



Daniel M. Häusermann*

Dispoaktien: Ein 250-Milliarden-Problem?

Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Dispoaktien als labile Entkoppelung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht
- III. Daten und Schätzmethode
- IV. Umfang der Dispobestände
- V. Geringe Bedeutung des Beherrschungsarguments
 1. Was bedeutet «Beherrschung»?
 2. Die im Beherrschungsargument enthaltene Kausalitätsbehauptung
 3. Empirische Ergebnisse
 4. Vergleich mit anderen Formen der Entkoppelung von Kapital und Stimmrecht
- VI. Rechtspolitische Empfehlung: Nominee-Modell als Opt-in
- VII. Zusammenfassung und Schluss

I. Einführung

Dispoaktien – Namenaktien einer Publikumsgesellschaft, deren Erwerber sich nicht ins Aktienbuch eintragen lassen haben und daher nicht stimmberechtigt sind – sind ein Dauerbrenner des schweizerischen Aktienrechts. Viele Autoren bezeichnen Dispoaktien als «Problem».¹ Das wichtigste Argument der Kritiker lau-

tet, bei einem hohen Bestand an Dispoaktien könne ein Aktionär mit weniger als 20 Prozent der ausstehenden Aktien eine Generalversammlung – und damit die Gesellschaft – beherrschen.² Auf diesem Argument, das ich im Folgenden «Beherrschungsargument» nenne, basieren weitere Einwände gegen Dispoaktien. So kann die Behauptung, Dispoaktien erhöhten die Wahrscheinlichkeit einer feindlichen Übernahme,³ nur zutreffen, wenn man annimmt, ein Angreifer könne wegen des Dispobestands eine Gesellschaft mit weniger Kapitaleinsatz unter Kontrolle bringen. Auch die Kritik, die Gesellschaft könne Dispoaktionäre vor einer richtungsweisenden GV nicht kontaktieren,⁴ ist vor allem dann relevant, wenn der Verwaltungsrat sich mit der Kontaktaufnahme gegen einen GV-Antrag eines Grossaktionärs zur Wehr setzen will.

Angesichts dieser Kritik erstaunt es wenig, dass Dispoaktien Gegenstand einer regen Reformdiskussion sind.⁵ Am meisten Zustimmung erhalten dabei die sogenannten Nominee-Modelle.⁶ So empfahl HANS CASPAR VON DER

* Dr. iur., LL.M. (Harvard), Rechtsanwalt, Scholar in Residence an der University of Virginia School of Law and Visiting Researcher an der Harvard Law School, dhausermann@post.harvard.edu. Ich danke Dr. Nina Reiser, RA, Dr. Richard Stäuber, LL.M. (Harvard), RA, und Dr. Fabian Wäger, LL.M. (Virginia), RA, für wertvolle Anmerkungen zu früheren Versionen des Manuskripts sowie meiner Frau, Dr. Claudia F. Brühwiler Häusermann, für die Durchsicht des Manuskripts. Special thanks go to Professor Jee-Kwang Park, PhD, for methodological suggestions, and to Professor Hiroshi Okayama, PhD, for feedback on the graphs. Für den Inhalt des Artikels bin alleine ich verantwortlich.

¹ Siehe etwa PETER BÖCKLI, Schweizerisches Aktienrecht, 4. A., Zürich etc. 2009, § 6 N 166–69; MARKUS RUFFNER, Reformbedarf des Aktienrechts – eine «Law and Economics»-Perspektive, SJZ 2005, 253, 259; KARL HOFSTETTER, Die Reform des Aktienrechts im Lichte der Corporate Governance, SJZ 2008, 477, 481; HANS CASPAR VON DER CRONE/MARTINA ISLER, Dispoaktien, GesKR-Sondernummer 2008, 76, 78; EMANUEL SCHIWOW/HANS-UELI VOGT/KARIN WIEDMER, Die Aktienrechtsrevision unter Corporate-Governance-Aspekten – Bestandesaufnahme, einige Auslegungsversuche und ein paar wichtige Anliegen vor der Erstberatung im Nationalrat, AJJ 2009, 1359, 1368; MICHAEL ANNEN, Aktien- und Rechnungslegungsrechtsreform: Eine Standortbestimmung, TREX 2010, 282, 284; PETER FORSTMOSER, Die «grosse» Aktienrechtsreform – Übersicht und Gesamtwürdigung, in: Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Ak-

tenrechtsrevision, Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zürich 2010, 1, 25; IRÈNE SCHILTER, Die Dispoaktienproblematik und das Nominee-Modell als Lösungsansatz, Diss. Zürich 2011, insbes. 36–45 (= ZSP 230); KARIM MAIZAR, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich 2012 (= SSHW, Bd. 308), 461. Dagegen vermeidet PETER NOBEL die Bezeichnung als Problem, hält aber trotzdem eine Reform für notwendig. Siehe PETER NOBEL, Wer etwas will, soll sich registrieren, NZZ, 7. Juli 2004, 27; ders., Aktien- und Börsenrecht: Vielfalt und Einheit, SZW 2008, 175, 177 («vielschichtiges Phänomen»); ders., Corporate Governance und Aktienrecht – Bedeutung für KMU?, in: von der Crone/Weber/Zäch/Zobl (Hrsg.), Neue Tendenzen im Gesellschaftsrecht: Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich/Basel/Genf 2003, 325, 336.

² Siehe BÖCKLI (FN 1), § 10 N 169; RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 434; BBl 2008, 1619; HOFSTETTER (FN 1), 482; VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 77; SCHIWOW/VOGT/WIEDMER (FN 1) 1368; MAIZAR (FN 1), 461.

³ Siehe etwa BÖCKLI (FN 1), § 6 N 169; BSK OR II–OERTLI/DU PASQUIER, Art. 685f N 9; KARL HOFSTETTER/CHRISTIAN STIEFEL, Wider den Absentismus der Aktionäre, NZZ, 3. Juni 2004, 27; BBl 2008, 1619. Zu Recht weisen VON DER CRONE und ISLER darauf hin, dass dieses Argument auf der unbewiesenen Annahme beruht, stimmberechtigte Aktionäre hielten eher zum Verwaltungsrat als zu einem Angreifer. Siehe VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 78.

⁴ Siehe etwa HOFSTETTER/STIEFEL (FN 3), 27; BBl 2008, 1619; VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 78; MAIZAR (FN 1), 374.

⁵ Siehe statt vieler die Übersicht über die diskutierten Lösungsansätze bei SCHILTER (FN 1), 46–49.

⁶ Dazu umfassend SCHILTER (FN 1), 63–181; MAIZAR (FN 1), 642–54.

CRONE in seinem Bericht von 2003, die Depotbanken zu verpflichten, sich als Treuhänder («Nominee») ins Aktienbuch eintragen zu lassen, wenn der wirtschaftlich Berechtigte sich nicht selbst eintragen lässt.⁷ Im Sommer 2009 beschloss sodann der Ständerat ein Nominee-Modell, welches PETER BÖCKLI und JAN BANGERT im Auftrag mehrerer Wirtschaftsverbände ausgearbeitet hatten.⁸ Dieser Teil der «grossen» Aktienrechtsreform liegt wegen der hängigen «Abzocker»-Initiative auf Eis. Es ist jedoch nur eine Frage der Zeit, bis sich das Parlament dem Thema wieder widmen wird.

