

Aktionärsdemokratie in der Schweiz

Rashid Bahar

Prof. Dr. iur., Partner

Advestra AG

Centre de droit bancaire et financier, Université de Genève

Schulthess Forum SZW-Tagung 2026

Theorie

«Oberstes Organ der
Aktiengesellschaft ist die
Generalversammlung der
Aktionäre.»

(Art. 698 Abs. 1 OR)



Praktische Realität

- Der Verwaltungsrat bestimmt weitgehend den Ablauf der GV
- Die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre sind beschränkt
- Abstimmungsergebnisse stimmen weitgehend mit den Anträgen des VR überein



Rechtliche Schranken (1/2)

- Paritätsprinzip (Art. 716a Abs. 1 OR):
 - Die GV hat keine universelle Zuständigkeit
 - **Praktikabilität:** naturgemäss für laufende Geschäfte, aber auch für komplexere Angelegenheiten
 - Die Mitglieder des VR – anders als die Aktionäre – sind pflichtgebunden (Art. 717 Abs. 1 und 2 OR) und für Pflichtverletzungen sowohl gegenüber der AG als auch den Aktionären und Gläubigern verantwortlich (Art. 754 OR)

Rechtliche Schranken (2/2)

- Der VR übt einen massgebenden Einfluss auf die GV aus. Er:
 - verfügt über das Einberufungsrecht (ebenso die Revisionsstelle, die Liquidatoren und der Vertreter der Anleihensgläubiger) (Art. 699 OR)
 - bestimmt den Tagungsort (Art. 701a OR) (Einschränkungen bei ausländischem Tagungsort nach Art. 701b OR)
 - kann die Verwendung elektronischer Mittel erlauben (Art. 701c OR) und deren Verwendung regeln (Art. 701e OR)
 - trifft die für die Feststellung der Stimmrechte erforderliche Anordnungen (Art. 702a)
 - verfügt über das Äusserungs- und Antragsrecht (Art. 702a OR)

Rolle des VR in der AG

- Die AG ist keine politische Gemeinschaft, sondern eine Wirtschaftseinheit
 - Aktionäre haben sich grundsätzlich entschieden, Aktien zu erwerben bzw. nicht zu veräussern
 - Verkauf ist oft einfacher (*exit, voice and loyalty*) – Ausnahme passive Investoren (z.B. *Index Investors insb. ETFs*)
 - Der VR ist grundsätzlich von der GV gewählt (zwar i.d.R. auf Antrag des Nominationsausschusses; vgl. die Geschäftsleitung)
 - Der VR – anders als die Aktionäre – ist pflichtgebunden (Art. 717 Abs. 1 und 2 OR)
 - (n.b.) Die Geschäftsleitung spielt auch eine wichtige Rolle im Hintergrund

Korrekturmechanismen: Einberufung, Traktandierung und Antragstellen

Schulthess
FORUM §

- Recht auf Einberufung der AG (5% bei kotierten AG; sonst 10%) (Art. 699 Abs. 3 OR)
- Traktandierungs- und Antragsrecht (0.5% bei kotierten AG; 5% sonst) (Art. 699b Abs. 1 und 2 OR) + **kurze Begründung**
 - (*n.b.* dispositives Recht: tiefere Schwellenwerte können statutarisch eingeführt werden)
- In der GV kann jeder Aktionär:
 - seine Äusserungs- und Stimmrechte ausüben (Art. 689 Abs. 1 OR) – Ausnahme Auskunftsrecht
 - Anträge im Rahmen der Verhandlungsgegenstände stellen (Art. 699b Abs. 5 OR):
 - praktisch wenig relevant bei Publikums-AG
- **Kein institutionalisierter direkter Zugang zu den Aktionären ausserhalb der GV**

