

Gefährliche Stimmrechtsbegrenzungen

Publikumsgesellschaften brauchen starke Aktionäre

Von Lukas Glanzmann*

Nach schweizerischem Aktienrecht kann die Stimmenzahl der Besitzer mehrerer Aktien statutarisch beschränkt werden. Entsprechende Statutenbestimmungen sind in der Schweiz weit verbreitet und insbesondere auch bei Publikumsgesellschaften beliebt. Solche Regelungen dienen in Publikumsgesellschaften aber weniger dem Wohl der Aktionäre als primär dem Schutz des Verwaltungsrats.

Obwohl das schweizerische Aktienrecht vom Grundsatz geleitet wird «one share, one vote», bestehen in der Praxis zahlreiche Möglichkeiten, von dieser Regel abzuweichen. Die wohl direkteste Beschneidung dieses Prinzips wird durch Artikel 692 Absatz 2 Satz 2 des Obligationenrechts ermöglicht, wonach die Stimmenzahl der Besitzer mehrerer Aktien statutarisch beschränkt werden kann. Demnach kann die maximale Stimmkraft eines Aktionärs durch die Statuten auf beispielsweise 5% sämtlicher Stimmen limitiert werden, selbst wenn ein Aktionär 20% aller Aktien besitzt. Derartige Stimmrechtsbeschränkungen bezwecken, den Einfluss von Grossaktionären zu bändigen. In der Schweiz sind entsprechende Statutenbestimmungen insbesondere auch in Publikumsgesellschaften weit verbreitet. Gerade in Publikumsgesellschaften sollten Stimmrechtsbeschränkungen aber nicht als erstrebenswert betrachtet werden, denn sie zeitigen erhebliche nachteilige Auswirkungen sowohl für den einzelnen Aktionär und das Unternehmen als auch für die gesamte Wirtschaft. Nutzniesser von Stimmrechtsbeschränkungen sind primär Verwaltungsräte, deren Stellung weiter gestärkt wird.

Vereitelung von Kontrolle

Stimmrechte sind nicht irgendwelche alte Zöpfe, die allenfalls noch bei Familienaktiengesellschaften von gewisser Bedeutung sein mögen. Im Gegenteil, Aktionärsstimmrechte stellen ein wirksames Disziplinierungsmittel für den Verwaltungsrat dar und sind daher selbst bei Publikumsgesellschaften von grösster Tragweite im Machtgefüge der Gesellschaft. Es ist somit auch nicht verwunderlich, dass Aktionäre von Publikumsgesellschaften bereit sind, erhebliche Prämien für ihre Stimmrechte zu bezahlen. Leider ist die Stimmrechtsausübung in Gesellschaften mit weitgestreutem Aktienbesitz mit dem bekannten Problem der «collective action» behaftet, das heisst, der einzelne Aktionär hat weder die Macht noch die nötigen Anreize, den Verwaltungsrat zu disziplinieren. Ist ein Aktionär überzeugt, dass ein anderes Management die Gesellschaft besser führen wird, so kann er das «Collective

action»-Problem dadurch überwinden, dass er eine Stimmenmehrheit erwirbt, das heisst einen Kontrollblock bildet. Gleich wird ein Aktionär vorgehen, der eine Gesellschaft auf dem Wege einer unfreundlichen Übernahme erwerben will, weil er sich dadurch die Bildung von Synergieeffekten verspricht. In beiden Situationen ist ein Aktionär regelmässig bereit, Aktien zu einem Preis über dem Börsenkurs aufzukaufen, womit er in den Genuss einer Prämie kommt.