In der vorliegenden Studie quantifiziere ich das Phänomen der Dispoaktie und schätze die praktische Bedeutung des Beherrschungsarguments ab. Der hierzu eigens erstellte Datensatz umfasst alle 268 Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, die Ende 2010 an einer Schweizer Börse kotiert waren. Aus den Ergebnissen leite ich die rechtspolitische Empfehlung ab, dass ein gesetzliches Nominee-Modell als Opt-in-Regelung ausgestaltet werden sollte.

II. Dispoaktien als labile Entkoppelung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht

Das Phänomen der Dispoaktien erschliesst sich am besten, wenn man es als labile Entkoppelung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht versteht.⁹ Wer auf dem Kapitalmarkt Namenaktien erwirbt, ohne sie im Aktienbuch eintragen zu lassen, erhält aus ökonomischer Sicht zwei Arten von Rechten: einerseits die Vermögensrechte aus den Aktien,¹⁰ andererseits eine Art Call-Option auf die Mitwirkungsrechte.¹¹ Der «Basiswert» der Option entspricht dem Nutzen der Mitwirkungsrechte. Der «Ausübungspreis» entspricht den Kosten einer Aktienbuch-

eintragung. Die Option auf die Mitwirkungsrechte kann jederzeit ausgeübt werden. Bei Dispoaktien ist die Option per definitionem nicht werthaltig («out of the money»), das heisst, die Kosten einer Aktienbucheintragung übersteigen deren Nutzen¹². Dies kann sich aber ändern. Steht nämlich eine wegweisende GV an, erhöht sich der Nutzen des Stimmrechts – und somit der Aktienbucheintragung – unter Umständen dermassen, dass die Option werthaltig («in the money») wird. In diesem Fall wird ein rationaler Dispoaktionär die Option ausüben und sich ins Aktienbuch eintragen lassen.¹³ Weil die Option auf die Mitwirkungsrechte jederzeit werthaltig werden kann und sich ein Dispoaktionär jederzeit eintragen lassen kann, sind Kapitalbeteiligung und Stimmrecht hier nur vorübergehend entkoppelt.

Betrachtet man Dispoaktien als eine Form der Entkoppelung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht, wird deutlich, dass das Dispoaktien-Phänomen neben Stimmrechtsaktien (Art. 693 OR), prozentualen Eintragungsbeschränkungen (Art. 685d Abs. 1 OR) und Höchststimmklauseln (Art. 692 Abs. 2 OR) bloss einer von vielen Wegen ist, wie ein Aktionär zu einer überproportionalen Stimmkraft gelangen kann.¹⁴ Das Beherrschungsargument, wonach ein Aktionär bei einem grossen Dispobestand mit deutlich weniger als der absoluten Mehrheit der Aktien eine GV kontrollieren kann,¹⁵ richtet sich im Grunde gegen dieses Auseinanderfallen von Kapital und Stimmrecht.

III. Daten und Schätzmethode

Der verwendete Datensatz¹⁶ umfasst alle 268 Gesellschaften, die Ende 2010 an einer der zwei Schweizer Börsen kotiert waren und nach Schweizer Recht organisiert sind. Die Daten entstammen den Statuten¹⁷ und den Jahresberichten der Gesellschaften, den Webseiten der SIX Swiss Exchange und der BX Berne Exchange sowie dem Aktienführer Schweiz 2011¹⁸.

Die im Datensatz aufgezeichneten Stimmenanteile der grössten Aktionäre umfassen, entsprechend den aktien- und börsenrechtlichen Regeln,¹⁹ auch nicht ausübende Stimmrechte sowie Erwerbspositionen, die nicht unmittel-

⁷ HANS CASPAR VON DER CRONE, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts, Teil 4: Stimmrechtsvertretung/Dispoaktien, abrufbar unter <http://www.bj.admin.ch/content/bj/de/home/themen/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision.html>, 24–26 und 28–30 (insbes. Art. 686a Abs. 2 und 686b Abs. 1 E-OR) (nachfolgend: «Bericht von der Crone»). Dazu kritisch HOFSTETTER/STIEFEL (FN 3), 27.

⁸ Art. 685f Abs. 1^{bis} und 5, Art. 686, Art. 689a Abs. 1^{ter}–1^{quater}, 689c^{bis} E-OR, AB 2009 S 623–626 und 718. Dazu etwa HANS CASPAR VON DER CRONE/TIFFANY ENDER, Dispoaktien und Nominee-Modell, in: Watter (Hrsg.) (FN 1), 135, 153–166. Kritisch SCHIWOW/VOGT/WIEDMER (FN 1), 1367–70; PETER V. KUNZ, Evolution ins 21. Jahrhundert – oder: Zukunft der Generalversammlung von Aktiengesellschaften in der Schweiz, AJP 2011, 155, 165. Das Modell unterscheidet sich in wesentlichen Punkten vom Entwurf von der Crone. Dazu MAIZAR (FN 1), 647 f.

⁹ Vgl. Bericht von der Crone (FN 7), 14, der die Dispoaktien als Abweichung vom Grundsatz «one share, one vote» versteht.

¹⁰ PETER BÖCKLI bezeichnet dieses Teilrecht als «eine Art unverbriefter Inhaber-Partizipationsscheine». BÖCKLI (FN 1), § 6 N 167.

¹¹ Meine Analyse basiert auf der Optionstheorie, welche aus der Finanzökonomie stammt und zunehmend als Modell oder Metapher für die Analyse rechtlicher Zusammenhänge beigezogen wird. Dazu weiterführend IAN AYRES, *Optional Law: The Structure of Legal Entitlements*, Chicago 2005.

¹² Ähnlich VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 77; MAIZAR (FN 1), 123 f.

¹³ Vgl. NOBEL 2004 (FN 1), 27; VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 77.

¹⁴ Darauf wird zurückzukommen sein. Siehe hinten bei FN 47–52.

¹⁵ Siehe vorne bei FN 2.

¹⁶ Der Datensatz kann bei mir bezogen werden.

¹⁷ Die Statuten der meisten Publikumsgesellschaften sind auf ihrer Website publiziert oder unter <http://www.generalversammlung.net> abrufbar. Soweit möglich wurde die Ende 2010 gültige Statutenversion bzw. der Geschäftsbericht 2010 oder 2010/11 verwendet. Von einigen wenigen Gesellschaften erhielt ich den Geschäftsbericht per E-Mail.

¹⁸ VERLAG FINANZ & WIRTSCHAFT AG, Aktienführer Schweiz 2011, Zürich 2011.

¹⁹ Siehe Art. 663c OR, Art. 20 BEHG und Art. 9 ff. BEHV-FINMA.

bar ein Stimmrecht verleihen (z.B. Call-Optionen, Wandelrechte). Nicht darin enthalten sind die von statutarischen Nominees gehaltenen Aktien.²⁰ Aktionärsgruppen gelten als ein einziger Aktionär.²¹ Den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung behandle ich als eine einzige Aktionärsgruppe, selbst wenn die betreffenden Personen nicht als Gruppe meldepflichtig sind. Diese Personen stimmen wohl in vielen Fällen auch ohne formelle Koordination an einer GV gleich ab und beherrschen die Gesellschaft faktisch, wenn sie zusammen über genügend Stimmen verfügen.

