 hat zwar die alte Common Law Form des «mandamus» abgeschafft, aber die Rechtsnatur der stattdessen eingeführten «order» bleibt dieselbe (Moore §. 81-01).

82 SEC v. Transamerica Corp., 67 F. Supp. 326 (D. Del. 1946) 163 F.2d 511 (3rd Cir. 1947), cert. denied 332 U.S. 847, 1948; vgl. Friedman, SEC Regulation of corporate proxies, 63 Harv. L. Rev. 796, 1950; vgl. auch Wilbur v. United States, 281 U.S. 206, 1930.

83 Aranow & Einhorn 409f.

84 Exchange Act Release 2376, p. 4, 1940.

85 Section 32 (a) Securities Exchange Act.

86 Weissenstein: «... Contempt of court: ... Verletzung des dem Gerichte geschuldeten Respektes; untersch.: (1) civil contempt: wenn der Beklagte ein Verbot durch Urteil oder einstweil. Verf. (injunction) ... nicht respektiert, erfolgt Exekution durch Zwangsstrafen. Der Gläubiger ist hier

Nach dem Wortlaut des Gesetzes wäre lediglich die SEC berechtigt, bei Verletzungen der proxy regulation gerichtliche Verfahren einzuleiten. Nach bewährter amerikanischer Rechtsprechung gilt indessen der Satz, dass das Common Law für ein Rechtsmittel sorgt, sofern das Gesetz schweigt und der Rechtsuchende nach der ratio legis in den Kreis der Personen gehört, zu deren Schutz das Gesetz erlassen wurde⁸⁷. Seit *Phillips v. United Corp.*⁸⁸ kann auch im Anwendungsbereich der proxy regulation kein Zweifel mehr darüber bestehen, dass Privatpersonen⁸⁹ Anspruch auf dieselbe Rechtshilfe durch die Bundesgerichte haben wie die SEC. Voraussetzung ist allerdings, dass sich die Privatperson zuerst auf dem Administrativwege an die SEC wendet, und dass sich die von der Kommission ergriffenen Massnahmen als ungenügend erweisen⁹⁰.

Im allgemeinen schaltet sich die Kommission in die von Privaten angestregten Verfahren als sogenannter *amicus curiae* ein⁹¹. Die Gerichte messen der Ansicht der SEC als fachmännischem Urteil grosses Gewicht bei; so erklärt *Peck v. Greyhound Corp.* auf S. 681: "Rules and Regulations adopted by administrative agencies pursuant to Congressional authorization are best interpreted, in the first instance, by the agency which has been entrusted with the power and authority to write them".

Träger des Strafanspruches, und die penalty fliesst ihm als teilweiser Schadenersatz zu. Die Haft wird abgebrochen, sobald der Schuldner erfüllungsbereit ist. . . ."

87 *Baird v. Franklin* 141 F. 2d, 238 (2d Cir. 1944).

88 *Phillips v. The United Corp.*, CCH Fed. Sec. Law Rep. 145-147 Transfer Binder § 90, 395 (SDNY 1947) appeal dismissed 171 F. 2d 180 (2d Cir. 1948); *Doyle v. Milton*, 73 F. Supp. 281 (SDNY 1947); *North American Utility Securities Corp. v. Posen*, 176 F. 2d 194 (2d Cir. 1949); Note, SEC-corporation has no implied civil remedy under Section 14(a) of the Securities Exchange Act/ *Howard v. Furst*, 238 F. 2d 790 105 U. Pa. L. Rev. 1016, May 1957; Note, Shareholder enforcement of SEC proxy rules, *Howard v. Furst*, 238 F. 2d 790/45 Calif. L. Rev. 186, May 1957; vgl. Loss, Securities Regulation, Boston 1951, 545 f.

89 Natürliche oder juristische Personen.

90 Vgl. *Peck v. Greyhound Corp.*, 97 Federal Supplement 679, 680-1 (SDNY 1951); Vgl. p. 119, vgl. auch Tunc, *Système* 263, 479; Grundsatz der "exhaustion of administrative remedies".

91 Weissenstein: "... im Zivilprozess kann ein Dritter zu Prozesshandlungen zugelassen werden, um im öffentlichen Interesse oder im Interesse einer breiten Interessengruppe den prinzipiellen Standpunkt einer Streitpartei zu unterstützen. Dieser Dritte, *amicus curiae* genannt, oft eine Interessenorganisation, wie ein Industriellenverband oder Arbeitnehmervertretung, ist nicht Partei, nimmt etwa die Stelle eines Nebenintervenienten ohne eigenes Interesse und ohne Interesse am speziellen Tatbestand ein."

Einzelstaatliche Gerichte haben sich bisher beharrlich als unzuständig erklärt, über die Verletzung der proxy regulation zu befinden⁹². Sie stützen sich auf Section 27 Securities Exchange Act, welcher bestimmt, dass Bundesdistriktsgerichte 'shall have exclusive jurisdiction of violations of this title or the rules and regulations thereunder, and of all suits in equity and actions at law brought to enforce any liability or duty created by this title or the rules and regulations thereunder.' Die enge Auslegung von Section 27 unterliegt einer heftigen Kritik der amerikanischen Lehre⁹³. Zweifellos unterbindet der klare Wortlaut von Section 27 jegliche Klage vor staatlichen Gerichten, welche sich lediglich auf eine Verletzung der proxy regulation stützen würde. Es geht jedoch zu weit, wenn staatliche Gerichte in einem Verfahren, dessen Hauptklagegrund auf staatlichem Recht beruht, von der Missachtung der proxy regulation überhaupt nicht Kenntnis nehmen. Der staatliche Richter verweigert derart dem obersten Rechte der Vereinigten Staaten die Anerkennung⁹⁴. Ausserdem zwingt er den Kläger zur Einleitung zweier Verfahren vor Staats- und Bundesgericht. Die Konsequenzen der staatlichen Rechtsprechung werden insbesondere in denjenigen Fällen als stossend empfunden, in welchen um eine injunction ersucht wird, denn es ist ein bewährter Grundsatz des Equity Rechts, dass einer Partei billigerweise nicht geholfen werden soll, wenn sie selbst mit 'unclean hands' kommt. Hat sie aber Bundesrecht verletzt, so besitzt sie keine reinen Hände und sollte nicht durch ein Rechtsmittel des Billigkeitsrechts geschützt werden.

In letzter Zeit zeichnet sich allerdings eine largere Praxis der staatlichen Gerichte ab. In *Wyatt v. Armstrong*⁹⁵ wurde immerhin auf die Verletzung der proxy regulation hingewiesen, wenn auch für die Entscheidung ausschliesslich New Yorker Recht massgebend blieb. Sollte sich im Anschluss daran nicht eine vernünftigeren Rechtsprechung durchsetzen, so würde sich eine Änderung von Section 27 aufdrängen⁹⁶.

92 *Matter of Hoe, Inc.*, 137 N. Y. S. 2d 142 (Sup. Ct. 1954), affirmed 139 N. Y. S. 2d 883 (1st Department), affirmed 309 NY 719; *Standard Power & Light Corp. v. Investment Associates Inc.*, 29 Del. Ch. 593, 51 A 2d 572 (Sup. Ct. Del. 1947); *Eliasberg v. Standard Oil Co.*, 92 A 2d 862 (N. J. Ch. 1952).

93 Vgl. für das folgende *Emerson & Latham* 88f. und *Loss* 547 ff.

94 Vgl. p. 9 über die Rangordnung des Rechts.

95 59 N. Y. S. 2d 502 (Sup. Ct. 1945). Ein Kandidat für den Verwaltungsrat hatte zum voraus zugunsten von *Armstrong* den Rücktritt erklärt.

96 Vgl. *Friedman, Daniel M., SEC Regulation of corporate proxies*, 63 Harv. L. Rev. 796, 1950.

Der Vollständigkeit halber ist auf die Möglichkeit hinzuweisen, gestützt auf staatliches Recht durch Staats- oder Bundesgerichte die Verwendung von Vollmachten oder die Abhaltung von Generalversammlungen verbieten zu lassen⁹⁷. Nach staatlichem Recht kann auch die Gültigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen und insbesondere von Wahlen angefochten werden, sei es⁹⁸ auf Grund gesetzlicher Bestimmungen, wie beispielsweise in New York (Section 25 of the General Corporation Law) und Delaware oder nach Common Law⁹⁹ (writ of quo warranto):

Als Anfechtungsgründe kommen in Frage:

- Fehlen einer vorschriftsgemässen Einladung
- Unregelmässigkeiten in der Durchführung der Versammlung
- Irreführung in der Bewerbung um Vollmachten.

Die Gerichte sind in der Regel berechtigt, Neuwahlen anzusetzen. Voraussetzung ist allerdings, dass die Anfechtung im Falle der Gutheissung einen Einfluss auf das Resultat ausüben könnte.

6. Das Antragsrecht des Aktionärs und die proposal rule¹

Nach dem Aktienrecht der meisten Staaten umfasst das Stimmrecht begrifflich auch das Recht, der Generalversammlung Wahlvorschläge und Sachanträge zu unterbreiten².

Die SEC verfolgt mit der proxy regulation das Ziel, das Mitspracherecht des Aktionärs in seiner Gesellschaft mit Hilfe einer entsprechenden Ausgestaltung der Stimmrechtsausübung durch Stellvertretung wieder herzustellen. Die Kommission konnte sich daher nicht damit begnügen,

97 Aranow & Einhorn 431f.

98 Aranow & Einhorn 444f.; Caplin 57f.

99 5 Fletcher, § 2069.

1 Emerson & Latham 44f.; Aranow & Einhorn 248f.; Caplin 130f.; Vgl. auch Emerson, Frank D., and Latham, Franklin C., The SEC Proposal Rule: the corporate gadfly, 19 U. of Chi. L. Rev. 807, 1952; Heller, Harry, Stockholders' proposals, Virg. Law Weekly, DICTA, 1953; Gilbert, Lewis D., Proxy proposal rule of the SEC, 33 U. Detroit L. J. 191, 1956.

2 Vgl. Hearings before Commission on Interstate and Foreign Commerce on H. R. 1493, H. R. 1821 and H. R. 2019, 78th Cong. 1 Sess. 16, 1943.

dem Aktionär durch die Regelung des Proxy-Stimmrechts im engen Sinn, in Rules X-14A-3 bis 6 und 9 zu ermöglichen, sich auf Grund genügender Aufschlüsse ein einigermaßen objektives Urteil über die Traktanden zu bilden und die Art der Stimmabgabe durch den Stellvertreter vorzuschreiben; sie musste vielmehr auch das Antragsrecht ordnen, um ihre Aufgabe zu erfüllen. Zu diesem Zwecke erliess sie die sogenannten communication rule X-14A-7 und proposal rule X-14A-8.

Das Recht auf persönliche Antragsstellung in der Generalversammlung ist für den durchschnittlichen Aktionär illusorisch geworden, weil er aus praktischen Gründen nicht daran teilnehmen kann. Auch wenn er in der Lage wäre, der Versammlung seine Anträge in eigener Person vorzulegen, hätte er keine Aussicht auf Erfolg, da lediglich oder doch mehrheitlich Bevollmächtigte (proxies) anwesend sein würden, deren Meinungen zum vornherein gemacht sind³.

Nach staatlichem Recht ist die Verwaltung im übrigen nicht gehalten, die Aktionäre vor Abhaltung der Generalversammlung davon in Kenntnis zu setzen, dass aus Aktionärkreisen Traktanden eingebracht wurden⁴.

Es handelte sich daher für die SEC darum, die Regelung des Antragsrechts auf wirksame Weise in die Ordnung der Ausübung des Stimmrechts durch Stellvertretung einzubauen und vor allem proxy statement und Vollmachtsformular zweckentsprechend auszugestalten.

Im einzelnen suchte die Kommission insbesondere zwei Postulate zu verwirklichen:

- dem Aktionär zu ermöglichen, vor der Abhaltung der Generalversammlung seinen Mitaktionären eigene Anträge zur Kenntnis zu bringen und dieselben durch selbständige Werhung zu unterstützen
- den Stimmberechtigten Gelegenheit zu bieten, sich über Anträge von Aktionärsseite ebenso frei schlüssig zu werden und zu entscheiden wie über solche der Verwaltung.

Wenn auch die communication und proposal rules in ihrer heutigen Form diesen Forderungen nicht vollkommen gerecht werden, so brachten sie doch eine bedeutende Besserstellung des Aktionärs gegenüber seiner früheren, praktisch rechtlosen Lage.

3 Im Sinne der Verwaltung, welche die proxies in der Regel ernennt; vgl. p. 59.

4 Aranow & Einhorn 248.

Auf Grund der communication rule kann der Gesellschafter seinen Mitaktionären, gestützt auf ein eigenes proxy statement, selbständig Sachanträge und Wahlvorschläge vorlegen und dieselben durch eine unabhängige Werbung unterstützen. Rule X-14A-7 bildet damit die rechtliche Grundlage für die sogenannten Stimmrechtskämpfe (proxy contests, proxy fights), deren Ausgang davon abhängt, ob die Verwaltung oder die oppositionelle Aktionärgruppe mehr Vollmachten erlangen können. Eine ausschlaggebende Rolle spielt in diesem Zusammenhang das Aktionärverzeichnis, welches der Opposition den Weg zu den Stimmberechtigten öffnet.

Anstatt gestützt auf Rule X-14A-7 eine eigene Bewerbungskampagne durchzuführen, welche stets mit beträchtlichen Kosten verbunden ist, kann der Aktionär mit Vorteil von Rule X-14A-8 Gebrauch machen, welche die Verwaltung unter gewissen Voraussetzungen verpflichtet, Sachanträge von Aktionären in ihr proxy statement aufzunehmen und der Generalversammlung zur Abstimmung zu unterbreiten. Stimmberechtigten, welche ihr Recht durch proxy ausüben, muss das Vollmachtsformular der Verwaltung Gelegenheit zur freien positiven oder negativen Stellungnahme bieten⁵. Bekämpft die Geschäftsleitung einen Antrag, so hat sie eine nicht mehr als 100 Worte umfassende Erklärung des Aktionärs zur Unterstützung und Begründung seines Vorschlages in ihr proxy statement einzurücken (statement in support of the proposal) und Namen und Adresse des Antragstellers bekanntzugeben.