Es ist offensichtlich, dass Stimmrechtsbeschränkungen die Bildung von Kontrollblöcken fast vollkommen verhindern. Im hypothetischen Fall, wo eine Gesellschaft 100 Aktien mit je einer Stimme hat und wo die Stimmenzahl eines Aktionärs auf 5% begrenzt ist, müsste ein Aktionär 96 Aktien erwerben, um die Gesellschaft zu kontrollieren: Zwar wäre der Aktionär auch in diesem Fall noch auf die Abgabe von fünf Stimmen limitiert, doch wären nur noch vier Stimmen übrig für alle übrigen Aktionäre. Nur dadurch könnte ein Aktionär eine sichere Stimmenmehrheit und damit die Kontrolle über die Gesellschaft erlangen. Erfahrungsgemäss ist es aber insbesondere bei unfreundlichen Übernahmen sehr schwierig, in den Besitz von beispielsweise 96% aller Aktien zu gelangen. Wir müssen deshalb davon ausgehen, dass Stimmrechtsbeschränkungen in erheblichem Mass die Bildung neuer Kontrollblöcke verhindern. Dadurch wird nicht nur eine wirksame Disziplinierung des Verwaltungsrates vereitelt. Es wird dem Kleinaktionär auch die Chance genommen, seine Aktien mit einer meist hohen Prämie zu verkaufen. Zudem zeitigen Stimmrechtsbeschränkungen auch negative Auswirkungen auf den Wert des Unternehmens, weil ein ineffizienter Verwaltungsrat eben gerade nicht ausgewechselt werden kann. Schliesslich wird durch die Verhinderung von Unternehmensübernahmen auch die Bildung von Synergieeffekten beeinträchtigt, was gesamtwirtschaftlich nachteilig ist.

Tiefere Aktienpreise

Stimmrechtsbeschränkungen verhindern nicht nur eine wirksame Kontrolle des Verwaltungsrates. Sie haben auch einen negativen Einfluss auf den Aktienmarkt. Stimmrechtsbeschränkungen bewirken, dass gewisse

* Der Autor, Dr. iur. LL. M., ist als Rechtsanwalt in Zürich tätig.

Aktien in den Händen bestimmter Aktionäre ihr Stimmrecht verlieren. In unserem hypothetischen Fall kann ein Aktionär, der bereits fünf Aktien hält, keine weiteren Stimmrechte mehr erwerben. Die marginale Stimmkraft der sechsten und jeder weiteren Aktie ist deshalb null, und der Aktionär wird folglich auch nicht bereit sein, für Stimmrechte auf diesen Aktien zu bezahlen. Weil der Markt aber nur einen Preis pro Aktie bildet, ist es sehr wahrscheinlich, dass der Marktpreis den Wert des Stimmrechtes zumindest teilweise reflektieren wird. Dieser Marktpreis wird für eine Aktie immer dann zu hoch sein, wenn der potenzielle Käufer einer Stimmrechtsbeschränkung unterliegt und deshalb das Stimmrecht dieser Aktie nicht ausüben kann. Der betreffende Aktionär wird folglich kaum mehr als Käufer auftreten, was sich tendenziell negativ auf den Preis auswirkt.

Suboptimale Entscheidungen

Schliesslich führen Stimmrechtsbeschränkungen bei Publikumsgesellschaften auch zu suboptimalen Entscheidungen der Aktionäre, weil sich die vom Aktionär vertretenen Stimmrechte nicht proportional zu dem von ihm eingesetzten Kapital verhalten. In unserem

hypothetischen Fall, wo kein Aktionär mehr als fünf Stimmen abgeben kann, wird die durchschnittliche Stimmkraft eines Aktionärs, der mehr als fünf Aktien hält, mit dem Erwerb jeder zusätzlichen Aktie reduziert. Gleichzeitig nimmt aber die relative Stimmkraft jener Aktionäre zu, die nicht mehr als fünf Aktien besitzen. Sind beispielsweise 50 Aktien vom Stimmrecht ausgeschlossen, weil sie Aktionären gehören, die schon mehr als fünf Aktien halten, so verbleiben insgesamt 50 Aktien stimmfähig. Besitzt in diesem Fall ein Aktionär fünf Aktien, so hat er 10% aller Stimmen, obwohl er nur 5% des Aktienkapitals auf sich vereinigt. Der Anreiz dieses Aktionärs, zu Verbesserungen der Gesellschaft beizutragen, ist dann nur halb so gross wie sein Einfluss in der Gesellschaft. Er wird folglich zu wenig investieren. Auf der anderen Seite trägt der gleiche Aktionär nur die Hälfte des Risikos seines Einflusses. Er hat deshalb Anreize, sich nicht optimal zu verhalten, weil der Grossteil der Kosten von anderen Aktionären getragen wird. Beide Effekte führen zu suboptimalen Entscheidungen der Aktionäre, was den Wert der Gesellschaft vermindert. Stimmrechtsbeschränkungen bei Publikumsgesellschaften sind deshalb auch aus diesem Grund nicht wünschenswert.

NZZ vom 7. Februar 1998