Bekannt sind die Dispobestände von 146 der insgesamt 203 Gesellschaften, deren Namenaktien an einer Schweizer Börse kotiert sind. Um das Phänomen der Dispoaktien genauer zu quantifizieren, interpolierte ich die Dispobestände der restlichen 57 Gesellschaften. Dazu konstruierte und testete ich eine Reihe ökonomischer Modelle anhand der Daten der Gesellschaften, deren Dispobestände bekannt sind.²² Dabei verwendete ich folgende Variablen: *Dispobestand* ist der Dispobestand einer Gesellschaft in Prozent der ausstehenden Aktien. *Bedeutende_Aktionäre* entspricht dem prozentualen Anteil aller bedeutenden Aktionäre, des Managements und der eigenen Aktien. *Marktkapitalisierung* ist der Börsenwert einer Gesellschaft in Millionen Franken. Die übrigen Variablen sind Dummy-Variablen, d.h. sie können entweder den Wert 1 oder 0 annehmen. *Staatsbesitz* gibt an, ob Gemeinwesen direkt oder indirekt mehr als 50 % der Stimmrechte einer Gesellschaft halten. *Immobilien* und *Investment* geben an, ob eine Gesellschaft als Immobilien- bzw. als Investmentgesellschaft kotiert ist. *Stimmrechtsaktien* gibt an, ob eine Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt.

Jenes Modell, welches die Variation der Dispobestände am besten erklärt, nämlich zu 51 %, schätzt den Dispobestand nach folgender Formel:²³

$$\begin{aligned} \text{Dispobestand} &= 22,2 \\ &- 0,28 \times \text{Bedeutende_Aktionäre} \\ &+ 1,63 \times \ln(\text{Marktkapitalisierung}) \\ &- 5,92 \times \text{Staatsbesitz} \\ &- 3,33 \times \text{Immobilien} \\ &+ 5,57 \times \text{Investment} \end{aligned}$$

Die Variablen *Bedeutende_Aktionäre*, *Marktkapitalisierung* und *Staatsbesitz* sind hoch signifikant. *Immobilien* ist marginal signifikant und *Investment* ist knapp nicht signifikant, verbessert jedoch die Aussagekraft des Modells trotzdem.²⁴ Die anderen getesteten Variablen waren in keinem Modell signifikant. Die Schätzergebnisse bestätigen die Vermutungen von DOMINIC HÄGLER, der Dispobestand korreliere negativ mit den Beteiligungen von Grossaktionären, und die Aktionäre von Investmentgesellschaften seien weniger an den Mitwirkungsrechten interessiert.²⁵

Die verwendete Schätzmethode setzt voraus, dass sich Gesellschaften, welche ihre Dispobestände publizieren, nicht systematisch von jenen unterscheiden, welche diese nicht publizieren. Statistische Tests ergaben für die meisten Variablen diesbezüglich keine signifikanten Unterschiede. Einzig Investment- und Immobiliengesellschaften publizieren ihre Dispobestände signifikant weniger häufig als andere Gesellschaften.²⁶ Werden diese Gesellschaften aus der Schätzung ausgeklammert, verändern sich die Ergebnisse jedoch nur geringfügig.²⁷

Mit Hilfe obiger Formel schätzte ich sodann die unbekannten Dispobestände.²⁸ Zum Beispiel ergab die Berechnung für die ABB AG einen Dispobestand von 36,2 %²⁹ bei einem 95 %-Vertrauensintervall von $\pm 3,8$ %. Dies bedeutet, dass der wirkliche Dispobestand dieser Gesellschaft nach dem verwendeten Modell mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit zwischen 32,4 % und 40,0 % liegt.

Schliesslich ermittelte ich den Wert aller (bekannten oder geschätzten) Dispobestände nach der folgenden Formel:

²⁰ Siehe Mitteilung der Offenlegungsstelle II/99 vom 26. Februar 1999, abrufbar unter http://www.six-exchange-regulation.com/publications/communiqués/disclosure_office_de.html.

²¹ Siehe Art. 663c Abs. 2 OR, Art. 10 BEHV-FINMA.

²² Eine Auswahl dieser Modelle ist in der Regressionstabelle im Anhang aufgeführt. Zur Schätzung verwendete ich Gewöhnliche Kleinstquadratregressionen (OLS) und zusätzlich MS-Regressionen nach Maronna und Yohai. Bei der MS-Regression fallen Gesellschaften, die das Ergebnis erheblich beeinflussen, weniger ins Gewicht, dafür können die Schätzergebnisse eine systematische Verzerrung aufweisen. Eine Beschreibung und Analyse dieser Methode ist zu finden bei VINCENZO VERARDI/CHRISTOPHE CROUX, Robust Regression in Stata, Stata Journal, 9(3), 439 (2009). Zum Problem der Verzerrung bei gewichteten Regressionen siehe JAMES H. STOCK/MARK M. WATSON, Introduction to Econometrics, International Edition, 3rd ed., Boston etc. 2012, 110. Vorliegend lässt sich nicht sagen, die eine Regressionsmethode führe zu «besseren» Schätzergebnissen als die andere. Wie die Abbildung im Anhang zeigt, führen die beiden Methoden jedoch nicht zu grossen Unterschieden bei den Schätzergebnissen für die Dispobestände der 57 Gesellschaften.

²³ Siehe Regressionstabelle im Anhang, Modell 1.

²⁴ Siehe Regressionstabelle im Anhang, Modell 1.

²⁵ Siehe DOMINIC HÄGLER, Das Problem der Dispoaktien und mögliche Lösungsvorschläge, Master-Arbeit Universität St. Gallen, 2010, 3, abrufbar über das HSG-Bibliothekszentrum.

²⁶ Wilcoxon-Mann-Whitney-Tests bzw. Exakte Tests nach Fisher ergaben folgende p-Werte: *Marktkapitalisierung* p=0.19; *Bedeutende_Aktionäre* p=0.76; *Staatsbesitz* p=0.25; *Stimmrechtsaktien* p=0.20; *Stimmrechtsbeschränkungen* p=0.73; *Immobilien* p=0.051; *Investment* p=0.024.

²⁷ Siehe Regressionstabelle im Anhang, Modell 3.

²⁸ Bei einer Gesellschaft, bei welcher die Schätzung einen Dispobestand von -4,8 % ergab, korrigierte ich den Wert auf 0 %. Bei einer anderen Gesellschaft, wo die bekannten Aktionäre 99,7 % der Stimmen halten und die Schätzung einen Dispobestand von 2,5 % ergab, korrigierte ich den Schätzwert auf 0,3 %.

²⁹ Die ABB AG hat eine Marktkapitalisierung von 43,4 Mrd. Fr., bekannte Aktionäre halten 12 % der Stimmen, und die Gesellschaft ist weder im Staatsbesitz noch ist sie eine Immobilien- oder Investmentgesellschaft. Der geschätzte Dispobestand beträgt somit $22,20 - 0,28 \times 12 + 1,63 \times \ln(43'400) - 5,92 \times 0 - 3,33 \times 0 + 5,57 \times 0 = 36,2(\%)$.

$$\text{Wert_Dispoaktien} = \text{Marktkapitalisierung} \\ \times (\text{Dispobestand}/100) \\ \times \text{Verhältnis_Stimmkraft}$$

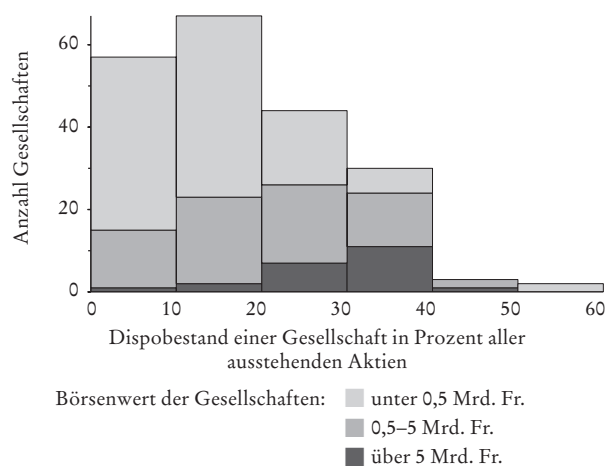
Die Variable *Verhältnis_Stimmkraft* korrigiert bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien die Verzerrung, die sich aus dem tieferen Nennwert der kotierten Stammaktien ergibt.³⁰

Die Vertrauensintervalle der geschätzten prozentualen Dispobestände und ihrer Marktwerte dürften in Wirklichkeit breiter sein als im Folgenden angegeben, weil sie nicht berücksichtigen, dass das verwendete Schätzmodell und die Daten nicht perfekt sind. Da die berechneten Vertrauensintervalle aber sehr schmal sind, gehe ich davon aus, dass die angegebenen Schätzwerte eine recht gute Annäherung an die wirklichen Daten darstellen.