Die proposal rule hat den schwerwiegenden Nachteil, dass Wahlvorschläge ausdrücklich von der Regelung ausgeschlossen sind. (Rule X-14A-8(a) in fine). Der Aktionär kann auf die Leitung und Geschäftsführung seiner Gesellschaft lediglich dann wirksam und insbesondere im Sinne der Verhütung und Sanktion von Missbräuchen Einfluss nehmen, wenn er eigene Kandidaten portieren und die bisherigen Verwaltungsräte abwählen kann⁶. Theoretisch kann er dieses Recht ausüben, indem er persönlich an der Generalversammlung teilnimmt. Praktisch hilft ihm dies nichts, weil die an der Generalversammlung erscheinenden, die

5 Rule X-14A-8(4) in Verbindung mit X-14A-4(b).

6 "The right to vote for directors, therefore, is the right to protect property from loss and make it effective in earning dividends. Unless the stockholder can protect his investment in this way he cannot protect it at all, and his property might be wasted by a feeble administration and he could not prevent it" (Lord v. Equitable Life Assurance Society of U.S. 194 N. Y. 212, 228, 1909).

Mehrheit des stimmberechtigten Aktienkapitals vertretenden Bevollmächtigten ihre Stellungnahme im vornherein festgelegt haben. Der Aktionär kann seine eigenen Kandidaten auch durch einen Stimmrechtskampf gegen die bisherige Verwaltung gestützt auf die communication rule X-14A-7 in den Verwaltungsrat zu bringen suchen, doch ist ein solches Vorgehen mit prohibitiven Kosten verbunden. Der Aktionär wäre daher darauf angewiesen, von dem einfachen und billigen Verfahren der proposal rule auch bei Wahlen Gebrauch machen zu können. Solange er dieses von der Lehre⁷ nachdrücklich geforderte, aber von massgebenden Industrie- und Handelskreisen⁸ hartnäckig und erfolgreich bekämpfte Recht nicht besitzt, kann von einer wahren shareholder democracy nicht die Rede sein, geschweige denn von einer normalen Rechtsstellung des Aktionärs. Eine weitere Unzulänglichkeit der proposal rule besteht darin, dass das proxy statement der Verwaltung den Aktionären nicht zur Bekämpfung der Vorschläge der Verwaltung offen steht⁹.

Die proposal rule wurde erst 1943 ausdrücklich in der proxy regulation verankert. Die SEC sanktionierte damit ihre bisherige Praxis, welche es auf Grund der fraud rule als unzulässig erklärte, wenn eine Verwaltung allfällige Anträge von Aktionären nicht zur Abstimmung weiterleitete¹⁰.

Rule X-14A-8 ist unter folgenden Voraussetzungen anwendbar:

a) Die Anträge der Aktionäre müssen ein sogenanntes "proper subject for action by the shareholders", d. h. einen Gegenstand beschlagen, welcher in die Kompetenz der Generalversammlung fällt¹¹.

7 Caplin, Proxies, Annual Meetings and Corporate Democracy, 37 Va. L. Rev. 653, 1951; vgl. auch Caplin, Shareholder Nomination of Directors: A program of fair corporate suffrage, 39 Va. L. Rev. 141, 1953. Die SEC hatte mit einem entsprechenden Vorschlag 1942 keinen Erfolg; vgl. Exchange Act Release No. 3347 p. 2. (1942). Es wurden auch schon Vorstösse unternommen, zweckentsprechende Statutenänderungen durchzubringen: Illinois Central Railroad Co., 1949. Der Antrag erhielt nur ca. 10% der Stimmen.

8 Die einflussreichen grossen Gesellschaften kommen durch ihre Verwaltungen zum Wort und vertreten deren Sonderinteressen.

9 Änderungsvorschläge bei Friedman, Daniel M., SEC Regulation of corporate proxies, 63 Harv. L. Rev. 796, 807 1950.

10 Emerson & Latham 92.

11 Caplin 143f.; Aranow & Einhorn 252f.; Emerson & Latham 99f; Note, Permissible Scope of Stockholder's Proposals under SEC Proxy Rules, 57 Yale L. J. 874, 1948; Note, stockholder participation in corporate affairs, 37 Va. L. Rev. 595, 1951; Bayne, David C., and Emerson, Frank D., Vir-

Seit der Revision der proxy regulation von 1954 ist das staatliche Recht des Sitzes der Gesellschaft für die Abklärung des Begriffes proper subject massgebend. Die Auslegung hatte vorher mangels eindeutiger Regelung durch das anwendbare Recht infolge zahlreicher widersprüchlicher Entscheidungen zu einer nachteiligen Rechtsunsicherheit geführt. 1945 interpretierte die SEC die proposal rule authentisch durch eine Vernehmlassung, wonach sich der Begriff proper subject beurteile «under the laws of the state under which the company is organized»¹².

In der Praxis stiftete diese Auslegungsregel einige Verwirrung, welche im Transamerica Corporation Fall¹³ gipfelte und erst durch die erwähnte Revision von 1954 eine endgültige Klärung erfuhr. Der Aktionär stellte in jenem Fall folgende vier Anträge:

1. Wahl einer unabhängigen Kontrollstelle
2. Zustellung des Protokolls der Generalversammlung an alle Aktionäre
3. Abänderung gewisser Statutenbestimmungen über Traktandenliste und Einladung an die Generalversammlung.
4. Verlegung des Generalversammlungsortes von Wilmington (Del.) nach San Francisco.

Die Verwaltung entsprach von sich aus dem Antrag 4, weigerte sich jedoch, die Nummern 1–3 in ihr proxy statement aufzunehmen, trotzdem ihr die SEC durch letter of comment mitgeteilt hatte, es handle sich um proper subjects. Die SEC ersuchte hierauf um eine injunction gegen die Verwendung der bereits von der Verwaltung eingeholten Vollmachten. Der Bundesdistriktsrichter anerkannte in Anwendung des Rechts von Delaware nur den Antrag 1 als proper subject, indem er ausschliesslich auf das Recht des Inkorporationsstaates abstellte. Der Court of Appeals akzeptierte demgegenüber alle Anträge als proper subjects. Er entschied ebenfalls nach Delaware Recht, bezog sich aber in seiner Begründung auch auf die bundesrechtliche Regelung, allerdings nur in der Form

ginia-Carolina Chemical Corporation proxy contest: a case study of the SEC's new rule rationale of proper subject, 57 Col. L. Rev. 801, June 1957; Ledes, J. G., Emerson, F. D., Freeman, M. V., Gilbert L. D., Bayne, D. C., Slavin J. J., Proper subject: a symposium, 34 U. Detroit L. J. 520, Ap. 1957.

¹² Securities Exchange Act Release No. 3638, Jan. 3, 1945.

¹³ 67 F. Supp. 326 (D. Del. 1946), modified and affirmed, 163 F. 2d 511 (3d Cir. 1947), cert. denied 332 U. S. 847 (1948).

eines sogenannten dictum¹⁴. Offenbar legte das Gericht den Passus 'under the laws of the State' weit aus und schloss die bundesrechtliche proxy regulation als Teil des obersten Rechts des Landes ein. Das Gericht fand, Statutenbestimmungen wie diejenigen der Transamerica Corp., vermöchten die Erfüllung der ratio legis der proxy regulation d. h. mit den Worten des Richters 'fair opportunity for corporate suffrage' nicht zu hindern.

Durch die Revision von 1954 beseitigte die SEC die entstandene Unsicherheit hinsichtlich des anwendbaren Rechts, indem sie ausdrücklich und ausschliesslich auf staatliches Recht verwies. Rule X-14A-8(c) (1) hat heute folgende Fassung: 'If the proposal as submitted is, under the laws of the issuer's domicile, not a proper subject for action by security holders . . .'. Durch eine offizielle Verlautbarung¹⁵ unterstrich die Kommission ihren Standpunkt, um jede andere Auslegungsmöglichkeit auszuschalten: 'the amended rule thus specifically provides that state law is to be the standard of eligibility of a proposal under the rule'. Warum die SEC den Einfluss ihrer Verordnung zu Ungunsten der Aktionäre einschränkte, geht aus ihrer Begründung nicht hervor. Vermutlich befürchtete sie eine Anfechtung der Verfassungsmässigkeit der proxy regulation, wenn zu sehr in das materielle Aktienrecht der Einzelstaaten eingegriffen würde. Immerhin auferlegte sie der Verwaltung die Beweisspflicht dafür, dass ein von ihr abgelehnter Antrag kein proper subject sei.

Die durch die Revision von 1954 geschaffene Rechtslage wirkt sich für die Aktionäre insbesondere in den Staaten mit sogenannten management statutes ungünstig aus, beispielsweise in New York, dessen Aktiengesetz der Verwaltung die ausschliessliche Geschäftsführungskompetenz zuspricht¹⁶.

Allgemein gilt, dass Aktionärsanträge ausgeschlossen sind, sofern die Verwaltung für die betreffende Angelegenheit nach staatlichem Recht, Common Law, Charter oder By-laws allein zuständig ist¹⁷. Hingegen ist

14 Unter 'dictum' bzw. 'obiter dictum' wird eine Äusserung des Richters verstanden, welche für die Entscheidung der im betreffenden Fall zur Diskussion stehenden Rechtsfragen nicht von Bedeutung ist. Präzedenzwert haben nur die sogenannten "rationes decidendi" oder 'holdings' (the Court 'holds' . . .); vgl. p. 10.

15 Securities Exchange Act Release No. 4979, Jan. 6, 1954.

16 N.Y. General Corp. Law § 27: "The business of a corporation shall be managed by its board of directors . . ."

17 Für die Abgrenzung der Kompetenzen der Verwaltung und der Aktionäre, vgl. p. 36f. sowie Dodd & Baker, Cases and Materials on Corporations, Temporary Second Edition, Brooklyn 1950, p. 143 ff.

ein Antrag zulässig, welcher auf eine Abänderung der diesbezüglichen Statutenbestimmungen abzielt, sofern sie nicht zwingendes staatliches Recht widergeben¹⁸. Schliesslich kann den Aktionären nicht verwehrt werden, gewisse Anträge als Empfehlungen an die Verwaltung (recommendations, suggestions) zu formulieren und der Generalversammlung im management proxy statement zur Abstimmung vorzulegen¹⁹. Derartige Anregungen sollten als proper subjects anerkannt werden, wenn sie in vernünftiger Beziehung zur Geschäftstätigkeit und Verwaltung der Gesellschaft stehen. Abzulehnen wären lediglich Eingriffe in die ‚day-to-day business operations‘.

Durch die Revision von 1954 schloss indessen die SEC ausdrücklich nicht nur alle Anträge, sondern auch alle Empfehlungen aus, welche „ordinary business operations“ betreffen (Rule X-14A-8 (c) (5)). Die Einmischung der Aktionäre in die rechtmässige Kompetenz der Verwaltung unterliegt einer heftigen und berechtigten Kritik durch die Verfechter einer wirksamen shareholder democracy²⁰. Die Interessen der Aktionäre werden unnötig eingeschränkt. Es hätte den Anträgen der Aktionäre im Gebiete der ordentlichen Geschäftstätigkeit zum mindesten die Wirkung von Empfehlungen an die Verwaltung zuerkannt werden sollen.

Die geäusserten Befürchtungen haben sich bis jetzt mindestens in einem Fall als begründet erwiesen, als SEC und Richter einen pension plan als ordinary business und somit als ungeeignet für einen Aktionär-antrag erklärten²¹.

Die Revision von 1954 bedeutet infolge der ‚ordinary business‘ und ‚state law‘ Bestimmungen einen bedauerlichen Rückschlag für die Bemühungen um die Förderung des Mitspracherechts der Aktionäre.

¹⁸ Allerdings verleihen einzelne Gesetze wie beispielsweise der Ill. Bus. Corp. Act § 25 der Verwaltung die ausschliessliche Kompetenz für die Statutenänderung, sofern die charter nichts anderes festlegt.

¹⁹ Emerson & Latham, The SEC Proposal Rule: The Corporate Gadfly, 19 U. of Chi. L. Rev. 807, 810-11 (1952); Loss, Securities Regulation 538 f. (1951); Emerson & Latham 101; Shickell v. Berryville Land & Improvement Co., 99 Va. 88, 37 S. E. 813, 1901; Caplin 147 f. The Board's „General Power to perform all corporate acts refers to the ordinary business of the corporation“ (Railway Co. v. Allerton 18 Well. 233) (U. S. 1873) — „Only an unanimous vote would be controlling“ (Ballantine 123).

²⁰ Bayne, Caplin, Emerson & Latham, Proxy Regulation and the Rule Making Process: the 1954 amendments, 40 Va L. Rev. 387, 1954, 402, 409.

²¹ Curtin v. American Telephon & Telegraph Co., 124 F. Supp. 197 (SDNY 1954).

Empfehlungen sind im übrigen natürlich für die Verwaltung nicht verbindlich, auch wenn sie von der Generalversammlung angenommen werden. Sie erlauben den Aktionären, der Verwaltung ihre Ansicht über die Gesellschaftsangelegenheiten zur Kenntnis zu bringen. Trotz ihrer Unverbindlichkeit wird die Verwaltung solche Empfehlungen nicht völlig missachten können, wenn sie nicht riskieren will, an der nächsten Generalversammlung nicht wiedergewählt zu werden. Allerdings ist für sie diese Gefahr infolge der bedauerlichen Lücke der proposal rule, welche den Aktionären für Wahlvorschläge nicht zur Verfügung steht, wie wir gesehen haben, nicht sehr gross.

Die Praxis versucht die Einschränkung der Auslegung des Begriffs proper subject auf das staatliche Aktienrecht dadurch etwas zu korrigieren, dass sie sich bemüht, die ausschliessliche Kompetenz der Verwaltung knapp abzugrenzen. So hat die SEC je nach anwendbarem Recht schon folgende Gegenstände als proper bezeichnet²²:

- Ort und Zeit der Generalversammlung
- Cumulative voting
- Saläre und Pensionen²³
- Berichte an die Aktionäre
- Qualifikationen und Auswahl der Verwaltungsräte
- Wahl einer Kontrollstelle bzw. von Bücherexperten (auditors)²⁴.

Als proper subjects wurden auch Anträge anerkannt, wonach

- die Statuten durch eine Bestimmung zu ergänzen seien, welche den Aktionären erlaube, Wahlvorschläge im proxy statement der Verwaltung unterzubringen²⁵
- die Saläre der Verwaltungsräte im Verhältnis der allenfalls reduzierten Dividenden zu kürzen, oder wonach die Pensionen herabzusetzen seien²⁶.

22 Caplin 153 f. (allerdings sind alle diese Entscheide vor der Revision von 1954 ergangen).

23 Vgl. Gilbert, 41 ff.

24 a. M. *Star Line v. Van Vliet* 43 Mich. 364, 5 N. W. 418, 1880.

25 *Illinois Central Railroad Co.* — SEC file No. 11-1855.

26 Vgl. Proxy Statement der American Telephone & Telegraph Co. vom 15. 4. 1953 und der Union Carbide & Carbon Corp. vom 21. 4. 1953.