Prof. Dr. Rashid Bahar

Schulthess Forum SZW-Tagung 2026

Korrekturmechanismus: Stimmrechtsvertretung

Schulthess
FORUM §

- Bei kotierten AG:
 - Pflicht, einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter von der GV zu wählen (und Recht auf das Ende der GV abzurufen) (Art. 689c Abs. 1 und 2 OR)
 - VR stellt sicher, dass die Aktionäre die Möglichkeit haben, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter:
 - zu jedem in der Einberufung gestellten Antrag zu Verhandlungsgegenständen Weisungen zu erteilen;
 - zu nicht angekündigten Anträgen zu Verhandlungsgegenständen sowie zu neuen Verhandlungsgegenständen allgemeine Weisungen zu erteilen (Art. 689c Abs. 4 OR).
 - Weisungen der Aktionäre sind **vertraulich** zu behandeln. Allgemeine Auskünfte über die eingegangenen Weisungen dürfen nicht früher als 3 Werktage vor der GV erteilt werden (Art. 689c Abs. 5 OR).

Prof. Dr. Rashid Bahar

Schulthess Forum SZW-Tagung 2026

Faktische Realität

- Viele schweizerische AG haben einen Mehrheitsaktionär oder einen oder mehrere wesentliche Aktionäre (55% der AG haben mindestens einen Aktionär mit mehr als 25%)
- Gross-Aktionäre beeinflussen oder beherrschen den VR überproportional:
 - Sie werden oft im Vorfeld der GV abgeholt bzw. sind im VR vertreten
- Streuung des Aktionariats bei Publikumsgesellschaften:
 - (Klein-)Aktionäre bleiben oft *passiv* – ungenügende Anreize aktiv zu werden
 - Pflicht, Stimmrechte auszuüben, nach Art. 71a BVG und Art. 20 KAG, aber nicht sehr wirtschaftlich (vor allem bei kleinen, gut diversifizierten Portfolios)

Rolle der Stimmrechtsberater (1/2)

- **Stimmrechtsberatung:** Systematische und konkrete Abstimmungsempfehlungen zu den Traktanden
 - Mutualisierung/Bündelung der Abstimmungsvorbereitung (Skaleneffekten)
 - Unabhängig vom Verwaltungsrat
- Hohe Marktkonzentration aufgrund der Natur der Dienstleistung:
 - ISS (Institutional Shareholder Services; <https://www.issgovernance.com>)
 - Glass, Lewis & Co., LLC; <https://www.glasslewis.com>)
 - Ethos Services SA (<https://ethosfund.ch>)
 - (Inrate AG, <https://inrate.com/>)

Rolle der Stimmrechtsberater (2/2)

- **Herausforderungen**

- Einflussmöglichkeit ohne (direktes) wirtschaftliches Risiko zu tragen:
 - Institutionelle Anleger müssen ihre Stimmrechte ausüben
 - Grosser Aufwand für die Ausarbeitung bei diversifiziertem Portfolio
 - Herausforderung für die Monetisierung der Dienstleistung: Information ist ein öffentliches Gut
- Methodologie: *Tick the box* bzw. keine individualisierte Analyse:
 - Standardisierung und Nachvollziehbarkeit
 - (Ent-)Politisierung (vor allem in den USA)
 - Transparenz (Veröffentlichung von Guidelines)
- Interessenkonflikte zwischen CG-Beratungsdienstleistungen und Stimmrechtsberatung

Regulierung von Stimmrechtsberatern (1/4)

- Regulierte Tätigkeit in der EU, der UK und den USA
- EU-Aktionärsrechte-RL II (Richtlinie (EU) 2017/828):
 - Stimmrechtsberater müssen über die Anwendung des von ihnen angewandten Verhaltenskodex Bericht erstatten oder öffentlich erklären, warum sie einen solchen Kodex nicht anwenden
 - Transparenz, u.a. über:
 - die Methode und Modelle,
 - die Hauptinformationsquellen,
 - das Verfahren zur Sicherstellung der Qualität
 - ob sie einen Dialog mit den Gesellschaften, die ihre Recherchen, Beratungen und Stimmempfehlungen betreffen, unterhalten (und ggf. über das Ausmass des Austausches)