IV. Umfang der Dispobestände

Abbildung 1 ist ein Histogramm der Dispobestände der 203 Schweizer Gesellschaften mit in der Schweiz kotierten Namenaktien, aufgeschlüsselt nach Firmengrösse.

Abbildung 1: Häufigkeitsverteilung des prozentualen Anteils an Dispoaktien



Lesebeispiel: Ca. 30 Gesellschaften haben einen Dispobestand zwischen 30 und 40 %. Die meisten dieser Gesellschaften haben einen Börsenwert von über Fr. 500 Mio.

Anmerkung: Die Dispobestände von 57 der 203 Gesellschaften mit kotierten Namenaktien wurden geschätzt.

Wie Abbildung 1 zeigt, weisen die meisten grossen Publikumsgesellschaften, nämlich 20 von 22, einen Dispobestand von 20 bis 40 Prozent auf. Nur gerade 5 von 203 Gesellschaften haben einen Dispobestand von über 40 Prozent. Die Dispobestände mittelgrosser Gesellschaften sind breiter gestreut und erreichen bis auf zwei Ausnahmen Werte zwischen 0 und 40 Prozent. Schliesslich

haben über drei Viertel der kleineren Publikumsgesellschaften einen Dispobestand von unter 20 Prozent. Zwei Small Caps haben jedoch einen sehr hohen Dispobestand von 50 bis 60 Prozent.

Die meisten Autoren beziffern den Dispoanteil grosser Publikumsgesellschaften auf 20 oder 30 bis 50 Prozent.³¹ Wie gesehen, trifft diese Schätzung im Grossen und Ganzen zu, doch gibt sie bloss einen Ausschnitt der Realität wieder. Dass grosse Publikumsgesellschaften in der Regel einen grösseren Dispobestand haben als mittlere und kleinere Gesellschaften, überrascht wenig, da bei letzteren ein grösserer Anteil der Stimmrechte tendenziell bei Grossaktionären liegt.

Tabelle 1 gibt eine Berechnung des gesamten Werts aller Dispoaktien wieder, aufgeschlüsselt nach Gesellschaftsgrösse.³²

Tabelle 1: Marktwert der Dispoaktien (Mrd. Fr.)

	Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von			
	über 5 Mrd. Fr.	0,5–5 Mrd. Fr.	unter 0,5 Mrd. Fr.	alle
Wert der bekannten Dispobestände	177,1	18,7	2,0	197,8
Geschätzter Wert der unbekannten Dispobestände	40,8 ± 2,0	7,3 ± 0,26	0,5 ± 0,04	48,6 ± 2,1
Total Wert Dispoaktien	217,9 ± 2,0	26,0 ± 0,26	2,5 ± 0,04	246,4 ± 2,1
Total Marktkapitalisierung	682,3	126,7	17,4	826,4
(Davon Dispoaktien %)	(31,9 ± 0,3)	(20,5 ± 0,2)	(14,4 ± 0,2)	(29,8 ± 0,2)
Anzahl Gesellschaften	22	69	112	203

Anmerkungen: Berechnung anhand der Dispobestände der 203 Gesellschaften mit kotierten Namenaktien, 2010. Die Dispobestände von 146 Gesellschaften sind bekannt. Die geschätzten Dispobestände der verbleibenden 57 Gesellschaften sind als 95 %-Vertrauensintervalle angegeben, was bedeutet, dass der wirkliche Wert nach der verwendeten Schätzmethode mit 95-prozentiger Wahrscheinlichkeit innerhalb der angegebenen Spanne liegt.

Der Marktwert aller Dispoaktien betrug 2010 also ca. 250 Milliarden Franken. Dies entspricht knapp 30 Prozent des Marktwerts aller 203 Gesellschaften mit kotierten Namenaktien. Erwartungsgemäss ist der Anteil des Dispobestands am Marktwert der grossen Publikumsgesellschaften mit ca. 32 Prozent grösser als der Anteil am Wert der mittleren und kleineren Gesellschaften (20 bzw. 14 Prozent).

³⁰ Beispiel: Haben die kotierten Stammaktien den fünffachen Nennwert der Stimmrechtsaktien, so hat die Variable *Verhältnis_Stimmkraft* einen Wert von 0,2.

³¹ Siehe BÖCKLI (FN 1), § 6 N 153; KARL HOFSTETTER, Modernere Spielregeln für die Aktionärsdemokratie, NZZ, 29. April 2006, 33; Nobel 2004 (FN 1), 27; Bericht von der Crone (FN 6), 13. Nach einer Aufstellung von MAIZAR lagen die bekannten Dispobestände der 50 grössten Publikumsgesellschaften 2010–2011 zwischen 11,5 und 48,6 %. Siehe MAIZAR (FN 1), 122 f.

³² Zur Berechnungsmethode siehe vorne Abschnitt III.

Betrachtet man mit PETER BÖCKLI die Dispoaktien als «eine Art unverbriefter Inhaber-Partizipationsscheine»³³, so ist festzustellen, dass diese von der Rechtspraxis geschaffene Klasse von Anteilsrechten gemessen am Börsenwert die zweitbeliebteste Art von Anteilsrechten ist. Wie die nachfolgende Tabelle 2 zeigt, übertrifft der Marktwert der Dispobestände von knapp 250 Milliarden Franken die gesamte Marktkapitalisierung von Gesellschaften mit kotierten Inhaberaktien, Partizipations-scheinen und Genussscheinen, die sich zur selben Zeit auf knapp 210 Milliarden Franken belief.

Tabelle 2: Marktkapitalisierung der Schweizer Publikumsgesellschaften

	Mrd. Fr.
Namenaktien	
davon eingetragen	580,0 ± 2,1
davon Dispobestand	246,4 ± 2,1
Partizipations- und Genussscheine	138,9
Inhaberaktien	68,8
Total Marktkapitalisierung	1'034,1

Anmerkung: Marktkapitalisierung der 268 Schweizer Publikumsgesellschaften, gegliedert nach Kategorie der kotierten Anteilsrechte, 2010. Die Marktkapitalisierung einer Gesellschaft, die sowohl Namen- als auch Inhaberaktien kotiert hat, wurde den Namenaktien zugeschlagen.