Improper sind allgemein Anträge, welche die Geschäftstätigkeit betreffen²⁷, insbesondere

- die Dividendenpolitik²⁸
- den Verkauf der Aktiven
- die Reklamepolitik
- den Verkauf von Gesellschaftsprodukten an die Aktionäre zu Engopreisen²⁹

Die Beschränkung des Antragsrechts der Aktionäre durch die „proper subject“ und „ordinary business“ Regeln hat im übrigen auch wahlstrategisch Nachteile. Während es der Verwaltung vollkommen frei steht, neben sachlich berechtigten Anträgen auch reine Stimmungsmache zu unterbreiten, sehen sich die Aktionäre in den meisten Staaten auf ein begrenztes Gebiet verwiesen.

h) Die Verwaltung kann die Aufnahme eines Antrages in ihr proxy statement auch verweigern, sofern dieser in erster Linie die Durchsetzung eines persönlichen Anspruchs oder die Förderung von allgemeinen wirtschaftlichen, politischen, rassischen, religiösen, sozialen oder ähnlichen Zwecken zum Gegenstand hat. Rule X-14A-8 wurde 1952 in Anlehnung an die frühere Praxis durch Absatz (c) (2) in obigem Sinne ergänzt³⁰. Von Bedeutung für die Interpretation dieses Passus ist vor allem das Wort 'allgemein' (general). Anträge spezieller Natur, welche einen wirtschaftlichen, politischen usw. Zweck verfolgen, sind nicht zum vornherein improper. Wegleitend war insbesondere der berühmte Greyhound case³¹, wo folgender Antrag als improper erklärt wurde: „A recommendation that management consider the advisability of abolishing the segregated seating system in the south“³². Das Gericht folgte in seinem Entscheid der Argumentation der SEC, dass das Traktandum allgemeiner Natur sei, was formell gewiss zutrifft. Hätte sich der Antrag in seiner Wortwahl, wie in seiner Absicht ausdrücklich lediglich auf die Rassentrennung in der Bus-Gesellschaft beschränkt, so wäre er proper gewesen.

27 Caplin 155 f.

28 Dean p. 501; A. M. Friedman, SEC Regulation of corporate proxies 63 Harv. L. Rev. 796, 805 (1950).

29 Vgl. die eingehende Analyse bei Emerson & Latham, 101 ff.; vgl. Aranow & Einhorn 264; Heller, Harry, Stockholder's proposals, Virg. Law Weekly DICTA, 1953.

30 Securities Exchange Act Release No. 4775, Dec. 11 1945.

31 Peck v. Greyhound Corp., 97 F. Supp. 679 (SDNY 1951).

32 Es handelt sich um die bekannte Überland-Busgesellschaft.

Der Antrag wurde vom Richter auch aus dem formellen Grund abgewiesen, dass der administrative Instanzenzug vom Antragsteller nicht ausgeschöpft wurde, bevor er ans Gericht gelangte³³. Im übrigen hätte der Antrag anerkannt werden müssen, weil er lediglich als Empfehlung formuliert war.

c) Absatz (3) von Rule X-14A-8 schliesst Anträge eines Aktionärs aus, welcher in den vorhergehenden zwei Jahren bereits Anträge in das proxy statement der Verwaltung gebracht und es darauf ohne guten Grund unterlassen hat, dieselben in der Generalversammlung tatsächlich vorzubringen und zu vertreten. Querulanten und Effekthascher sollen damit zum Schweigen gezwungen werden.

d) Absatz (4) von Rule X-14A-8 eliminiert Anträge, welche dem Entscheid der Generalversammlung bereits früher unterbreitet wurden, aber einen gewissen Mindestprozentsatz von Stimmen nicht erreichten. Die betreffenden Sätze sind im Laufe der Jahre häufigen Änderungen unterworfen worden. Seit der Revision von 1954 kann ein Antrag, welcher weniger als 3% der abgegebenen Stimmen auf sich vereinigt, in den nächsten drei Jahren nicht mehr vorgebracht werden. Wird die Grenze von 3% erreicht, so ist eine Wiederholung im nächsten Jahr möglich. Sofern dann jedoch 6% nicht zustimmen, muss wiederum drei Jahre gewartet werden usw.

Es darf im übrigen an dieser Stelle daran erinnert werden, dass sich die Gerichte in der Regel im Falle von Auslegungsfragen der Ansicht der SEC anschliessen pflegen³⁴.

Abschliessend ist darauf hinzuweisen, dass die Verwaltung lediglich dann gehalten ist, einen Aktionärsantrag in ihr proxy statement und Vollmachtsformular aufzunehmen, wenn er innert vernünftiger Frist vorgelegt wird. Die gesetzliche Vermutung geht seit 1954 dahin, dass 60 Tage vor Beginn der solicitation der Verwaltung im Vorjahr genügen (Rule X-14A-8[a]).

33 Vgl. p. 109; Grundsatz der «exhaustion of administrative remedies».

34 *Peck v. Greyhound Corp.*, 97 F. Supp. 679, 681 (SDNY 1951): «Rules and regulations adopted by administrative agencies pursuant to Congressional authorization are best interpreted, in the first instance, by the agency which has been entrusted with the power and authority to write them . . . This Court cannot hold, on the proof before it, unaided as it is by the vast experience of daily contact with the practical workings of this rule [which the Commission has had], that the interpretation should be set aside; this is especially so in the absence of any record of administrative review.» Vgl. auch oben p. 109.

Verweigert die Verwaltung die Aufnahme eines Antrages in ihr proxy statement, so hat sie dies, unter Angabe ihrer Gründe, sowohl der SEC als auch dem Aktionär mitzuteilen, damit allenfalls die nötigen Schritte unternommen werden können, um sie zu zwingen³⁵.

Der proposal rule blieb bisher in der Praxis der erwünschte Erfolg versagt. Lediglich eine sehr beschränkte Anzahl von Anträgen sind gestützt darauf zur Abstimmung gelangt. Die Gründe sind verschiedener Natur. Einmal waren die meisten Aktionäre während der letzten 20 Jahre guter Konjunktur im allgemeinen mit der Verwaltung zufrieden, weil angemessene Dividenden ausgeschüttet werden konnten. Sodann sind sie in der Mehrzahl noch nicht richtig in ihre wiedererlangte Stellung als „corporate citizens“ hineingewachsen. Schliesslich entmutigt sie die noch immer mangelhafte Ausgestaltung der proposal rule, von ihrem Recht Gebrauch zu machen. Hundert Worte zur Stützung eines eigenen Antrages genügen meistens nicht, um gegen die Propaganda der Verwaltung aufzukommen, und jede weitere Werbung nach communication rule verschlingt bedeutende Mittel.

Immerhin zeichnete sich im Laufe der Jahre doch eine leichte Zunahme der Aktionäranträge in den proxy statements der Verwaltungen ab. In den ersten 5 Jahren seit der Einführung der proposal rule, d. h. von 1943 bis 1947, entfielen auf durchschnittlich 1567 von der SEC kontrollierte proxy statements im Mittel lediglich 19 oder 1,2 % mit Aktionäranträgen. Auf 1689 statements der folgenden Jahre bis 1951 kamen durchschnittlich 45 oder rund 2,7 % mit Aktionäranträgen, ein Prozentsatz, welcher sich seither unwesentlich erhöht hat³⁶.

Die Autoren Emerson und Latcham³⁷ haben sich die Mühe genommen, die Aktionäranträge der Jahre 1948 bis 1951 einer eingehenden Analyse zu unterziehen, von welcher allerdings nur 176 der von der SEC Statistik festgestellten 178 proxy statements mit Aktionäranträgen erfasst wurden. Diese 176 Statements betrafen 102 Gesellschaften, wovon 10 der 58 amerikanischen Aktiengesellschaften, welche damals eine Bilanzsumme von über 1 Milliarde Dollars aufwiesen³⁸. Die 176 Statements

35 Caplin 135.

36 Vgl. 16 SEC Annual Report 42, 1952; 17 SEC Annual Report 44, 1952; 18 SEC Annual Report 59, 1953.

37 Emerson & Latcham 101 ff.

38 American Telephone & Telegraph Co. (11,5 Milliarden.), Standard Oil Co. of New Jersey (4,1), General Motors Corp. (3,4) U.S. Steel Corp. (2,8), Pennsylvania R.R. Co. (2,3), E.I. du Pont de Nemours (1,9), Consol.

enthielten insgesamt 286 Anträge von 71 Aktionären. Von den 286 Anträgen waren Emerson und Latham lediglich die Resultate von 232 oder 81% bekannt. 58 Anträge oder 20% forderten die Einführung des cumulative voting Systems. Dabei wurden u. a. in folgenden bekannten Gesellschaften das classified board System ausdrücklich bekämpft: American Can Co., Bethlehem Steel Corp., National Biscuit Corp., Radio Corporation of America, alle 1951³⁹. Die Verwaltungen lehnten die betreffenden Anträge ausnahmslos heftig ab und konnten ihre Annahme verhindern. Immerhin erreichten 11 Anträge 2 bis 5% der Stimmen, fünfundzwanzig 5 bis 10% und siebzehn 10–50%. 29 Anträge befassten sich mit Problemen des Verwaltungsrates. Sieben davon verlangten im Namen der Federation of Women Shareholders in American Business, Inc.⁴⁰, die Zulassung von weiblichen Verwaltungsräten. In 7 weiteren Fällen wurde die Einführung eines angemessenen Prozentsatzes von Pflichtaktien für die Verwaltungsräte beantragt, um sie an der Ausschüttung von Dividenden zu interessieren. Von diesen insgesamt 29 Anträgen drangen zwei durch und zwei weitere erreichten zwischen 10 und 50% der Stimmen. Von 16 Anträgen über das Dividendenrecht verlangten 9, dass die Entschädigung der Verwaltungsräte nach einem bestimmten Schema im selben Mass reduziert werden müsste, wie wenn allenfalls die Dividenden in einem Jahr herabgesetzt würden. In fünf weiteren Fällen wurde die Erhöhung der Dividenden anstatt der Äufnung der Reserven beantragt. Keiner dieser 16 Anträge hatte Erfolg – was in Anbetracht des finanziellen Interesses der Aktionäre erstaunlich ist – doch brachten es 7 auf 10 bis 50%. 45 Anträge befassten sich ausschliesslich mit den Entschädigungen für Verwaltungsräte, wobei insbesondere die vielfach übermässige Gewinnbeteiligung durch sogenannte ‚bonus‘ angegriffen wurde⁴¹. 23 An-

Edison of New York, Inc. {1,6}, Texas Co. {1,4}, Bethlehem Steel Corp. {1,3}, Marine Midland Corp. {1,2}.

39 Emerson & Latham, Note 134.

40 Vgl. p. 137, Note 87.

41 Der Verwaltung der Bethlehem Steel Corporation wurde beispielsweise 1948 vorgeworfen, dass der Chairman jährlich 293 279 Dollar beziehe, während derjenige der grösseren U.S. Steel Corporation nur auf 106 700 Dollar komme. Für die presidents der beiden Gesellschaften lauten die respektiven Zahlen 239 279 Dollar und 154 800 Dollar. Derselbe Aktionär kritisierte 1949 die Bezüge der presidents der General Motors Corporation (201 000 Salär und 308 021 bonus) und von Du Pont (total 427 333 sowie je über 250 000 für 7 vicepresidents). Vgl. die proxy statements der betreffenden Gesellschaften zitiert bei Emerson & Latham 108. (Es muss hier beigefügt werden, dass von einer Gesamtentschädigung von 150 000 Dollar ca. 90 000 Dollar

träge betrafen das Bezugsrecht der Aktionäre, das Recht, einen Jahresbericht und andere bestimmte Aufschlüsse zu erhalten, das Recht, die Statuten abzuändern usw. Ein grosser Prozentsatz von Anträgen entsprach denjenigen im Transamerica Fall⁴², nämlich ca. 38% (Bücherexperten, Ort der Generalversammlung, Versand der Protokolle der Generalversammlung), wovon zwei Erfolg hatten und 10 weitere 10 bis 50% der Stimmen auf sich vereinigten.

Im Ganzen hatten 7. Anträge oder 2,3% Erfolg, wobei die Verwaltung in 5 Fällen nicht opponierte. Gegen den Widerstand der Verwaltung drangen nur zwei Anträge durch, beide im Stimmrechtskampf der Sparks-Withington Co. von 1950⁴³, welcher übrigens in der Geschichte der proxy regulation der erste war, in welchem eine Opposition von Kleinaktionären die Mehrheit der Verwaltungsratsmandate erfocht⁴⁴.

Die beiden Anträge verlangten die Einführung von Pflichtaktien des Verwaltungsrates und eine Untersuchung über dessen Geschäftsführung. Ihr Erfolg dürfte nicht zuletzt dem erstmaligen kombinierten Gebrauch der communication und proposal rules zuzuschreiben sein.

Die 286 Anträge der Jahre 1948–1951 stammten von insgesamt 50 Aktionären, wovon 45 für 27% verantwortlich zeichneten, während die zwei Brüder Lewis D. and John J. Gilbert allein 137 Anträge oder 47% einbrachten. In der Mehrzahl der Fälle beschränkten sich die Urheber der Anträge auf die proposal rule, so auch die Brüder Gilbert⁴⁵. Nur sieben Antragsteller unterstützten ihre Anträge durch eigene solicitation nach Rule X–14A–7, d. h. in einem eigentlichen Stimmrechtskampf, was sich jedesmal relativ günstig auswirkte:

Hawaiian Pineapple Co. Ltd. 1951	: 13.5 %
Kaizer-Frazer Corp. 1949	: 21 %
New Amsterdam Casualty Co. 1948	: 29 %
Reynolds Metal Co. 1950	: 16 %
Sparks-Withington Co. 1950	: 52.5, 53.6, 53.5 %
United Gas Improvement Co. 1951	: 23 %

an Bundessteuern in Abzug gelangen, von 250 000 Dollar ca. 175 000 Dollar, sodass nur 60 000 Dollar bzw. 75 000 Dollar Reallohn übrigbleiben, welche noch der weniger bedeutenden Staatssteuer unterliegen. Die Steuerverhältnisse erklären die erstaunliche Höhe der Saläre, welche natürlich überdies durch entsprechende Spesenentschädigungen ergänzt werden.)

42 Siehe p. 115.

43 Siehe p. 131.

44 Emerson & Latcham 113.

45 Emerson & Latcham N. 160.

Abschliessend darf gesagt werden, dass die proposal rule noch nicht die Beachtung der Aktionäre gefunden hat, die sie verdienen würde⁴⁶. Trotz ihrer bedauerlichen Mängel kann sie für die shareholder democracy von grossem Nutzen sein, insbesondere weil nur unbedeutende Kosten mit ihr verbunden sind. Entgegen der Bedenken der Gegner von Rule X-14A-8 haben die Aktionäre ihr Antragsrecht bisher in keiner Weise durch schutzunwürdige Vorschläge missbraucht. Die beiden Autoren Emerson und Latcham, welchen die proposal rule besonders am Herzen liegt, fassen ihr Urteil wie folgt zusammen:

«The failure of proposals to carry or win larger votes is no criteria by which to judge the proposal rule. The subject matter is competing: ideas, and popularity affords no useful denominator of their relative or ultimate worth. The ideas contained in the proposals though controversial... are at the least most stimulating, and in fact... were found almost invariably to have intrinsic substance... What is involved is basically the right of a minority to express itself and have an exchange of ideas — all in a corporate context — but close to fundamental freedom»⁴⁷.