Regulierung von Stimmrechtsberatern (2/4)

- Vernehmlassung [Änderung Obligationenrecht \(Stimmrechtsberater\) vom 13. Mai 2026](#)
 - Keine umfassende Regulierung der Stimmrechtsberater (aufgrund der extraterritorialen Wirkung – vgl. aber Art. 120 ff. FinfraG)
 - Keine Transparenzanforderung an Stimmrechtsberater (oder institutionelle Anleger)
 - Nur eine aktienrechtliche Offenlegungspflicht für alle AG, um nur das Problem der Interessenkonflikte zu regeln

Regulierung von Stimmrechtsberatern (3/4)

- Transparenzpflicht in der Einberufung (+ in der GV) (Art. 700a Abs. 1 und 2 E-OR):
 - wenn im laufenden oder im vergangenen Geschäftsjahr Dienstleistungen von einem Unternehmen bezogen wurden, das Stimmrechtsberatungsdienstleistungen anbietet (Art. 700a Abs. 1 VE-OR);
 - der VR kann auf die Bekanntmachung der Informationen verzichten, wenn ihm das Unternehmen bestätigt, dass es zu den Verhandlungsgegenständen der Generalversammlung keine Abstimmungsempfehlungen abgegeben hat (Art. 700a Abs. 4 VE-OR).
 - «Stimmrechtsberatungsdienstleistungen liegen vor, wenn ein Unternehmen gewerbsmässig Informationen von Gesellschaften analysiert und dazu allfällige Recherchen anstellt, um Aktionäre für ihre Abstimmungsentscheidungen an den Generalversammlungen zu informieren, zu beraten und ihnen Stimmrechtsempfehlungen zu erteilen.»
(Art. 700a Abs. 3 VE-OR)

Regulierung von Stimmrechtsberatern (4/4)

- Persönliche Würdigung
 - Behandelt nur Interessenkonflikte (angelehnt an Motion 19.4122 Minder) – keine Transparenz über die Methodologie und Dialog
 - Übergreifender Anwendungsbereich
 - Normadressat = alle AG (auch nicht kotierte und Tochtergesellschaften von ausländischen kotierten AG)
 - Anknüpfung an die Inanspruchnahme von Dienstleistungen von Unternehmen, die Stimmrechtsberatungsdienstleistungen anbieten
 - Im Prinzip auch dann, wenn das Unternehmen keine Abstimmungsempfehlungen abgibt; Verzicht nur dann, wenn das Unternehmen dies bestätigt
 - = Compliance Aufwand für die meisten AG ohne praktischen Nutzen

Aktivistische Aktionäre (1/2)

- Aktivistische Aktionäre
 - Wirtschaftlicher Hintergrund:
 - Passivität führt zu *agency costs*
 - Markt für Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*) funktioniert nicht/nur beschränkt
 - Regulierung (Transaktionssicherheit für Anleger) schafft hohe Kosten
 - Feindliche Übernahmeangebote können kaum finanziert werden
 - «Gelegenheitsgrossaktionäre» als neuer Ansatz?, z.B.:
 - Third Point LLC – Nestle AG
 - Cevian Capital – ABB AG, Panalpina Welttransport (Holding) AG, Baloise Holding AG
 - Bluebell Capital Partners – Compagnie Financière Richemont SA
 - Stephen Wood – Swatch Group AG

Aktivistische Aktionäre (2/2)

- Einsatz des aktienrechtlichen Instrumentariums um Einfluss zu nehmen (vgl. oben):
 - Recht auf Einberufung einer GV (Art. 699 Abs. 3 OR)
 - Recht auf Antrag (Art. 699b Abs. 1 und 2 OR)
 - Insb. Antrag auf Wahl eines neuen (gleichgesinnten) VR-Mitglieds bzw. Nicht-Wiederwahl von bestehenden VR-Mitgliedern
- Verstärkt mit Kommunikation- und Öffentlichkeitsarbeit
 - Medien
 - Direkte Gespräche mit der AG
 - Direkte Gespräche mit anderen Aktionären

Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

- *Stake Building*:
 - Offenlegung von Beteiligungen (Art. 120 ff. FinfraG) und ggf. Pflichtangebot (Art. 135 FinfraG)
- Austausch mit anderen Aktionären:
 - Abgrenzung zwischen Austausch im Vorfeld einer GV und gemeinsame Absprache i.S.v. Art. 120 und Art. 135 FinfraG
- Ggf. Marktmanipulation (Art. 143 FinfraG):
 - falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten
 - vgl. Research Reports von Hindenburg Associates i.Z.m. Wirecard und Temenos

Aktienrechtliche Rahmenbedingungen

- Grundsätzlich ist das Aktienrecht offen, aber es sieht einige Möglichkeiten vor, sich dagegen zu wehren:
 - Einsatz von Stimmrechtsaktien (Art. 693 OR): bis zum Verhältnis 1:10
 - Partizipationsscheine (Art. 656a ff. OR) bis hin zum 10-fachen des AK (wenn kotiert)
 - Prozentvinkulierung nach Art. 685d Abs. 1 OR
 - **Neu:** Vinkulierung gegen *Empty Voting*: Ausdrückliche Erklärung,
 - dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht; und
 - dass der Erwerber das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko trägt (Art. 685d Abs. 2 OR).
 - Stimmrechtsbeschränkungen nach Art. 692 Abs. 2 OR
 - Ggf. «Petrifizierung» mit Sondermehrheitsanforderungen (vgl. Art. 704 Abs. 2 OR; vgl. *Breakthrough Rule* im EU-Übernahmerecht)
- Vgl. Fall Baloise (nach der Aufhebung der Vinkulierung) und Swatch

Aktivistische Aktionäre: Würdigung

- Aktivistische Aktionäre spielen eine immer wichtigere Rolle in der aktienrechtlichen Landschaft
 - Disziplinierungseffekt ist grundsätzlich begrüßenswert insb. im Hinblick auf die Aktionärsdemokratie
 - Gefahr einer kurzfristigen Orientierung der Einflussnahme und der Verfolgung eigener Interessen (zulasten der anderen Aktionäre und der AG)
 - Das dispositive Recht ermöglicht grundsätzlich Aktivistenkampagnen
 - Durch statutarische Instrumente kann der VR bzw. sich weitgehend dagegen abwehren; eine nachträgliche Überprüfung solchen Bestimmungen ist nur in Ausnahmefälle denkbar

Schlussfolgerung

- Aktiengesellschaft ist keine «echte» Demokratie
- Mit der Aktienrechtsrevision wurden die Rechte der Aktionäre z.T. erweitert, aber ohne grundlegende Änderungen:
 - Herabsetzung der Schwellenwerte für die Einberufung der GV und das Antragsrecht
 - Abwehrmassnahmen wurden aufrechterhalten bzw. verstärkt
 - PS (Art. 652b Abs. 1 OR) und Erweiterung der Vinkulierung auf Empty Voting (Art. 685b Abs. 2 OR)
- Einflussnahme von *Proxy Advisers*/Stimmrechtsberatern wurde nicht konsequent angegangen und wird auch nicht umfassend reguliert
- Aktivisten können (weiterhin) Einfluss nehmen und eine wichtige Rolle spielen; die rechtlichen Rahmenbedingungen sind verbesserungsfähig

Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Kontakt

Prof. Dr. iur. Rashid Bahar
Partner

Advestra AG
Uraniastrasse 9
8001 Zürich

rashid.bahar@advestra.ch

Centre de droit bancaire et financier
Université de Genève
Bd du Pont-d'Arve 40
1205 Genève

Rashid.bahar@unige.ch