Die enorme Höhe der Dispobestände belegt, dass die Transaktionskosten der Eintragung ins Aktienbuch in sehr vielen Fällen den Nutzen der Mitwirkungsrechte übersteigen. Bei vielen Aktionären ist mit anderen Worten die «Call-Option» auf die Mitwirkungsrechte nicht wert-haltig («out of the money»)³⁴. Die geringe Bedeutung von Dispoaktien in anderen Ländern³⁵ deutet darauf hin, dass die Transaktionskosten einer Aktienbucheintragung in der Schweiz höher sind als im Ausland. Ansonsten müsste man annehmen, dass die Mitwirkungsrechte bei schweizerischen Gesellschaften einen geringeren Nutzen stiften und damit weniger wert sind als bei ausländischen. Dafür ist aber kein Grund ersichtlich.

V. Geringe Bedeutung des Beherrschungsarguments

1. Was bedeutet «Beherrschung»?

Bevor das Beherrschungsargument analysiert werden kann, ist zu klären, was «Beherrschung» überhaupt bedeutet. Ob eine Gesellschaft beherrscht wird, hängt offensichtlich davon ab, wieviel Einfluss der oder die grössten Aktionäre haben. In der Literatur werden verschiedene Masse der Beherrschung bzw. des Einflusses

von Grossaktionären diskutiert.³⁶ Viele der verwendeten Masse und Indizes sind der Politikwissenschaft entlehnt, die sich seit Jahrzehnten mit den Machtverhältnissen in Parlamenten und anderen Gremien mit gewichtetem Stimmrecht auseinandersetzt.³⁷ Eine jüngere empirische Studie kam jedoch zum Ergebnis, dass ein einfaches Mass des Aktionärsinflusses, nämlich der Stimmenanteil des grössten Aktionärs, die realen Machtverhältnisse mindestens so gut wiedergibt wie kompliziertere Masse.³⁸ Vor diesem Hintergrund verwende ich im Folgenden als Mass für den Aktionärs Einfluss die Stimmkraft des grössten Aktionärs oder der grössten Aktionärsgruppe, definiert als dessen/deren Stimmenanteil³⁹ geteilt durch den Anteil ausgegebener, nicht im Eigenbesitz befindlicher Aktien.⁴⁰ Alternativ dazu verwende ich die kumulierte Stimmkraft der fünf grössten Aktionäre (bzw. Aktionärsgruppen), die analog zur Stimmkraft des grössten Aktionärs definiert ist. Dieses Mass berücksichtigt die Möglichkeit, dass die grössten Aktionäre an einer GV auch ohne formelle Koordination gleich stimmen können, doch wird es das Ausmass der Beherrschung eher überschätzen.⁴¹

³⁶ Siehe z.B. DENNIS LEECH, *The Relationship Between Shareholding Concentration and Shareholder Voting Power in British Companies: A Study of the Application of Power Indices for Simple Games*, 34 *Management Science*, 509 (1988); DENNIS LEECH/JOHN LEAHY, *Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies*, 101 *Economic Journal*, 1418 (1991); DENNIS LEECH, *An Empirical Comparison of the Performance of Classical Power Indices*, 50 *Political Studies*, 1 (2002); YVES CRAMA et al., *Corporate Control Concentration Measurement and Firm Performance*, 17 *Social Responsibility*, 123 (2003); DENNIS LEECH/MIGUEL C. MANJÓN, *Corporate Governance and Game Theoretic Analyses of Shareholder Power: The Case of Spain*, 35 *Applied Economics*, 847 (2003); JOSÉ C. GUEDES/GILBERTO LOUREIRO, *Estimating the Expropriation of Minority Shareholders: Results from a New Empirical Approach*, 12 *European Journal of Finance* 421 (2006); JEREMY S. EDWARDS/ALFONS J. WEICHENRIEDER, *Control Rights, Pyramids, and the Measurement of Ownership Concentration*, 72 *Journal of Economic Behavior & Organization*, 489 (2009).

³⁷ Die bekanntesten Indizes, die zur Berechnung des Aktionärsinflusses verwendet werden, sind der Shapley-Shubik-Index und der Banzhaf-Index. Siehe LLOYD S. SHAPLEY/MARTIN SHUBIK, *A Method for Evaluating the Distribution of Power in a Committee System*, 48 *American Political Science Review* 787 (1954); JOHN F. BANZHAF, *Weighted Voting Doesn't Work: A Mathematical Analysis*, 19 *Rutgers Law Review* 317 (1965).

³⁸ STEFAN PRIGGE, *The Performance of Shareholder Influence Measures*, Working Paper, Sept. 2007, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=966086>. Der Autor untersuchte das Potenzial verschiedener Masse des Aktionärsinflusses, einschliesslich mehrerer Untervarianten, um die Vertretung von Grossaktionären im Aufsichtsrat deutscher Publikumsgesellschaften zu erklären.

³⁹ Zur Definition siehe vorne bei FN 19–21.

⁴⁰ Beispiel: Verfügt der grösste Aktionär über 20 % aller Stimmrechte und hält die Gesellschaft 8 % eigene Aktien, beträgt seine Stimmkraft $20/(100-8)=0,217$ oder 21,7 %.

⁴¹ Wie erwähnt, behandle ich die VR- und Geschäftsleitungsmitglieder als eine einzige Aktionärsgruppe. Siehe vorne nach FN 21. Sind daneben unter den grössten fünf Aktionären noch Aktionäre vorhanden, die nicht im Verwaltungsrat vertreten sind, so handelt es sich bei diesen unter Umständen um «Oppositionelle». Wird deren Stimmenanteil zu jenem der «Management-Gruppe» gezählt, führt dies zu einer Überschätzung des Ausmasses der Beherrschung.

³³ BÖCKLI (FN 1), § 6 N 167.

³⁴ Siehe vorne Abschnitt II.

³⁵ Dazu die rechtsvergleichenden Hinweise im Bericht von der Crone (FN 7), 18 f. und 20 f., sowie bei HÄGLER (FN 25), 56–67.

Ab welchem Stimmenanteil eine Gesellschaft beherrscht wird, ist – unterhalb der absoluten Mehrheit von 50 Prozent – eine willkürliche Entscheidung. Beispielsweise bedient sich Art. 32 BEHG (börsenrechtliches Pflichtangebot) der Faustregel, dass $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmen eine Beherrschung der Zielgesellschaft ermöglichen. Pflichtangebotsregeln aus EU-Ländern verwenden daneben auch Schwellen von 25, 30 und 40%.⁴² Der vorliegende Analyserahmen trifft deshalb keine Annahmen bezüglich eines bestimmten Schwellenwertes. Vielmehr ermöglicht er es, den Einfluss des Dispobestandes auf die Beherrschungsverhältnisse für beliebig gewählte Schwellenwerte zu ermitteln.