Die Möglichkeiten der proposal rule könnten im übrigen besser ausgenutzt werden in Verbindung mit einer eigenen Werbung nach Rule X-14A-7. Die Anträge würden den Aktionären vorteilhafterweise mittels der kostensparenden Rule X-14A-8 unterbreitet und erst nachträglich durch eigene Werbung unterstützt⁴⁸.

7. Communication Rule:

*Vollmachtenwerbung des Aktionärs und Stimmrechtskämpfe*⁴⁹

Um das Mitspracherecht des Aktionärs in seiner Gesellschaft wieder herzustellen, ordnete die SEC in der proxy regulation zunächst die Aus-

⁴⁶ Vgl. Caplin 142.

⁴⁷ Emerson & Latcham 117.

⁴⁸ Siehe p. 124, vgl. Caplin 169; Emerson & Latcham, Further Insight into more effective stockholder participation: The Sparks-Withington Proxy Contest. 60 Yale L. J. 429, 1951.

⁴⁹ Caplin 117 f.; Emerson & Latcham 44 f.; 53 f.; Aranow & Einhorn, vgl. auch Armstrong, J. S., Role of the SEC in proxy contests of listed companies, 11 Business Lawyer 110, Chicago 1955; Armstrong, J. S., Regulation of proxy contests by the SEC, 42 Va L. Rev. 1075, Dec. 1956.

übung des Stimmrechts durch Stellvertretung – insbesondere indem sie das Vollmachtsformular zweckmässig ausgestaltete. Durch angemessene Aufschluss- und Kontrollbestimmungen gewährleistet sie eine freie und objektive Urteilsbildung des Aktionärs über die Gesellschaftsangelegenheiten im allgemeinen und die jeweiligen Traktanden im besonderen. Gestützt auf Rule X-14A-4(b) kann er die Art der Stimmabgabe für jedes Geschäft gesondert vorschreiben und gemäss proposal rule seinen Mitaktionären im proxy statement der Verwaltung eigene Sachanträge unterbreiten.

Die SEC hat ihre proxy regulation vervollständigt durch die sogenannte communication rule X-14A-7, welche die selbständige solicitation des Aktionärs regelt. Schon nach staatlichem Recht⁵⁰ kann er um die Stimmenmehrheit für eigene Anträge werben, indem er sich direkt an die Stimmberechtigten wendet und der Verwaltung durch eine oppositionelle Kampagne einen sogenannten Stimmrechtskampf (proxy contest, proxy fight) liefert. Die staatliche Ordnung weist aber zahlreiche Unzulänglichkeiten auf, welche dem Aktionär praktisch nicht erlauben, sein Recht auszuüben. Vor allem vermag er sein Einsichtsrecht in das Aktienbuch gegen den allfälligen Widerstand der Verwaltung nicht rasch genug durchzusetzen, um mit den stimmberechtigten Aktionären fristgerecht Verbindung aufzunehmen⁵¹. So riskiert die Opposition mit ihrer Werbung ins Leere zu stossen, weil sie die ihr unbekannten Stimmberechtigten nicht erreichen kann. Überdies muss sie die Kosten ihrer Bemühungen selbst tragen, während sich die Verwaltung aus Gesellschaftsmitteln decken und auch ihren geschulten Angestelltenstab in Anspruch nehmen kann. Das ungenügende Aufschlussrecht des Aktionärs vermittelt ihm überdies nach staatlichem Recht keine ausreichende Tatbestandskenntnis, um sich mit der vollauf orientierten Verwaltung mit gleichen Waffen messen zu können. Durch Rule X-14A-7 verbesserte die SEC die Rechtsstellung des Aktionärs wesentlich, ohne aber allen Wünschen gerecht zu werden.

Voraussetzung für die Anwendbarkeit der communication rule ist die tatsächliche oder beabsichtigte Durchführung einer solicitation durch die

50 Caplin 117.

51 Der Name communication rule erklärt sich aus dieser Verbindungsaufnahme mit anderen Aktionären zur Vorbereitung eines Stimmrechtskampfes. Rule X-14A-7 hat den Untertitel "Communications among shareholders".

Verwaltung⁵². Theoretisch könnte sie sich durch Bestreitung eines solchen Vorhabens ihren Verpflichtungen zu entziehen und die Aktionäre um ihre Rechte aus Rule X-14A-7 zu prellen versuchen. Praktisch wird es sich allerdings kaum eine Verwaltung leisten können, auf eine eigene Werbung zu verzichten, wenn die Opposition sich bereits organisiert und um die Abgabe von Aktionärverzeichnis ersucht hat. Die communication rule verpflichtet die Verwaltung, dem Aktionär auf sein Gesuch hin wahlweise entweder:

- ein Verzeichnis aller im Aktienbuch eingetragenen stimmberechtigten Aktionäre zu übergeben, wobei zu spezifizieren ist, ob und in welchen Fällen es sich um Makler, Banken usw. handelt und wieviele beneficial owners ungefähr dahinter stehen und von solchen record owners begrüsst werden. Anzugeben sind ferner die mutmasslichen Versand- und Behandlungskosten der Makler und Banken usw., falls sie die Vollmacht der beneficial owners einholen müssten (Rule X-14A-7[c]), oder aber
- ihm genaue Angaben über die Zahl der eingetragenen Aktionäre und der beneficial owners sowie über die mutmasslichen Versandkosten für das proxy statement und andere Werbeunterlagen an die Aktionäre zu liefern. Dies soll der Opposition eine Beurteilung ihrer Chancen und einen Voranschlag der Kosten ermöglichen. (Rule X-14A-7[a]). Ausserdem muss die Verwaltung den Aktionären - sofern sie sich für diese Alternative entschliesst - das Vollmachtsformular, das proxy statement und das übrige proxy material der Opposition zustellen. (Die Opposition kann dies nicht selbst besorgen, sofern sie das Aktionärsverzeichnis nicht erhält.) Der Aktionär muss die entstehenden Kosten übernehmen. Sollten die Aktionäre andererseits mit dem Verzeichnis bedient werden, so haben sie sich selbst um die Spedition zu kümmern (Rule X-14A-7[b]).

Unerlässlich für die Durchführbarkeit und den Erfolg einer Werbungskampagne für Vollmachten ist vor allem die Möglichkeit, mit den stimmberechtigten Aktionären in Verbindung zu treten⁵³. Die Verwaltung verfügt über den grossen Vorteil, das Aktienbuch mit den Namen und Adressen der Aktionäre rechtlich und tatsächlich unbeschränkt zu kontrollieren. Demgegenüber steht dem Aktionär nach staatlichem

⁵² Rule X-14A-7 am Anfang; vgl. *Smith v. Republic Pictures Corp.*, 144 N. Y. S. 2d 142, aff'd 145 N. Y. S. 2d 311, appeal denied 147 N. Y. S. 2d 674. (1955).

⁵³ *Aranow* 26 f.

Recht lediglich ein mehr oder weniger weitgehendes Recht auf Einsichtnahme zu. In den meisten Staaten sind Entscheidungen ergangen, wonach die Absicht der Aktionäre, mit ihren Mitaktionären Verbindung aufzunehmen und in Opposition zur Verwaltung Vollmachten zu werben, einen proper purpose darstellt und zur Einsichtnahme berechtigt⁵⁴. Die Verwaltung ist aber in den meisten Staaten nicht gehalten, dem Aktionär einen Auszug aus dem Aktienbuch auszuhändigen⁵⁵ (stockholders' list). Er ist zwar in der Regel befugt⁵⁶, die Eintragungen abzuschreiben, doch kann dies je nach der Grösse der Gesellschaft einen prohibitiven Arbeits- und Zeitaufwand bedeuten.

Die proxy regulation hat durch Rule X-14A-7 eine wesentliche Besserstellung für den Aktionär gebracht⁵⁷, indem sie die Verwaltung unter gewissen Voraussetzungen verpflichtet, dem Aktionär ein Verzeichnis der Gesellschafter und ihrer Adressen zu übergeben, sofern sie nicht von ihrem Wahlrecht Gebrauch macht und den Versand des proxy material der Opposition übernimmt. Die bundesrechtliche Regelung schliesst die staatliche Kompetenz zur Ordnung des Aktienbuches nicht aus. Der Aktionär kann auch im Geltungsbereich der proxy regulation nach staatlichem Recht Einsicht und allenfalls ein Verzeichnis verlangen, sofern dies tunlich ist⁵⁸. Ein wesentlicher Nachteil der bundesrechtlichen Regelung liegt für den Aktionär darin, dass die Verwaltung den Aktienbesitz der eingetragenen Aktionäre in ihrem Verzeichnis nicht spezifizieren muss. Diese Daten würden der Opposition ermöglichen, sich in ihrer Werbung auf die wichtigeren Aktionäre zu konzentrieren und damit erhebliche Kosten zu sparen.

Erfahrungsgemäss wählt die Verwaltung in der Regel die Alternative, den Aktionären Aufschluss zu erteilen und den Versand des proxy material für sie zu besorgen, anstatt ihnen das Verzeichnis der Gesellschafter

54 *Steinberg v. American Bantam Car Co.*, 76 F. Supp. 426 (WD Pa 1948) appeal dismissed as moot, 173 F. 2d 179 (3rd Cir. 1949); *Matter of Bresnick*, 121 N. J. L. J. 788 (Sup. Ct. March 3, 1949), *aff'd* 275 App. Div. 805, 89 N. Y. S. 2d 701 (1st Dep't 1949); *Feist v. Joseph Dixon Crucible Co.*, 30 N. J. Super. 153 (app. Div. 1954).

55 *Steinberg v. American Bantam Car Co.*, 76 F. Supp. 426 (WD Pa 1948) appeal dismissed as moot, 173 F. 2d 179 (3rd Cir. 1949).

56 N. Y. Stock Corp. Law § 10.

57 Caplin 123 f.

58 *Smith v. Republic Pictures Corp.*, 144 N. Y. S. 2d 142, *aff'd* 145 N. Y. S. 2d 311 appeal denied 147 N. Y. S. 2d 674 (1955); *Alabama Gas Corporation v. Hugh Morrow, Jr.* [CCH Fed. Sec. Rep. 90806] (Ala. Sup. Ct.), March 7, 1957.

in die Hand zu geben⁵⁹. Sie sichert sich damit eine gewisse Kontrolle über die Aktivität der Opposition. Insbesondere kann sie die zeitliche Abwicklung der solicitation beeinflussen. Nach Rule X-14A-7 (b) muss nämlich die Verwaltung den Versand nicht vor dem Datum vornehmen, an dem sie ihre Bewerbung beginnt oder für die letztjährige Generalversammlung begonnen hat, wobei der frühere Zeitpunkt massgebend ist. Demgegenüber ziehen die Aktionäre im allgemeinen das Aktionärverzeichnis vor, um ihre Kampagne unabhängig von der Verwaltung durchführen zu können.

Es ist an dieser Stelle daran zu erinnern, dass eine der hauptsächlichsten Unzulänglichkeiten der proxy regulation darin besteht, dass die Verwaltung weder nach dem Gesetz noch nach der Praxis verpflichtet ist, solicitations überhaupt durchzuführen⁶⁰. Die zum Schutze des Aktionärs erlassenen Bestimmungen über Aufschlussrecht, Antragsrecht usw. können daher in dem Ausmass gar nicht zur Auswirkung gelangen, als viele Verwaltungen auf Bewerbungen verzichten oder sich nur an ihren Anhang wenden⁶¹.

Begrüssenswert ist der kürzlich gefasste Beschluss des New York Exchange, solicitations für jede Generalversammlung und alle kotierten Aktien obligatorisch zu erklären⁶², denn nach einer 1949 durchgeführten Schätzung unterliessen rund ein Drittel aller registrierten Gesellschaften die Bewerbung⁶³.

Die communication rule gibt dem Aktionär das Recht und auch die praktische Möglichkeit, für eigene Anträge und Kandidaten Stimmen zu werben. Theoretisch ist es sehr wohl denkbar, dass sich die Verwaltung um eine solche solicitation überhaupt nicht kümmert und die Aktionäre ungestört handeln lässt. Tatsächlich wird sich aber die Verwaltung in aller Regel zu Recht durch das Vorgehen der Aktionäre in ihrer Herrschaft bedroht fühlen und sich energisch für ihre eigenen Anträge und Kandidaten einsetzen. Gebrauch von Rule X-14A-7 bedeutet daher in der Praxis stets Stimmrechtskampf (proxy fight, proxy contest). Ein Stimmrechtskampf mit dem typischen Aufeinanderprellen von Argumenten und Gegenargumenten bildet das beste Mittel, um das Interesse der Aktionäre an der Gesellschaft zu wecken und ihren Einfluss wieder herzustellen.

59 Clinlin 129.

60 Dean 483, 488; in re Zickl, 73 N. Y. S. 2d, 181 (Sup. Ct. 1947).

61 Bayne 215.

62 1955; Aranow & Einhorn Note 2, p. 30.

63 Bayne 207, 216; Gilbert 85, 86.

Proxy contests geniessen in den Vereinigten Staaten eine ausserordentliche Publizität in Fachzeitschriften und Tagespresse, namentlich wenn bekannte Gesellschaften beteiligt sind. Das grösste Interesse dürfte bisher der Kampf um die Beherrschung der New York Central Railroad gefunden haben (1954). Seither hat auch der 1956 ausgebrochene Streit zwischen der Fairbanks, Morse & Co., einem bedeutenden Familienunternehmen der Maschinenindustrie und der Penn-Texas Corp., einer durch den internationalen Erfolgsfinancier Silberstein aufgezogenen Holdinggesellschaft mit mehreren Tochtergesellschaften der Maschinenbranche (insbesondere der Pratt & Whitney Co.) die Öffentlichkeit stark beschäftigt. Der Verlauf dieses Machtkampfes war vor allem deshalb interessant, weil sich die beiden Gegner einen wechselseitigen proxy fight in beiden Gesellschaften lieferten. Silberstein hatte zur Unterstützung des von ihm lancierten Stimmrechtskampfes gegen die Verwaltung der Fairbanks-Morse & Co. Aktien zusammengekauft. Trotzdem er schliesslich 49.5% in Händen hatte, konnte er sich an der Generalversammlung 1957 nicht durchsetzen. Seinen weiteren Bemühungen setzte eine Injunction des Bundesdistriktsgerichtes von Chicago ein Ende, welches ihm einen zusätzlichen Aktien-erwerb für fünf Jahre untersagte. Schon vorher hatte aber die Verwaltung von Fairbanks-Morse & Co. den Kampf in Silbersteins eigene Finanzgesellschaft, die Penn-Texas Corp. getragen und erfocht endlich 1958 einen vollständigen Sieg. In die nunmehr von Fairbanks-Morse kontrollierte Penn-Texas Corp. wurde schliesslich die Aktienmehrheit der erstern Gesellschaft eingebracht. Silbersteins Kampf trug stark spekulativen Charakter. Er unterlag nicht zuletzt deshalb, weil er seine Gesellschaft zur Bestreitung der gewaltigen Kosten aushöhlen musste, was einen Kurssturz der Aktien zur Folge hatte⁶⁴.

Wenn die communication rule an und für sich ein brauchbares Instrument zur Förderung der shareholder democracy darstellt, so bilden doch in der Praxis die mit einer unabhängigen solicitation der Aktionäre verbundenen Kosten⁶⁵ ein schweres Hindernis für die Entwicklung einer aktiven Teilnahme der Stimmberechtigten am gesellschaftlichen Geschehen.

64 Der Verfasser hat selbst Gelegenheit gehabt, zu verfolgen, mit welchem Interesse die amerikanische Tagespresse die Höhepunkte dieses Stimmrechtskampfes durch Schlagzeilen und Berichte auf der Titelseite auswertete. Vgl. über den Ausgang: NZZ Nr. 2663 17. 9. 1958 sowie Newsweek 7. 7. 1958.

65 Note, Cornell Law Q., Proxy contests: extent to which management and insurgent groups can charge corporate treasure for expenses thereof, 41 Cor-

Die Kosten eines Stimmrechtskampfes können beträchtliche Beträge erreichen, was aus folgenden Beispielen erhellt⁶⁶:

Gesellschaft	Zahl der Aktionäre	Jahr	Aufwendg. der Verwaltung	Aufwendg. der Opposition	Sieger
1. Fairchild Engine & Airplane Corp.	10.400	1949	\$ 133.966	\$ 127.556	Opposit.
2. Sparks-Withington Co.	8.500	1950	51.165	6.000	Opposit.
3. Thompson-Starret Co.	6.800	1947	20.110	25.755	Opposit.
4. United Cigar-Whelan Stores Corp.	16.000	1951	60.159	30.534	Opposit.
5. New York Central Railroad	41.000	1954	875.000	1.308.733	Opposit.
6. New York, New Haven and Hartford Railroad	5.100	1954	94.321	94.834	Opposit.

Quellen:

1. Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp., 308 N. Y. 168, 128 N. E. 2d 291 (1955).
2. Emerson & Latham, Further Insight Into More Effective Stockholder Participation: The Sparks-Withington Proxy Contest, 60 Yale L. J. 429, 433, 445 (1951).
3. Proxy Statement for 1949 Annual Meeting of Thompson-Starret Company, Inc. Note that the insurgent expense was stated as \$ 27 755.82 in Steinberg v. Adams, 90 F. Supp. 604, 606 (S. D. B. Y. 1950).
4. Referee's Report, Green Sales Co., Inc. v. United Cigar-Whelan Stores Corp., No. 9559 (Sup. Ct. N. Y. County Aug. 28, 1952); Proxy Statement, United Cigar-Whelan Stores Corp. 1952.
5. 1955 Proxy Statement, The New York Central Railroad Co., p. 15; New York Times, March 22, 1955, p. 38, col. 3. In a proposed settlement of litigation involving these expenditures, Management agreed to return \$ 125 000 and the insurgents \$ 300 000 to the corporation. New York Times, May 18, 1956, p. 35, col. 5.
6. 1956 Proxy Statement, New York, New Haven and Hartford Railroad Company.

nell L. Q. 714 (summer 1956) [Rosenfeld case].

Note, Contestants in proxy fight entitled to reimbursement of expenses from corporate treasury (Rosenfeld case) 56, Columbia L. Rev. 633, Ap. 1956. 66 Aranow & Einhorn 487.

Über die durchschnittliche Zusammensetzung der Aufwendungen gibt nachstehende typische Aufstellung Aufschluss⁶⁷:

	Verwaltung	Opposition
«Proxy solicitor, Honorar & Ausgaben	\$ 8.129.45	\$ 12.579.17
Anwaltskosten	5.802.60	6.267.89
Experten, Honorar	1.500.—	500.—
Druckkosten	1.789.67	2.145.—
Speditionskosten	1.434.13	1.264.91
Verschiedenes	1.463.79	2.998.85
	<u>\$ 20.110.64</u>	<u>\$ 25.755.82</u>

Quelle: 1949 Proxy Statement of Thompson-Starret Company, Inc.
See also discussion in Gilbert, The High Cost of Proxy
Fights, Investor, October, 1950.»

Ausschlaggebend für die Höhe der Kosten sind vor allem die Heftigkeit des Stimmrechtskampfes und die Anzahl der Aktionäre. Während anfänglich eher improvisiert wurde, kann ein Erfolg heute nur noch mit zweckmässig organisierten Kampagnen erreicht werden. Eine gründliche Zusammenarbeit zwischen Anwälten, Rechnungssachverständigen, public relations Experten und berufsmässigen proxy solicitors ist unerlässlich⁶⁸.

Das in obenstehender Aufstellung berücksichtigte Beispiel des proxy fights⁶⁹ der Sparks-Withington Co., einem Unternehmen der Radio-, TV- und Autozubehörindustrie zeigt im übrigen, dass sich ein Kleinaktionär mit relativ geringen Kosten gegen die Verwaltung durchsetzen kann, sofern seine Argumente überzeugen. Die Opposition wurde in jenem Fall durch ungenügende Dividendenausschüttungen des blühenden Geschäftes zur Aufnahme des Stimmrechtskampfes veranlasst. Die Verwaltung zweigte einen verhältnismässig starken Löwenanteil des Gewinns durch übersetzte Dividenden für preferred shares und durch ungerechtfertigte Saläre und Pensionsabkommen für sich selbst ab. Es gelang der Opposition dank geschickter persönlicher Werbung (mit Hilfe eines Privatflugzeugs) auf den Beginn der Generalversammlung von den rund 960.000 ausgegebenen stimmberechtigten Aktien (im Besitz von ca. 5000

67 Aranow & Einhorn 488.

68 Vgl. über die Methode der solicitation p. 80f., insbesondere p. 82 und 84f.

69 Vgl. Emerson & Latham 51f., vgl. oben p. 123.

record und 8500 beneficial owners) ungefähr 40.000 mehr auf ihre Seite zu bringen als die Verwaltung, obwohl diese von Cocktailparties bis zu Gratis-Televisionsapparaten alle zur Verfügung stehenden Werbemittel einsetzte. Dank solcher Methoden und masslosem Gebrauch von Telefon und Telegraph vermochte die Verwaltung im Verlauf der viertägigen Generalversammlung immerhin noch 27.000 jener 40.000 Stimmen zum Frontwechsel zu veranlassen (proxy switching) ohne aber das Blatt vollständig wenden zu können. Man darf diesen Stimmrechtskampf mit gutem Recht als Schulbeispiel für die Zweckmässigkeit der proxy regulation in Fällen missbräuchlicher Geschäftsführung bezeichnen.

Die SEC hat in der proxy regulation eine Aufschlusspflicht über die beidseitigen Aufwendungen in einem Stimmrechtskampf festgelegt. Seit der Revision von 1956 muss — ausgenommen in Wahlkämpfen — lediglich das Honorar von allfälligen proxy solicitors angegeben werden. In election contests hat das proxy statement nach Item 3 (b) (4) von Schedule 14A die Gesamtauslagen auszuweisen. Dabei kann es sich nur um gutgläubige Schätzungen handeln. In allen Fällen müssen die Personen genannt werden, welche die Kosten tragen werden. Oppositionsgruppen haben ferner anzugeben, ob sie sich um eine Rückerstattung ihrer Auslagen durch die Gesellschaft bemühen werden.

Während sich die Verwaltung für ihre Aufwendungen zumindest in einem gewissen Rahmen an die Gesellschaftskasse halten kann, sind die Aktionäre gezwungen, die Wahlkampagne aus eigenem zu finanzieren. Es ist verständlich, dass sie Mittel und Wege suchten, um auch ihrerseits die Gesellschaft für ihre Kosten zu belasten. Eine diesbezügliche Gleichstellung der Aktionäre mit der Verwaltung wäre aus Billigkeitserwägungen und im Interesse der Förderung ihrer aktiven Teilnahme am gesellschaftlichen Geschehen zu begrüssen. Gesetz und Praxis haben diesem Postulat bisher in nur ungenügender Weise entsprochen. Die Rechtslage unterscheidet sich je nach dem Tatbestand:

Eine erfolglose Opposition hat kein Recht auf Rückerstattung ihrer Auslagen durch die Gesellschaft⁷⁰. Dieser Grundsatz unterliegt einer gewissen Kritik, weil die unbillige Lastenverteilung die Initiative der Aktionäre nicht gerade ermutigt⁷¹. Andererseits bedeutet sie eine Bremse

70 Phillips v. United Corporation Civ. No. 40-497 SDNY, oder CCH Fed. Sec. Law Rep. 145-147 Transfer Binder § 90 395 (SDNY 1947) appeal dismissed 171 F. 2d 180 (2d Cir. 1948).

71 Friedman, Expenses of Corporate Proxy Contests, 51 Col. L. Rev. 951, 958 (1951).

für Vorstöße, welche unbegründeterweise lediglich aus Streitlust oder aus persönlichen Motiven anstatt im Interesse der Gesellschaft oder aller Aktionäre unternommen würden, sofern die Kosten zum vornherein von der Aktiengesellschaft zu tragen wären.

Demgegenüber ist der Anspruch erfolgreicher Oppositionsgruppen auf Vergütung ihrer Aufwendungen im Stimmrechtskampf durch die Gesellschaft bisher in zwei Fällen gerichtlich geschützt worden. Beidemale war die Rückerstattung durch eine Mehrheit der nächsten Generalversammlung ratifiziert worden. Im ersten Fall⁷² entschied das Bundesgericht für den südlichen Distrikt von New York 1950 unter Anwendung von Delaware Recht. Der Richter stützte sich auf eine Reihe von Präzedenzfällen, welche der Verwaltung das Recht zuerkannten, in einem vernünftigen Rahmen Gesellschaftsmittel zu verwenden, um ihre Geschäftsführung in einem Stimmrechtskampf zu verteidigen. Er sah keinen Grund, die entsprechenden Ansprüche einer Opposition abzuweisen, welche die Mehrheit der Aktionäre von der Zweckmässigkeit einer anderen Geschäftspolitik überzeugen könnte.

Der zweite Fall ist insbesondere deshalb zu einer der meistdiskutierten Entscheidungen der einschlägigen Literatur geworden, weil sowohl die durch die Generalversammlung bestätigte Rückerstattung der Aufwendungen der siegreichen Opposition als auch die Verwendung von Gesellschaftsmitteln durch die unterliegende Verwaltung von einem unbeteiligten Aktionär angefochten wurde⁷³. Der New York Court of Appeals schützte mit vier gegen drei Stimmen den Rückerstattungsanspruch der Opposition von \$127.556 und die Belastung der Gesellschaftskasse mit den ebenso hohen Aufwendungen der ehemaligen Verwaltung; drei Richter hielten ganz allgemein dafür, es sei Sache der Aktionärmehrheit, frei über derartige Angelegenheiten zu entscheiden, während der vierte keinen Nachweis für die Unbegründetheit der Ausgaben als erbracht anerkennen wollte, womit er immerhin dem freien Ermessen der Generalversammlung implicite durch das Kriterium der "reasonableness" eine Schranke setzte.

In Anbetracht dieser wichtigen Entscheide in führenden Aktienrechtsstaaten besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass sich eine entsprechende allgemeine Praxis durchsetzen wird. Voraussetzungen für eine

72 Steinberg v. Adams 90 Fed. Supp. 604 (SDNY 1950).

73 Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corporation 116 NYS. 2d 840 (Sup. Ct. 1952) aff'd 284 App. Div. 201, 132 NYS. 2d 273 (2d Dep't 1954), aff'd 309 N. Y. 168 (1955) (durch derivative action, siehe p. 40, 42).

Rückerstattung wären demnach diesbezügliche Beschlüsse der Verwaltung und der Generalversammlung und allenfalls die Begründetheit der Aufwendungen⁷⁴.

Die selben Grundsätze sollten angewandt werden, wenn die Opposition nur teilweise erfolgreich aus dem Stimmrechtskampf hervorgeht. Emerson und Latcham stellen ein ausgeklügeltes System der proportionalen Kostenverteilung zur Diskussion⁷⁵. In der Praxis dürfte es allerdings schwer halten, die erforderliche Mehrheit in solchen Fällen zusammenzubringen.

Wenn demgegenüber das Recht der Verwaltung, in Stimmrechtskämpfen auf Gesellschaftsmittel zu greifen, unbestritten ist, so ist es doch nicht unbeschränkt. Staatliche oder bundesrechtliche Gesetzesvorschriften über diese Frage bestehen nicht. Nach den Grundsätzen des demzufolge anwendbaren Common Law können Gesellschaftsmittel nur für gesellschaftliche Zwecke in Anspruch genommen werden, d. h. zur Förderung der Interessen und der Tätigkeit der Gesellschaft. Jede andere Verwendung wird als *ultra vires* betrachtet⁷⁶.

Da eine gewisse Aufschlusspflicht der Verwaltung über Gesellschaftsangelegenheiten den Aktionären gegenüber besteht – verbunden mit der Verpflichtung, Generalversammlungen abzuhalten – müssen die mit diesen Obliegenheiten verknüpften Ausgaben billigerweise der Gesellschaft überbunden werden. Gelangt in diesem Zusammenhang die Geschäftspolitik⁷⁷ der Verwaltung und damit indirekt deren Wiederwahl zur Diskussion, so erscheint es angemessen, die Verteidigung der Geschäftsführung finanziell zu decken. Voraussetzung ist allerdings, dass diese Verteidigung so objektiv erfolgt, dass die Aktionäre ein wohlfun-

74 Wobei der Gegenbeweis der anfechtenden Partei obliegen würde.

75 Emerson & Latcham 142.

76 Aranow & Einhorn 491; Weissenstein definiert den Begriff „*ultra vires*“ wie folgt: „... ausserhalb des Gesellschaftszweckes: ... Durch die Anerkennung als juristische Person erlangt eine Personengemeinschaft nicht unbedingte Rechts- und Handlungsfähigkeit, sondern nur das Recht, solche Rechtsakte vorzunehmen, welche durch ihre *charter* (einst ein Gnadenakt des Souveräns, heute die fundamentale Gründungsurkunde) gestattet werden. Jedes darüber (über den Gesellschaftszweck: *beyond the corporate powers*) hinausgehende Rechtsgeschäft ist *ultra vires*, unzulässig, macht die Direktoren verantwortlich, ist unter Umständen nicht klagbar ...“; über die *ultra vires* Theorie im allgemeinen vgl. Ballantine 240 f.