2. Die im Beherrschungsargument enthaltene Kausalitätsbehauptung

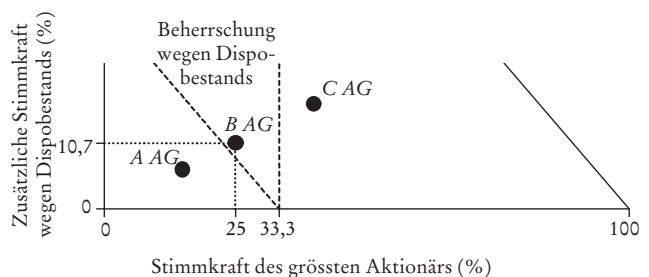
Im Beherrschungsargument liegt eine Kausalitätsbehauptung verborgen. Wer behauptet, ein Minderheitsaktionär könne wegen des Dispobestandes eine Gesellschaft beherrschen, macht geltend, der Aktionär würde nur wegen des Dispobestandes eine (beliebig gewählte) Schwelle zur Beherrschung überschreiten. Dieser Kausalzusammenhang ist gegeben, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind. Erstens muss die Stimmkraft des grössten Aktionärs ohne Berücksichtigung der Dispoaktien geringer sein als die Beherrschungsschwelle. Zweitens muss die Stimmkraft des grössten Aktionärs die Schwelle überschreiten, wenn man den Dispobestand von der Anzahl (potenziell) stimmberechtigter Aktien abzieht. Auf diese Weise lässt sich für jede Gesellschaft ermitteln, ob für sie das Beherrschungsargument bei einem bestimmten Schwellenwert zutrifft.⁴³

Dazu ein Zahlenbeispiel: Angenommen, drei Publikums-gesellschaften, die A AG, B AG und C AG, haben je einen Dispobestand von 30 %, und für eine Beherrschung genüge ein Stimmenanteil von $33\frac{1}{3}\%$. Der grösste Aktionär der A AG hält 15 % aller Stimmen, jener der B AG hält 25 % und jener der C AG hält 40 % der Stimmen. Bei der A AG erhöht sich die Stimmkraft des grössten Aktionärs wegen des Dispobestands von 15 % auf 21,4 %, ⁴⁴ was immer noch unter der Beherrschungsschwelle von $33\frac{1}{3}\%$ liegt (zweite Bedingung nicht erfüllt). Bei der B AG erhöht sich die Stimmkraft des grössten Aktionärs wegen des Dispobestands von 25 % auf 35,7 %. ⁴⁵ Hier sind beide Bedingungen erfüllt, und der Dispobestand ist kausal für die Beherrschung. Bei der C AG hingegen hat

der Dispobestand keinen Einfluss auf die Beherrschung, da der grösste Aktionär die Schwelle von $33\frac{1}{3}\%$ auch ohne Rücksicht auf den Dispobestand überschreitet (erste Bedingung nicht erfüllt).

Das Zahlenbeispiel ist in Abbildung 2 veranschaulicht. Die waagrechte Achse zeigt die Stimmkraft des grössten Aktionärs ohne Rücksicht auf den Dispobestand. Die senkrechte Achse gibt an, um wieviele Prozentpunkte die Stimmkraft des grössten Aktionärs zunimmt, wenn man den Dispobestand mit einrechnet. Die effektive Stimmkraft des grössten Aktionärs entspricht dann der Summe des horizontalen und des vertikalen Achsenabschnitts (z.B. B AG: 25 % + 10,7 % = 35,7 %).

Abbildung 2: Beherrschung wegen Dispoaktien (am Beispiel eines Schwellenwerts von $33\frac{1}{3}\%$)



Lesebeispiel: Der grösste Aktionär der B AG hat ohne Berücksichtigung der Dispoaktien eine Stimmkraft von 25 %. Wegen des Dispobestands erhöht sich seine Stimmkraft um 10,7 % auf 35,7 %. Nimmt man an, für eine Beherrschung genüge eine Stimmkraft von $33\frac{1}{3}\%$, so ist der Dispobestand der B AG kausal für die B AG. Bei der A AG und der C AG ist der Dispobestand hingegen nicht kausal für die Beherrschung durch den grössten Aktionär.

Bei Gesellschaften, die sich links der senkrechten gestrichelten Linie bei der $33\frac{1}{3}\%$ -Schwelle befinden, ist die erste Bedingung erfüllt: Die Stimmkraft des grössten Aktionärs ist ohne Berücksichtigung des Dispobestands tiefer als Beherrschungsschwelle. Bei Gesellschaften, die sich rechts der schrägen gestrichelten Linie befinden, ist die zweite Bedingung erfüllt: Die Stimmkraft des grössten Aktionärs überschreitet die Schwelle zur Beherrschung, wenn man den Dispobestand berücksichtigt.⁴⁶ Gesellschaften, die beide Bedingungen erfüllen, befinden sich somit rechts der schrägen, aber links der senkrechten gestrichelten Linie. Mit anderen Worten trifft das Beherrschungsargument nur für jene Gesellschaften zu, die sich wie die B AG in der keilförmigen Zone zwischen den gestrichelten Linien befinden.

⁴² Siehe die Aufstellung in COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, 21.02.2007, SEC(2007) 268, 13 f.

⁴³ Dem liegt die Annahme zugrunde, dass der Aktienanteil des Grossaktionärs nicht vom Dispobestand abhängt, d.h. dass dieser bei einer Veränderung des Dispobestands seinen Aktienanteil weder aufstockt noch senkt.

⁴⁴ $15/(100-30)=0,214$ oder 21,4 %.

⁴⁵ $25/(100-30)=0,357$ oder 35,7 %.

⁴⁶ Die Linie hat eine Steigung von -1, weil jeder Punkt auf der Linie einem Dispobestand in Höhe der Beherrschungsschwelle entspricht: a sei die Beherrschungsschwelle (in der Abbildung: $33\frac{1}{3}\%$). x sei die Stimmkraft des grössten Aktionärs ohne Berücksichtigung der Dispoaktien, also der waagrechte Achsenabschnitt. y sei die zusätzliche Stimmkraft wegen des Dispobestandes, also der senkrechte Achsenabschnitt. Die gesamte Stimmkraft des grössten Aktionärs beträgt somit $x + y$. Eine Gesellschaft befindet sich auf der schrägen gestrichelten Linie, wenn $x + y = a$. Diese Gleichung lässt sich umformen in die lineare Funktion $y = a - x$. Die Steigung von x , also die erste Ableitung von y , beträgt somit -1.

Die keilförmige Zone in Abbildung 2 berührt die waagrechte Achse beim gewählten Schwellenwert, vorliegend also bei $33\frac{1}{3}\%$. Je nach Schwellenwert ist die Zone nach links oder nach rechts verschoben. Wieviele Gesellschaften sich bei einem bestimmten Schwellenwert innerhalb der keilförmigen Zone befinden, ist eine empirische Frage.

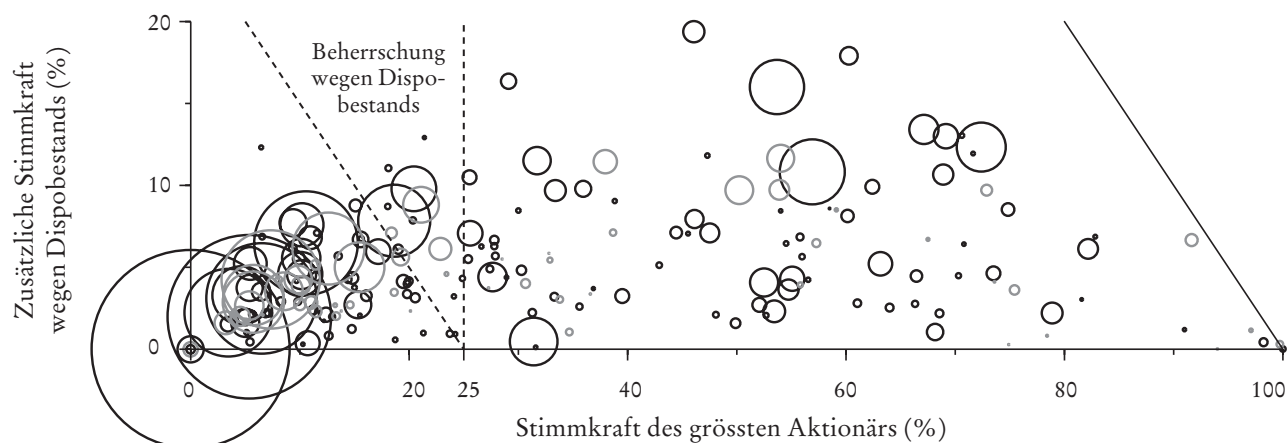
3. Empirische Ergebnisse

Abbildung 3 illustriert die Bedeutung des Beherrschungsarguments für die 203 Schweizer Publikumsgesellschaften mit kotierten Namenaktien. Die Abbildung zeigt am Beispiel eines Schwellenwerts von 25 %, welche Gesellschaften sich innerhalb der keilförmigen Zone befinden, in welcher der Dispobestand es dem grössten Aktionär ermöglicht, die Gesellschaft zu beherrschen.