77 *Hand v. Missouri-Kansas Pipeline Co.*, 54 F. Supp. 649 (D. Del. 1944); *Hall v. Translux Corp.* 20 Del. Ch. 78, 171 Atl. 226, (Ch. 1934); *Peel v. London, & N. W. Ry*, 1907, 1 Ch. Div. 5 (C. A.).

diertes eigenes Urteil bilden können. Die Verwaltung ist insbesondere nicht berechtigt, Gesellschaftsmittel zur Förderung ihrer persönlichen Interessen zu verwenden⁷⁸.

Praktisch sind allerdings solche persönlichen Interessen in einem Stimmrechtskampf von der Geschäftspolitik kaum zu scheiden, so dass das Kriterium einen eher akademischen Wert besitzt⁷⁹. Die Praxis der verschiedenen Staaten ist denn auch uneinheitlich und insbesondere in New York noch nicht gefestigt. Immerhin hat sich die Rechtslage durch *Rosenfeld v. Fairchild*⁸⁰ insofern geklärt, als auch die Ausgaben der Verwaltung mit dem Masstab der reasonableness zu werten sind. Gelingt der Beweis für die Unbegründetheit der Aufwendungen, so kann der Richter die Verwaltung trotz einer allfälligen Ratifikation durch die Generalversammlung unter Umständen zur Rückerstattung der zuviel bezogenen Gesellschaftsmittel verurteilen.

Die beiden Autoren Emerson und Latcham haben sich die Mühe genommen, auch Stimmrechtskämpfe einer statistischen Analyse zu unterziehen, und zwar in den Jahren 1951 und 1952⁸¹.

Der SEC wurden in diesen beiden Jahren 1791 bzw. 1803 proxy statements eingereicht, wovon 25 oder 1,39% bzw. 27 oder 1,49% durch oppositionelle Aktionäre⁸². Die betroffenen Gesellschaften wiesen 1951 und 1952 eine Bilanzsumme von 1,5 bzw. 15,5 Milliarden Dollar aus. In der letzteren Zahl sind die 12,75 Milliarden der American Telephone and Telegraph Co. eingeschlossen. Vergleichsweise betrug die Gesamtbilanzsumme aller amerikanischen Industriegesellschaften per Ende 1951 \$ 144,8 Milliarden⁸³. Die in die Stimmrechtskämpfe der Jahre 1951 und 1952 verwickelten Gesellschaften waren zur Hälfte Industrie-, zu einem Drittel Transport- und zu einem Sechstel Handels- und Finanzgesellschaften etc.

78 *McGoldrich v. Segal*, 124 N. Y. L. J. 461 col 2 [N. Y. Sup. Ct., Sept. 14, 1950].

79 *Steinberg v. Adams*, 90 F. Supp. 604 [SDNY 1950] «Generally policy and personal do not exist in separate compartments».

80 *Rosenfeld v. Fairchild Engine & Airplane Corp.*, 116 N. Y. S. 2d 840 (Sup. Ct. 1952) aff'd 284 App. Div. 201, 132 N. Y. S. 2d 273 (2d Dep't 1954), aff'd 309 N. Y. 168 (1955).

81 Vgl. Emerson & Latcham 119 f. für alle Angaben ohne Quellenangabe.

82 Der Zehnjahresdurchschnitt von 1943 bis 1952 betrug ca. 1600 bzw. ca. 27 [vgl. die SEC Annual Reports 13 p. 42, 15 p. 48, 16 p. 42, 17 p. 44, 18 p. 43], von 1953 bis 1955 ca. 1920 bzw. ca. 28 [vgl. SEC Annual Reports 20 p. 37, 21 p. 36, 22 p. 102].

83 SEC Statistical Series Release No. 1081 (1952).

Die Oppositionsgruppen verfügten durchschnittlich über 7–8% der Aktien der beteiligten Gesellschaften. Annähernd 40% ihrer Mitglieder rekrutierten sich aus Geschäftsleuten, 15% aus Anwälten, 13% aus Maklern etc., 7% aus Privatleuten usw.

Fast drei Viertel aller Stimmrechtskämpfe der Jahre 1951 und 1952 drehten sich um die Wahl von Oppositionsvertretern in den Verwaltungsrat. In der Hälfte aller Fälle standen auch Sachanträge zur Diskussion, so dass in ungefähr einem Viertel sowohl über Wahlvorschläge als auch über Sachtraktanden von Aktionären abgestimmt werden musste⁸⁴.

Folgende Geschäfte wurden von den Aktionären vorgebracht: Erhöhung oder Verminderung der Mitgliederzahl des Verwaltungsrates, Bücherkontrolle, Fusion oder Verkauf der Aktiven, Pensionskassen, Dividendenpolitik, Aktienbesitz der Verwaltung etc. Etwas mehr als 20% der Aktionäranträge verlangten lediglich eine Minderheitsbeteiligung im Verwaltungsrat, während in rund 40% der Fälle um die Mehrheit gerungen wurde.

Erstaunlicherweise wurde nur in drei Fällen zur Unterstützung der solicitation von der proposal rule X-14A-8 Gebrauch gemacht⁸⁵, welche den Aktionären erlaubt hätte, ihre Anträge auch im proxy statement der Verwaltung zu verbreiten und durch die '100 words of reason' zu unterstützen. Der stimmende Aktionär hätte sich auch im Vollmachtsformular der Verwaltung positiv oder negativ über die Anträge der Opposition entscheiden können.

Während die mittels der proposal rule vorgebrachten Anträge sich vor allem auf das cumulative voting System, auf die Beiziehung von Bücherexperten, auf Jahresberichte, den Ort der Generalversammlung usw. bezogen, standen in den Stimmrechtskämpfen interessanterweise die Dividendenpolitik und die Geschäftsführung und Qualifikation der Verwaltung im Vordergrund⁸⁶.

Die Oppositionsgruppen beschränkten sich ausnahmslos nicht auf die Versendung des proxy statement, sondern unterstützten ihre Sache durch persönliche Werbung. In fünf Fällen wurden kostenvertuernde berufsmässige proxy solicitors beigezogen, deren Dienste von der Verwaltung regelmässig in Anspruch genommen werden. Die Ausgaben der Aktionäre beliefen sich 1951 auf 50 bis 30 000 \$ mit einem Mittel von

84 Emerson & Latham 125.

85 Vgl. über die Vorteile einer kombinierten Verwendung von Rule X-14A-7 & 8 insbesondere hinsichtlich der Kosten, p. 124.

86 Emerson & Latham 141.

7 077 Dollar, und 1952 auf 200 bis 55.841 Dollar oder durchschnittlich 10.652 Dollar.

Die mittlere Stimmbeteiligung erreichte 1951 82% und 1952 85%, wobei allerdings die entsprechenden Zahlen nicht bei allen Gesellschaften in Erfahrung gebracht werden konnten. Die Sachtraktanden der Jahre 1951 und 1952 erreichten im Mittel etwas mehr als 30% aller Stimmen. Drei drangen durch, einer davon ohne Opposition seitens der Verwaltung. Von den Wahlvorschlägen für eine Minderheitsvertretung im Verwaltungsrat wurden rund 40% angenommen. Die Oppositionsgruppen, welche die Mehrheit zu erringen suchten, erreichten durchschnittlich annähernd 45% der Stimmen. In sechs Fällen hatten sie vollen Erfolg und vereinigten im Maximum ca. 70% aller Stimmen auf sich.

Es lassen sich aus diesen statistischen Unterlagen verschiedene Schlüsse ziehen. Vor allem widerlegen sie eindeutig die oft von Gegnern der shareholder democracy im allgemeinen und der communication rule im besonderen geäußerten Befürchtungen, wonach die proxy regulation von den Aktionären mißbraucht würde. Der Prozentsatz von Stimmrechtskämpfen pro Jahr ist mit rund 1.5% sehr bescheiden. Die verfochtenen Anträge erwiesen sich in keiner Weise als schikanös oder querulantis, sondern im Gegenteil in der Regel als wertvoll und wohlbegründet. Es ist zwar zuzugeben, dass es Persönlichkeiten gibt, welche gestützt auf ihren Aktienbesitz in verschiedenen Gesellschaften beinahe einen Beruf daraus machen, zur Opposition gegen die eingesessene Verwaltung aufzurufen. Solche Vorkämpfer der shareholder democracy mögen zugegebenermaßen oftmals vor allem persönliche Ziele verfolgen und die Namen proxyteer und talking stockholder⁸⁷ verdienen. Die Erfahrung hat jedoch gelehrt, dass sie nur dann Erfolgsaussichten haben, und tatsächlich auch nur dann einen Kampf wagen, wenn sie gute Gründe gegen die bisherige Verwaltung nachweisen können. Stimmrechtskämpfe erfüllen damit die auch in der Politik bewährte Funktion, unwürdige und

87 Vgl. Caplin 215 f.; Emerson & Latham 148. Als solche haben sich insbesondere die Brüder Gilbert dank ihres ererbten Vermögens von Aktien vieler Gesellschaften hervorgetan. Von 285 shareholder proposals der Jahre 1948–1951 stammten 137 oder 48% von den beiden Brüdern. (Vgl. Emerson & Latham, The SEC proposal rule: the corporate gadfly 19 U. of Chi. L. Rev. 807, 830, 1952). Eine hedeutende Rolle spielt auch die Federation of Women Shareholders in American Business Inc. (ca. 1500 Mitglieder aus 29 Staaten; Jahresbeitrag \$ 5.–), deren Präsidentin Mrs. Soss sich nicht scheute, in einem Gay-Nineties-Aufzug an der U. S. Steel Generalversammlung 1949 zu erscheinen, um sich den veralteten Methoden der Gesellschaft anzupassen.

ungeeignete Verwaltungen auszumerzen oder zu besseren Leistungen zu zwingen⁸⁸.

Es mag sein, dass die einer Gesellschaft durch einen Stimmrechtskampf zugefügten Erschütterungen für den ersten Augenblick nicht unbedingt förderlich sind. Ein proxy fight ist jedoch ein Forum für Ideen und Argumente und wird sich letzten Endes wie die Instrumente der politischen Demokratie gesund auswirken. Eine elastische und fähige Verwaltung braucht keine öffentliche Diskussion zu scheuen. Die Erfahrung und Sachkenntnis einer gesprengten, unfähigen Verwaltung dürfte in den meisten Fällen bald durch die Initiative der neuen Leute wettgemacht werden⁸⁹.

8. Zusammenfassende Würdigung und Ausblick⁹⁰

Die Bedeutung der proxy regulation ist zweifacher Natur. Im grösseren Rahmen verkörpert sie eines der Instrumente, mit welchen die Securities-Gesetzgebung ihrer eigentlichen Aufgabe gerecht zu werden versucht: das öffentliche Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarktes als dem Regulator einer freien Wirtschaft wieder heranzubilden⁹¹. Die Verordnung erfüllt ihre Funktion in diesem weiteren Zusammenhang, indem sie

88 Vgl. Note, 62 Yale L. J. 2, 806, 1953.

89 Im übrigen zeichnet sich in den Vereinigten Staaten ohnehin in zunehmendem Masse ein rascher, personeller Wechsel in den Verwaltungen ab; (Booz, Allen & Hamilton, *The Growing Problem of Executive Turn-Over*, 1953); vgl. noch Emerson & Latham 138 f. insbesondere 143, welche der Meinung entgegenreten, dass "... the operation of a corporation requires nothing less than harmony from all shareholders and all directors, that proxy contests destroy harmony, and that therefore they present a clear corporate danger ...", vielmehr ist zu sagen, dass: "... our local and national election contests have not been destructive of our society, and operating a corporation is no more complex than manning government. Indeed the general success we have achieved in the political field would seem to argue strongly for further interjecting criticism and free discussion into corporate life as a desirable instrument for its progress ... In an economic contest the discussion-criticism motivation appears as competition ... fundamental to the capitalistic system".

90 Emerson & Latham 145 f.; Caplin 114 f., 165 f., 194 f., Aranow & Einhorn 519; vgl. auch Demmler, Ralph H., *Developments in Federal Regulation of Securities*, *The Business Lawyer*, July 1957, p. 470.

91 Aranow & Einhorn XIII; vgl. p. 24, 68.

die Verwaltung zur Erteilung von Aufschlüssen verpflichtet, welche den Aktionären eine sachliche Bewertung ihrer Investitionen erlauben.

Als zweites Ziel sucht die proxy regulation das aktienrechtliche Postulat der shareholder democracy zu verwirklichen und so das ursprüngliche Mitbestimmungsrecht des Aktionärs in seiner Gesellschaft wieder herzustellen⁹².

Die beiden Zweckbestimmungen ergänzen sich in natürlicher Weise. Das Mitspracherecht des Aktionärs erhält seinen Inhalt erst durch ein angemessenes Aufschlussrecht. Die durch den Informationszwang geförderte gesellschaftsinterne und öffentliche Kontrolle und andere Verbesserungen der Rechtsstellung des Aktionärs durch die shareholder democracy sichern dem Aufschlussrecht erst eigentlich eine praktische Tragweite und einen günstigen Einfluss auf gesellschaftsinterne Verhältnisse und Wertpapierhandel.

Die SEC hat sich unter Auswertung ihrer praktischen Erfahrungen durch periodische Revisionen bemüht, die proxy regulation zweckentsprechend auszugestalten. Nachdem sie anfänglich vor allem ein genügendes Aufschlussrecht zu verbürgen und jegliche Irreführung in der Vollmachtenwerbung zu verhindern trachtete, entwickelte sie in der Folge mehr und mehr auch das Mitspracherecht des Aktionärs, indem sie ihm Gelegenheit bot, mit eigenen Bewerbungen und Anträgen an die Mitgesellschafter zu gelangen. Ihre Regelung bildet eine bemerkenswerte Verbesserung der bisherigen Ordnung nach dem massgebenden staatlichen Recht. Ihre Hauptwirkung verdankt die proxy regulation wie die Securities Gesetzgebung im allgemeinen dem präventiven Einfluss ihrer Publizitätsbestimmungen auf das allgemeine Niveau der Praxis des Wertpapierhandels und namentlich der Verwaltung. Ihr Erfolg kann zwar nicht in Zahlen ausgedrückt werden, doch haben viele Verwaltungen mit Bestimmtheit infolge der strengen Aufschlussvorschriften und entsprechenden Sanktionen ihre Haltung den Masstäben der SEC angepasst⁹³. Trotzdem die proxy regulation wesentliches zur Hebung des Niveaus des

92 D. h. im allgemeinen des Minderheitsaktionärs, in diesem Zusammenhang ist an die Bemühungen zu erinnern, im Rahmen der deutschen Aktienrechtsreform die Rechtsstellung der Kleinaktionäre zu verbessern. Vgl. NZZ Nr. 387 vom 9. 2. 59. Ähnliche Probleme stellen sich ferner im schweizerischen Vereinsrecht, wie die kürzlichen Kontroversen im TCS mit aller Deutlichkeit gezeigt haben.

93 Es hat sich beispielsweise auch gezeigt, dass rund $\frac{1}{7}$ aller Emissionsprojekte zurückgezogen werden, sofern die Kontrolle der SEC Unregelmässigkeiten entdeckt.

Wertpapierhandels und der gesellschaftsinternen Beziehungen beigetragen hat, blieb ihr ein ganzer Erfolg aus Gründen verschiedener Natur bis anhin versagt. De lege ferenda müssen noch verschiedene Postulate verwirklicht werden, um eine befriedigende Ordnung zu gewährleisten.

Zu bedauern ist vor allem, dass die Verordnung de lege lata lediglich auf registered (listed) securities anwendbar ist. Der Kongress hätte seine Gesetzgebungsgewalt im Rahmen der Interstate Commerce Clause uneingeschränkt ausschöpfen und auch die zwar nicht an national securities exchanges kotierten, aber zwischenstaatlich gehandelten Titel der proxy regulation unterwerfen sollen⁹⁴. Die Nichtanwendbarkeit der proxy regulation für unlisted securities bat zur Folge, dass rund die Hälfte aller grösseren Publikumsaktiengesellschaften der Vereinigten Staaten der Regelung der SEC nicht unterstehen⁹⁵.

Gemäss zwei Untersuchungen der Kommission verstossen die Bewerbungsmethoden solcher Gesellschaften in den meisten Fällen gegen die Grundsätze der proxy regulation⁹⁶. So nannten beispielsweise 160 von 191 Gesellschaften den Aktionären nicht einmal die Kandidaten für den Verwaltungsrat.

Es fehlte unter diesen Umständen nicht an Bemühungen den Geltungsbereich der proxy regulation entsprechend auszudehnen, doch ist es den Vertretern der interessierten Verwaltungen bis heute gelungen, eine Gesetzesänderung zu verhindern⁹⁷. Nach fruchtlosen Empfehlungen der SEC⁹⁸ brachte Senator Frear einen nach ihm benannten Gesetzesentwurf ein, welcher alle im zwischenstaatlichen Handel engagierten Gesellschaften mit über \$ 3 Millionen Aktiven oder 300 Aktionären der proxy regulation unterwerfen wollte⁹⁹. Davon wären schätzungsweise 1750 Gesellschaften betroffen worden¹.

94 Caplin 211 schreibt die Lücke einer mangelhaften Koordination anlässlich der Redigierung der verschiedenen Securities Gesetze zu.

95 Bayne 223.

96 SEC, A Proposal to Safeguard Investors in unregistered Securities 1946, 1950, vgl. immerhin Caplin 67.

97 So der National Association of Manufactures und der United States Chamber of Commerce: Hearings on S. 2408, 81st Congress 2d Session (1950), p. 70, 107, 201, 216.

98 Hearings before Committee on Interstate and Foreign Commerce on proposed amendments to the Securities Act of 1933 and to The Securities Exchange Act of 1934, 77th Congress, 1st Session (1941); siehe ferner Note, SEC Report on a proposal to safeguard investors in unregistered securities, H. R. Doc No. 672, 79th Cong. 2d Sess. 1946.

99 S. 2408, 81st Congress 1st Session (1949 und S. 1860 [1951]; vgl. die ent-

Nach dem Misserfolg der Frear Bill nahmen Senator Fulbright und andere dessen Entwurf wieder auf, ohne aber bis jetzt durchzudringen. Die Fulbright Bill² würde rund 1200 Gesellschaften mit je über \$ 2 Millionen Aktiven oder 750 Aktionären und einen Gesamtkurswert von \$ 35 Milliarden erfassen³. Die Annahme dieser Vorlage würde einen grossen Schritt vorwärts auf dem Wege zur Verwirklichung der Ziele der Securities Gesetzgebung bedeuten.

Ein weiterer schwerer Mangel der bundesrechtlichen Ordnung besteht darin, dass die Verwaltung die Anwendung der proxy regulation umgehen kann, indem sie ganz einfach nicht um Vollmachten wirbt⁴. Zwar verpflichtet die wichtigste amerikanische Börse, der New York Stock Exchange, alle registrierten Gesellschaften, sich um die Vollmacht jedes Aktionärs zu bewerben. Um auch die übrigen Gesellschaften zur selben Praxis zu zwingen, arbeitet die SEC im Auftrag von Senator Lehman einen entsprechenden Gesetzesentwurf aus⁵, welcher die Verwaltung verhalten würde, den Aktionären vor jeder Generalversammlung ein proxy statement vorzulegen.

Eine der schwerwiegendsten Lücken der proxy regulation findet sich in der proposal rule⁶. Der Aktionär hat nach geltendem Recht keine

sprechende Bill des Repräsentantenhauses von Repr. Multer (H. R. 1383 und 4143 [1951]); Aranow & Einhorn 86 f., Caplin 209; Emerson & Latcham 145 f., Note, The Frear Bill: Extension of Investor Protection to unlisted Securities, 45 Ill. L. Rev. 263 [1950] Loss 613-622.

1 SEC, Report on a proposal to safeguard investors in unregistered securities, H. R. Doc. No. 672 79th Cong. 2d Sess., 1946, p. 17 f.

2 S. 2054, 84th Congress 1st Session [1955].

3 New York Times, May 19, 1956 p. 27; Report of the SEC on S 2054 to the Committee on Banking and Currency U. S. Senate, May 25, 1956, 84th Congress 2d Session. Seither hat Repr. Multer einen Vorstoss unternommen, gewisse von national banks etc. herausgegebene Wertschriftenkategorien der proxy regulation zu unterwerfen. (H. R. 789, 85th Congress sowie H. R. 1041, 86th Congress, Jan. 7, 1959).

4 Vgl. Dean 483, 388; mangels Quorum bleibt die Verwaltung automatisch im Amt (Emerson & Latcham 48, Ballantine 416). Nach einer Schätzung von 1949 bewarb sich $\frac{1}{3}$ aller registrierten Gesellschaften nicht um Vollmachten (Bayne 207, 216; Gilbert 85, 86). 1952 warb $\frac{1}{4}$ nicht um proxies (Emerson & Latcham 48). Andere Gesellschaften wandten sich nur an bestimmte Aktionärgruppen (Bayne 215). Nach «In re Zickl, 73 N. Y. S. 2d 181 (Sup. Ct. 1947) steht es der Verwaltung frei, sich um Vollmachten zu bewerben oder nicht.

5 Aranow & Einhorn XXIII, die meisten Vorstösse werden von demokratischer Seite unternommen (Frear, Fulbright, Lehman); Emerson & Latcham 145 f.

6 Siehe oben p. 111; vgl. Emerson & Latcham 79.

Befugnis, den Mitaktionären eigene Wahlvorschläge durch das proxy statement der Verwaltung zu unterbreiten (Rule X-14A-8 (a)). Es widerspricht dem Zweck der bundesrechtlichen Ordnung, dass das Antragsrecht des Aktionärs so seines potentiell bedeutungsvollsten Inhalts entkleidet ist. Der Kongress liess sich beim Erlass der Securities-Gesetzgebung von der Absicht leiten, den Aktionär nicht nur durch Gewährleistung eines genügenden Aufschlussrechts zu schützen, sondern ihm auch Gelegenheit zu bieten, auf die Gesellschaftsangelegenheiten Einfluss zu nehmen⁷. In diesem Sinne wurden von der SEC in Ausführung von Section 14 (a) die communication und proposal rules geschaffen, welche dem Aktionär eigene Bewerbungen und/oder die Unterbringung von Anträgen im proxy statement der Verwaltung ermöglichen. Dass im Falle der proposal rule Wahlvorschläge ausgeschlossen sind, bedeutet eine schwere Benachteiligung des Aktionärs. Könnte er den Mitaktionären seine eigenen Vertrauensleute für die Wahl in den Verwaltungsrat empfehlen, so hätte er damit ein viel wirkungsvolleres Mittel der Einflussnahme auf die Geschäftsführung in der Hand, als es die Einbringung von Sachtraktanden sein kann. Die Möglichkeit der Wegwahl kann sich schon durch eine günstige prophylaktische Wirkung bewähren. Seit die Zulässigkeit von Sachanträgen gemäss der Revision von 1956 nach staatlichem Recht zu beurteilen ist, lässt die Auslegung des Begriffes proper subject⁸ nur noch wenig Raum für verbindliche Aktionärvorschläge. Die Aktionäre müssen sich auf Empfehlungen beschränken, welche von der Verwaltung leicht missachtet werden können. Umso mehr ist der Aktionär heute darauf angewiesen, die Verwaltung abberufen und ersetzen zu können, sofern ihre Geschäftsführung nicht seinem Willen entspricht⁹. Andernfalls bleibt er praktisch macht- und rechtlos dem Diktat der Verwaltung ausgeliefert. Zwar kann er sich nach Massgabe der communication rule um Vollmachten zugunsten eigener Kandidaten bewerben, doch sind mit einem Stimmrechtskampf in der Regel prohibitive Kosten verbunden.

Es hat nicht an Vorstössen für eine entsprechende Änderung der proposal rule gefehlt. Auch die Gerichte sind verschiedentlich zum Schluss gekommen, dass die Bindung an die Kandidatenliste der Verwaltung eine

7 13 SEC Annual Report 41.

8 p. 114 f.

9 Caplin 243 f.

bedenkliche Einschränkung der freien Ausübung des Stimmrechts bedeutet¹⁰.

Ein Entwurf der SEC scheiterte 1942 am Widerstand der Verwaltungen, welche Gewicht und Einfluss der grossen Gesellschaften hinter sich hatten¹¹. Um die Argumente der Gegner zu entkräften, die Gesetzesänderung würde zu einer Inflation von Kandidaten führen, schlägt Caplin¹² verschiedene Einschränkungen vor, wonach beispielsweise nur ein Aktienbesitz von 10% das Vorschlagsrecht begründen und der Verwaltung ein Auswahlrecht der Kandidaten zustehen würde.

In diesem Zusammenhang wäre es ferner vom Standpunkt der shareholder democracy aus begrüssenswert, wenn die Aktionäre für vertretbare Bewerbungen gemäss communication rule Anspruch auf Entschädigung durch die Gesellschaft hätten. Die einschlägige, noch immer unbefriedigende Rechtsprechung, sollte durch eine Gesetzesänderung korrigiert werden. Weitere Verbesserungen der proxy regulation wären möglich, indem

- die generelle Anwendbarkeit der fraud rule auf den Jahresbericht mit seinen finanziellen Angaben ausgedehnt würde¹³
- den Aktionären das bedingungslose Recht gewährleistet würde, von der Verwaltung eine stockholders' list zu erhalten¹⁴. Wünschenswert wäre in diesem Zusammenhang die gesetzliche Gleichbehandlung von Aktionären und Verwaltung durch die Inhaber von sogenannten street name Aktien. Auf Grund ihrer Beziehungen erteilen Wertpapierhändler, Banken usw. in der Regel der Verwaltung zuverlässigeren Aufschluss über die eigentlichen Eigentumsverhältnisse als den Aktionären¹⁵. Nicht selten bestimmen sie Bevollmächtigte,

¹⁰ In re Farrell, 200 N. Y. S. 95 (2d Dep't), aff'd 236 N. Y. 603, 1923; Wyatt v. Armstrong, 59 N. Y. S. 2d 502 (Sup. Ct. 1945); State ex rel. Ryan v. Cronan 23 Nev. 437, 49 Pac. 41, 1897; Caplin 259: "das 'right to elect' ist bedeutungslos, wenn es nicht mit dem Recht zu 'select' verbunden ist".

¹¹ Hearings HR 1493, 1821, 2019; vgl. Exchange Act Release No. 3347 (Dec. 18, 1942); vgl. Caplin, Proxies, Annual Meetings and Corporate Democracy, 37 Va L. Rev. 653, 1951 und Shareholder Nomination of Directors: A program of fair corporate suffrage, 39 Va. L. Rev. 141, 1953.

¹² P. 247; vgl. auch Emerson & Latham 79.

¹³ Emerson & Latham 146; vgl. Rule X-14A-3(c) und (b). Im übrigen sollten eingehendere Vorschriften über den Inhalt des Berichts und die Natur der finanziellen Unterlagen erlassen werden (Emerson & Latham 48); vgl. p. 95.

¹⁴ Emerson & Latham 147 und 129.

¹⁵ Emerson & Latham 146 und 68.

ohne die Weisungen der beneficial owners einzuholen. Die SEC arbeitet zur Zeit einen Entwurf einer Verordnung nach Section 14 (b) Securities Exchange Act aus, um die diesbezügliche Rechtslage für den Aktionär zu verbessern¹⁶. Ausserdem brachte Senator Capehart einen Gesetzesentwurf ein, wonach der die Vollmacht erteilende record owner in Wahlkämpfen die Identität des allenfalls hinter ihm stehenden beneficial owner preisgeben muss¹⁷;

- die Verwendung von berufsmässigen proxy solicitors eingeschränkt und damit ein Vorteil der über die Gesellschaftsmittel verfügenden Verwaltung gegenüber Minderheitsgruppen ausgeschaltet würde¹⁸;
- den Aktionären mehr als 100 Worte zugestanden würden, um ihre Anträge in proxy statement der Verwaltung zu unterstützen¹⁹, und ihnen auch Gelegenheit geboten würde, die Anträge der Verwaltung im proxy statement zu bekämpfen²⁰.

Trotz diesen de lege ferenda bedauerlichen Mängeln, kann der SEC füglich das Lob ausgesprochen werden, im Rahmen des Möglichen einen wertvollen Beitrag zur Gesundung des Wertpapierhandels im allgemeinen und der internen Verhältnisse in der Aktiengesellschaft im besonderen geleistet zu haben.

Die Verwaltungen haben zwar die Macht in der Gesellschaft noch immer — und zu Recht — fest in Händen, doch sind die Missbräuche seit dem Erlass der proxy regulation auf ein erträgliches Mass gesunken. Das Hauptverdienst an diesem Erfolg dürfte nach dem eigenen Urteil der SEC den Aufschlussbestimmungen der proxy regulation zukommen²¹. Die Kontrolle der Aktionäre, der Kommission und einer weiteren allenfalls interessierten Öffentlichkeit über alle gesellschaftlichen Angelegenheiten von einiger Bedeutung hatte heilsame prophylaktische Auswirkungen — insbesondere auch infolge der ständigen Drohung eines proxy contest, sofern Unregelmässigkeiten bekannt werden sollten²².