Abbildung 3 zeigt, dass das Beherrschungsargument – unter Annahme einer Schwelle von 25 % – nur etwa für

zutrifft. Die Abbildung gibt für ein Spektrum von Schwellenwerten an, wieviele der 203 Gesellschaften mit kotierten Namenaktien wegen des Dispobestands beherrscht werden. Mit anderen Worten zeigt das Diagramm, wieviel Prozent aller Gesellschaften sich in der obigen Abbildung 3 innerhalb des keilförmigen Bereichs befinden, wenn man diesen zwischen den Schwellenwerten von 20 und 50 % verschiebt. Beispielsweise ist der Grafik zu entnehmen, dass bei einem Schwellenwert von 25 % das Beherrschungsargument für weniger als zehn Prozent aller Gesellschaften zutrifft. In der obigen Abbildung 3 befindet sich mit anderen Worten weniger als jede zehnte Gesellschaft im markierten keilförmigen Bereich. Der Anteil der Gesellschaften, die wegen ihres Dispobestandes von ihrem grössten Aktionär beherrscht werden, ist als graue Fläche eingezeichnet. Der Anteil der Gesellschaften, die wegen ihres Dispobestandes von den fünf grössten Aktionären beherrscht werden, ist als Linie eingetragen.

Abbildung 3: Gesellschaften, für die das Beherrschungsargument zutrifft (am Beispiel eines Schwellenwerts von 25 %)

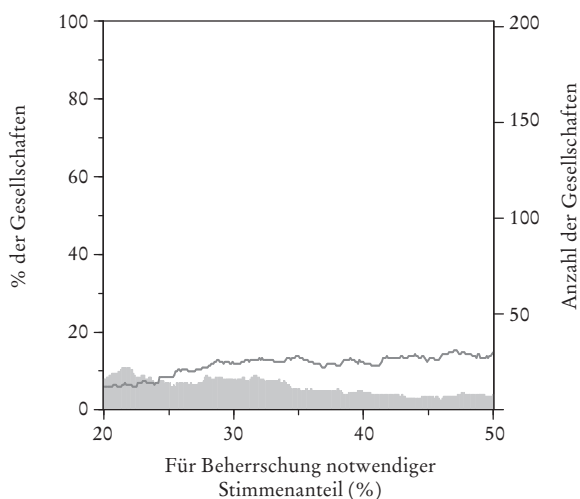


Anmerkungen: Jede Blase entspricht einer der 203 Schweizer Publikumsgesellschaften mit kotierten Namenaktien. Gesellschaften mit geschätztem Dispobestand sind grau gekennzeichnet. Die Weite der Blasen ist proportional zum Logarithmus der Marktkapitalisierung. Eine Gesellschaft befindet sich zwischen den gestrichelten Linien, wenn die Stimmkraft des grössten Aktionärs oder der grössten Aktionärsgruppe (einschliesslich Management) ohne Berücksichtigung der Dispoaktien weniger als 25 % beträgt, unter Berücksichtigung der Dispoaktien aber mehr als 25 %. Der Bestand eigener Aktien wurde bei der Berechnung der Stimmkraft berücksichtigt. Jene Gesellschaften, bei denen kein Aktionär über mindestens 3 % der Stimmrechte verfügt, sind auf dem Nullpunkt eingetragen.

ein gutes Dutzend Gesellschaften zutrifft. Weiter fällt auf, dass sich die grössten Gesellschaften in der linken unteren Ecke der Grafik drängen. Für diese Gesellschaften trifft das Beherrschungsargument also nicht zu, denn die Stimmkraft ihres grössten Aktionärs reicht unabhängig vom Dispobestand nicht aus, um eine GV zu dominieren. Umgekehrt haben viele Publikumsgesellschaften einen Grossaktionär, der auch ohne Rücksicht auf die Dispobestände deutlich mehr als 40 oder 50 % aller Stimmen auf sich vereinigt.

Abbildung 4 auf der folgenden Seite zeigt, dass das Beherrschungsargument unabhängig vom gewählten Schwellenwert nur für eine kleine Minderheit aller Gesellschaften

Wie Abbildung 4 zeigt, trifft das Beherrschungsargument unabhängig vom verwendeten Schwellenwert nur auf wenige Gesellschaften zu. Nimmt man die Beherrschung durch den grössten Aktionär bzw. die grösste Aktionärsgruppe zum Massstab, so ist der Dispobestand bei ca. 5 bis 10 Prozent aller Gesellschaften kausal für die Beherrschung. Dies entspricht ca. 10 bis 20 Gesellschaften. Nimmt man an, die fünf grössten Aktionäre würden an einer GV gleich abstimmen, ohne zugleich als Gruppe meldepflichtig zu sein, ermöglichen ihnen die Dispobestände in kaum mehr als 15 Prozent der Fälle (ca. 30 Gesellschaften) eine Beherrschung. Die praktische Bedeutung des Beherrschungsarguments ist also gering.

Abbildung 4: Anteil Gesellschaften, die wegen ihres Dispobestandes beherrscht werden

Gesellschaften, die wegen ihres Dispobestandes beherrscht werden:

- von ihrem grössten Aktionär
- ~ von den fünf grössten Aktionären

Anmerkung: Die Abbildung gibt an, wieviele der 203 Gesellschaften mit kotierten Namenaktien – unter Annahme verschiedener Schwellenwerte für die Beherrschung – wegen des Dispobestandes beherrscht werden.

4. Vergleich mit anderen Formen der Entkoppelung von Kapital und Stimmrecht

Das Ergebnis, dass das Beherrschungsargument für ca. 5 bis 10, maximal 15 Prozent der Gesellschaften zutrifft, ist in Relation zu setzen zu anderen Arten der Entkoppelung von Kapital und Mitwirkungsrechten, die einen Minderheitsaktionär in die Lage versetzen können, eine Publikumsgesellschaft zu kontrollieren.

66 Schweizer Publikumsgesellschaften verfügen über prozentuale Eintragungsbeschränkungen oder Höchststimmklauseln in ihren Statuten. Diese können es einem Grossaktionär, der selbst den entsprechenden Beschränkungen nicht unterworfen ist, ermöglichen, die Gesellschaft zu kontrollieren. Die Kausalität zwischen Stimmrechtsbeschränkung und Beherrschung ist dabei analog zur Kausalität zwischen Dispobestand und Beherrschung. Ein Kausalzusammenhang besteht also nur, wenn ein Grossaktionär die GV allein deswegen kontrollieren kann, weil die anderen Grossaktionäre der Stimmrechtsbeschränkung unterworfen sind.