¹⁶ Aranow & Einhorn XXII, vgl. p. 68.

¹⁷ S. 1601 (85 th Congress) sowie S. 132 (86 th Congress, Jan. 9, 1959).

¹⁸ Emerson & Latham N. 281.

¹⁹ Caplin 168.

²⁰ Friedman, Daniel M., SEC Regulation of corporate proxies, 63 Harv. L. Rev. 796, 807, 1950.

²¹ Caplin 19; Emerson & Latham 46.

²² Caplin 115 f.; Emerson & Latham 148; vgl. auch Note The Modern Corporation, 19 U. of Chi. L. Rev. 639–835 (1952).

Die Grundsätze der proxy regulation für die Durchführung von solicitations, die Redigierung von Jahresberichten usw. üben in beschränktem Masse einen günstigen Einfluss sogar auf Gesellschaften aus, welche der Verordnung nicht unterstehen. Der Grund mag darin liegen, dass manche Gesellschaften damit rechnen, ihre Aktien in Zukunft auf einer nationalen Börse zu registrieren²³. Auch die staatliche Gerichtspraxis blieb von den Grundsätzen der SEC hinsichtlich der Aufschlusspflicht nicht gänzlich unbeeinflusst²⁴.

Weniger Erfolg als die Aufschlussbestimmungen hatten in der Praxis die communication rule und die proposal rule, erstere weil den Aktionären die Mittel für eine wirksame Führung eines mit der selbständigen Vollmachtswerbung gleichbedeutenden Stimmrechtskampfes fehlen, letztere weil Wahlvorschläge ausgeschlossen sind. Doch darf auch in dieser Beziehung gesagt werden, dass schon die bloße Existenz der betreffenden Rechtsbehelfe günstige Auswirkungen gezeitigt hat, weil die Verwaltung mit der Kontrolle und der Initiative der Aktionäre rechnen muss. Trotz der langjährigen Entwöhnung der Gesellschafter kann doch von Jahr zu Jahr auch eine allmähliche Steigerung des Interesses an den Gesellschaftsangelegenheiten und der Teilnahme an der Generalversammlung festgestellt werden²⁵.

23 Caplin 67 f.; vgl. Emerson & Latham 149 Note 298.

24 Caplin 68.

25 Emerson & Latham 144, Note 273; vgl. Caplin 194 ff.

LITERATURVERZEICHNIS

(Weitere, seltener zitierte Literatur und die gerichtlichen Entscheidungen finden sich in den Fussnoten. Abkürzungen in Klammern.)

- American Bar Association, Model Business Corporation Act [Revised], Chicago, Illinois, 1950 (Model Bus Corp. Act).
- American Digest (Decennial Digests), West Publ. Company, St. Paul.
- American Institute of Banking, Commercial Law, New York 1947 (Commercial Law).
- American Jurisprudence, San Francisco, Rochester, N. Y. seit 1936.
- American Law Institute, Restatement, St. Paul Minnesota.
- Aranow, Edward R., and Einhorn, Herbert A., Proxy Contests for Corporate Control, New York 1957 (Aranow & Einhorn).
- Armstrong, J. Sinclair, Role of the SEC in proxy contests of listed companies, 11 Business Lawyer 110, Chicago 1955.
- Armstrong, J. Sinclair, Regulation of proxy contests by the SEC 42 Va L. Rev. 1075, Dec. 1956.
- Armstrong, J. Sinclair, The SEC and Proxy Contests, 182 Fin. & Com. Chron. 875, 888, Sept. 1, 1955.
- Babb, Hugh W. and Martin, Charles, Business Law, Barnes & Noble New York 1957 (Babb & Martin).
- Baker, John C., Directors and their functions, 1945.
- Ballantine, Henry W., Ballantine on Corporations, Callaghan & Co., Chicago 1946 (Ballantine).
- Bayne, Caplin, Emerson and Latham, Proxy Regulation and the Rule Making Process: the 1954 amendments, 40 Va L. Rev. 387, 1954.
- Bayne, David C. Around and beyond the SEC — The disenfranchised stockholder 26 Ind. L. J. 207, Bloomington Ind., 1951 (Bayne).
- Bayne, David C., and Emerson, Frank D., Virginia-Carolina Chemical Corporation proxy contest: a case study of the SEC's new rule rationale of proper subject, 57 Col. L. Rev. 801, June 1957.

- Berle, Adolph A. and Means, Cardiner C.*, The modern corporation and private property, Commerce Clearing House, New York, 1932 (Berle & Means).
- Bernstein, Sheldon E., and Fischer, Henry G.*, The regulation of the solicitation of proxies, 7 U. of Chi. L. Rev. 226, 1940.
- Blondeel, Jean-L.*, l'organisation judiciaire aux Etats-Unis, Revue de Droit International et de Droit Privé, 1950, 192 f. (Blondeel).
- Caplin, Mortimer M.*, Proxies, Annual Meetings and Corporate Democracy. Diss. New York University, School of Law, March 1953, maschinengeschrieben (Caplin).
- Federal Securities Laws — in a thimble, 6 Reading Guide 50, Charlottesville, Virginia, 1951.
 - Proxies, Annual Meetings and Corporate Democracy, 37 Va L. Rev. 653, 1951.
 - Shareholder Nomination of Directors: A program of fair corporate suffrage, 39 Va. L. Rev. 141, 1953.
- Clark, George L.*, Summary of American Law, Rochester 1949 (Clark).
- Coleman, Samuel C.*, L'organisation judiciaire des Etats-Unis... Revue Internationale de Droit Comparé, Paris 1954, 477 (Coleman).
- Cooke, Corporations*, 1923 (8th ed.).
- Corpus Juris*, Brooklyn N. Y. seit 1932.
- Corpus Juris Secundum*, Brooklyn N. Y. seit 1936.
- Dean, Arthur H.*, Non-compliance with proxy regulations-effect on ability of corporations to hold valid meeting, 24 Cornell L. Q. 483, Ithaca N. Y. 1939 (Dean).
- Demmler, Ralph H.*, Developments in Federal Regulation of Securities, The Business Lawyer, July 1957, p. 470.
- Dodd, E. Merrick, and Baker, Ralph J.*, Cases and Materials on Corporations, Temporary Second Edition, Brooklyn 1950 (Dodd & Baker).
- Doris and Friedman*, Corporate Meetings, Minutes and Resolutions, 1952 (Doris & Friedman).
- Emerson, Frank D., and Latcham, Franklin C.* Shareholder Democracy- A broader outlook for corporations, Cleveland 1954 (Emerson & Latcham).
- The SEC proposal rule: the corporate gadfly 19 U. of Chi. L. Rev. 807, 1952.
 - Further Insight into more effective stockholder participation: The Sparks-Withington Proxy Contest. 60 Yale L. J. 429, 1951.
- Escher, Andreas*, Die Rechtsstellung des Verwaltungsrates nach dem Aktienrecht der Vereinigten Staaten von Nordamerika, Basel 1954 (Escher).

- Fehlmann, Kurt*, Die Aktien im anglo-amerikanischen und kontinentalen Recht, Bern 1950 (Fehlmann).
- Fletcher, William M.*, Cyclopedia of the Law of Private Corporations, Chicago seit 1931 (Fletcher).
- Frey, Alexander H.*, Private Corporations, New York 1946.
- Friedmann, Daniel M.*, Expenses of Corporate Proxy contests 51, Col. L. Rev. 951, New York 1951.
- SEC Regulation of corporate proxies, 63 Harv. L. Rev. 796, 1950.
- Gilbert, Lewis D.*, Management and the public stockholder 28 Harv. Bus. Rev. 73, 1950.
- Proxy proposal rule of the SEC, 33 U. Detroit L. J. 191, 1956.
- Gilbert, Lewis D. and Gilbert John J.*, Thirteenth Annual Report of Stockholder Activities at Corporation Meetings, New York 1953, (Gilbert).
- Graham, Benjamin, and Dodd, David L.*, Security Analysis, New York, 1951.
- Hearings on S. 2408*, 81st Cong. 2d Sess. 1950.
- before Committee on Interstate and foreign Commerce on proposed amendments to the Securities Exchange ACT of 1934, 77th Cong. 1st Sess. 1941.
 - before Commission on Interstate and Foreign Commerce on H. R. 1493, H. R. 1821 and H. R. 2019, 78th Cong. 1st Sess. 16, 1943.
 - before a Subcommittee of the Commission on Banking and Currency, on S. 2408, 81st Cong. 2d Sess. 1950.
- Heller, Harry* Stockholders' proposals, Virg. Law Weekly DICTA, 1953.
- Holmes, Wendell* The Common Law, 1881.
- Hornstein, George D.* The future of Corporate Control, 63 Harv. L. Rev. 476, 1950.
- Index to Legal Periodicals*, published for the American Assoc. of Law Libraries by the H. W. Wilson Co., New York.
- Jäggi, P.* Ungelöste Fragen des Aktienrechts, Die Schweizerische Aktiengesellschaft Nov. 1958.
- Kimmel*, Shareownership in the United States, 1952 (Kimmel).
- Ledes, J. G., Emerson, F. D., Freeman, M. V., Gilbert, L. D., Bayne, D. C., Slavin, J. J.*, Proper subject: a symposium, 34 U. Detroit L. J. 520, Ap. 1957.
- Lerner, Max* America as a Civilization, New York 1957 (Lerner).
- Loss, Louis* Securities Regulation, Boston 1951 (Loss).
- Mechem, Floyd E.*, Outlines of the Law of Agency, Chicago 1952 (Mechem).

- Moore, James William, Federal Practice, Albany, 1951 (Moore).
- Orrick, A. D., Revised Proxy Rules of the SEC, 11 Business Lawyer 32, Chicago 1956 (American Bar Assoc.).
- Pound, Roscoe, The Spirit of the Common Law, 1921.
- Price and Bitner, Effective Legal Research, New York, 1953.
- Rabel, Ernst, Deutsches und Amerikanisches Recht, Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht, Tübingen, 1951, 340 (Rabel).
- Report of the Committee on Banking and Currency, Stock Exchange Practices, Sen. Rep. 1455, 73 Cong. 2d Sess. 1934.
- Reuschlein, Harold G., The Schools of Corporate Reform, Pittsburgh 1950 (Reuschlein).
- Reuschlein, Harold G., Federalization — Design for Corporate Reform in a National Economy, 91 U. of Pa., L. Rev. 91, 1942.
- Ripley, William Z., Main Street and Wall Street, Boston 1927 (Ripley).
- Rohrlich, Chester, Law and Practice in Corporate Control.
- Scott, Williard P., Developments in Corporate Laws, The Business Lawyer, July 1954, p. 438.
- Schmey, Fritz E., Aktie und Aktionär im Recht der Vereinigten Staaten, Marburg 1930 (Schmey).
- SEC Annual Reports.
- SEC Report on S. 2054 to the Committee on Banking and Currency, U. S. Senate, May 25, 1956, 84th Cong. 2d Sess.
- SEC Report on the Study and Investigation of the work, activities, personnel, and functions of protective and reorganisation committees, pt VII, 1938, vgl. auch pt VIII 1940.
- SEC Report on a proposal to safeguard investors in unregistered securities, H. R. Doc. No. 672 79th Cong. 2d Sess., 1946.
- SEC Statistical Series Release No. 1081 (May 4, 1952).
- Securities Exchange Act of 1934, Releases.
- Sen. Rep. No. 792, 73rd Session, 1934.
- Spero, Herbert, Money and Banking, New York 1957 (Spero).
- Stanley W. F., Management's duty to stockholder-owners, Virg. Law Weekly DICTA, 1953.
- Stevens, Robert S., Handbook on the Law of private Corporations, St. Paul 1949 (Stevens).
- Trumpler, H., Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten, Basel, 1942 (Trumpler).

Tunc, André, et Tunc, Suzanne, Le Système Constitutionnel des Etats-Unis d'Amérique, 2 Bände, Paris 1954 (Tunc, Système . . .) Le Droit des Etats-Unis d'Amérique, Sources et Techniques, Paris 1955 (Tunc, Sources . . .).

Walsh, W. F., Treatise on Equity, Chicago 1930.

Weissenstein, Anglo-amerikanisches Rechtswörterbuch, 1. Teil, Englisch-Deutsch Zürich, 1950 (Weissenstein).

Williams, Charles M., Cumulative Voting, Boston 1951.

Vergleiche auch die beiden, nach Abschluss dieser Arbeit erschienenen Referate zum schweizerischen Juristentag 1959:

Glattfelder, Hans, Aktionärbindungs-Verträge, Basel 1959.

Patry, Robert, Les accords sur l'exercice des droits de l'actionnaire, Basel 1959.

INHALT

I. GRUNDLAGEN	5
1. Einführung	5
2. Rechtsquellen und Gerichtswesen; Kompetenzausscheidung zwischen Bund und Staaten	7
II. DAS AMERIKANISCHE AKTIENRECHT	19
1. Entwicklung und Übersicht	19
2. Öffentlichrechtliche Eingriffe	22
a) Hintergründe	22
b) die Blue Sky Laws der Einzelstaaten	23
c) die Securities and Exchange Gesetzgebung des Bundes	24
3. Die Aktiengesellschaft	30
a) Arten	30
b) Wesen	31
c) die Aktien	33
d) Organisation	36
e) die treubänderische Stellung des Verwaltungsrates	39
4. Die Aktionärrechte	41
a) Übersicht	41
b) Das Recht auf Auskunft und Einsicht	43
c) Das Stimmrecht i) allgemein	45
ii) die Stimmberechtigung	46
iii) Inhalt	48
iv) Modalitäten	49
v) die Generalversammlung	52

III. DIE AUSÜBUNG DES STIMMRECHTS	
DURCH STELLVERTRETUNG	57
A. Nach staatlichem Recht	57
1. Allgemeines	57
2. Das Stellvertretungsverhältnis bei der Ausübung des Aktienstimmrechts	61
B. Die bundesrechtliche Ordnung	68
1. Allgemeine Übersicht über die proxy regulation	68
a) rechtliche Grundlagen und Anwendungsbereich	68
b) die Ziele der proxy regulation; die shareholder democracy	72
2. Der Begriff solicitation	80
a) Begriff	80
b) die praktische Durchführung	84
3. Das Stimmrecht gemäss Vollmachtsformular der proxy regulation	88
4. Das Aufschlussrecht nach proxy regulation und das proxy statement	91
5. Kontroll- und Rechtsmittel	99
a) allgemeines	99
b) die administrative Kontrolle (Vorlegungspflicht)	100
c) die fraud rule	103
d) Rechtsmittel	106
6. Das Antragsrecht des Aktionärs und die proposal rule	111
7. Communication rule: Vollmachtenwerbung des Aktionärs und Stimmrechtskämpfe	124
8. Zusammenfassende Würdigung und Ausblick	138
Literatur	147
Inhalt	153