33 Schweizer Publikumsgesellschaften verfügen über Stimmrechtsaktien.⁴⁷ Der «Stimmkrafthebel»⁴⁸ von Stimmrechtsaktien ist regelmässig höher als der Stimmkraftzuwachs der stimmberechtigten Aktien von Gesellschaften mit hohen Dispobeständen. Der «Hebel» von Stimmrechtsaktien beträgt maximal 10:1 (Art. 693 Abs. 2

OR) und ist bei keiner der 33 Publikumsgesellschaften mit Stimmrechtsaktien geringer als 2:1. Ein Dispobestand müsste sich auf 50 % belaufen, um einen derartigen «Hebel» zu generieren,⁴⁹ was nur gerade bei zwei kleineren Gesellschaften der Fall ist. Beträgt der Dispobestand dagegen 40 %, was immer noch vergleichsweise hoch ist,⁵⁰ beträgt der «Stimmkrafthebel» nur noch 1²/₃:1.⁵¹ Die im Beherrschungsargument enthaltene Kritik, Dispoaktien würden vom Grundsatz «one share, one vote» abweichen, müsste daher umso mehr für die viel stärkeren Abweichungen von diesem Grundsatz gelten, welche durch Stimmrechtsaktien möglich sind.⁵²

Darüber hinaus ist zweifelhaft, ob sich bei den wenigen Gesellschaften, die wegen ihrer Dispobestände beherrscht werden, diese Beherrschung überhaupt negativ auswirkt. Eine empirische Studie von HANS CASPAR VON DER CRONE, NINA REISER und EVGENY PLAKSEN hat jüngst keine Hinweise gefunden, dass Stimmrechtsaktien den Unternehmenswert negativ beeinflussen könnten.⁵³ Zwei Gründe sprechen dafür, dass das Ergebnis gleich ausfiele, würden die Auswirkungen eines hohen Dispobestandes auf den Unternehmenswert untersucht. Zum einen fallen, wie gesehen, Kapitalbeteiligung und Stimmrecht bei Dispoaktien weniger stark auseinander als bei Stimmrechtsaktien. Zum andern hat ein Aktionär, der die Gesellschaft (nur) wegen des Dispobestandes beherrscht, einen geringeren Spielraum, um seine Macht zu missbrauchen, als im Falle von Stimmrechtsaktien. Die Labilität der Entkoppelung von Kapital und Stimmrecht bei den Dispoaktien wirkt nämlich als eine Art automatischer Stabilisator, welcher die schlimmsten Missbräuche durch einen beherrschenden Aktionär verhindern dürfte. Versucht ein solcher Aktionär, einen GV-Beschluss zu Lasten der anderen Aktionäre herbeizuführen, steigt der Wert ihres Stimmrechts. Damit lohnt es sich für die Dispoaktionäre unter Umständen, sich ins Aktienbuch eintragen zu lassen und an der GV abzustimmen: Ihre Call-Option auf die Mitgliedschaftsrechte⁵⁴ wird werthaltig («in the money»), weshalb sie die Option ausüben. Dadurch reduziert sich der «Stimmkrafthebel» des beherrschenden Aktionärs, sodass dieser mit einer Niederlage an der GV rechnen muss. Antizipiert er dies, wird

⁴⁹ Der «Stimmkrafthebel» für stimmberechtigte Aktionäre bei einem Dispobestand von x Prozent beträgt $100/(100 - x)$. Bei $x = 50$ beträgt der «Hebel» somit 2.

⁵⁰ Siehe vorne Abbildung 1.

⁵¹ Zur Berechnung siehe vorne FN 49.

⁵² Vgl. etwa PETER BÖCKLI Lob der gesetzlichen Regelung der Stimmrechtsaktien mit dessen harscher Kritik am Phänomen der Dispoaktien. BÖCKLI (FN 1), § 4 N 136 ff. und § 6 N 166–69.

⁵³ HANS CASPAR VON DER CRONE/NINA REISER/EVGENY PLAKSEN, Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse, SZW 2010, 93. Für Hinweise zur ausländischen Literatur siehe a.a.O., 94. Ausführliche ökonomische Angaben bei HANS CASPAR VON DER CRONE/EVGENY PLAKSEN, The Value of Dual-Class Shares in Switzerland, Working Paper, March 2010, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=1542780>.

⁵⁴ Zu dieser Metapher siehe vorne Abschnitt II.

⁴⁷ Fünf dieser Gesellschaften verfügen gleichzeitig über prozentuale Eintragungsbeschränkungen oder Höchststimmklauseln.

⁴⁸ Der Begriff stammt soweit ersichtlich von BÖCKLI (FN 1), § 4 N 148.

er gar nicht erst versuchen, einen entsprechenden GV-Beschluss herbeizuführen.

VI. Rechtspolitische Empfehlung: Nominee-Modell als Opt-in

Die schiere Höhe der Dispobestände von ca. 250 Milliarden Franken verbunden mit dem Umstand, dass Dispoaktien in anderen Ländern keine grosse Bedeutung haben, deutet darauf hin, dass die Aktienbucheintragung in der Schweiz umständlicher und teurer ist als im Ausland (Abschnitt IV). Andererseits trifft das Beherrschungsargument nur für die wenigsten Gesellschaften zu (Abschnitt V). Eine Gesetzesreform der Eintragung ins Aktienbuch beim börslichen Erwerb von Namenaktien sollte deshalb – unter gewissen Nebenbedingungen⁵⁵ – die Transaktionskosten der Aktienbucheintragung senken.

Damit stellt sich die Frage, ob ein gesetzliches Nominee-Modell diese Transaktionskosten senken kann.⁵⁶ Dies ist nicht unbedingt der Fall.

Heute können Namenaktionäre die Transaktionskosten der Aktienbucheintragung vollständig vermeiden, indem sie sich nicht eintragen lassen und somit Dispoaktionäre werden. Die Eigentümer von Aktien im Wert von ca. 250 Milliarden Franken haben sich für dieses Vorgehen entschieden. Zusätzlich verfügen viele Publikumsgesellschaften mit kotierten Namenaktien über statutarische Nominee-Klauseln, gemäss welchen Nominees bis zu einem bestimmten Prozentsatz (z.B. 2 %) als Aktionäre mit Stimmrecht eingetragen werden können, wenn sie sich verpflichten, der Gesellschaft die Identität von wirtschaftlich Berechtigten mit einem minimalen Aktienanteil (z.B. 0,5 %) bekannt zu geben.⁵⁷ Solche Nominee-Klauseln senken die Transaktionskosten der Aktienbucheintragung, weil statt der einzelnen Aktionäre die Depotbanken ihren gesamten Depotbestand in einer «Sammelmeldung» eintragen lassen können. Da die Depotbanken zur Nominee-Eintragung nicht verpflichtet werden können, werden sie die Kosten einer Eintragung nur aufwenden, wenn sie (bzw. ihre Kunden) dies wünschen.

Ein gesetzliches Nominee-Modell hingegen würde in zweifacher Hinsicht neue administrative Lasten schaffen. Erstens sollen die Nominees verpflichtet werden,

sich unter bestimmten Voraussetzungen ins Aktienbuch eintragen zu lassen. Zweitens ist diese Eintragungspflicht typischerweise mit weiteren Pflichten verbunden. Beispielsweise sah der Entwurf von der Crone eine subsidiäre Eintragungspflicht der Depotbanken vor, verbunden mit der Pflicht, dem wirtschaftlich Berechtigten sämtliche Bekanntmachungen der Gesellschaft unaufgefordert weiterzuleiten.⁵⁸ Nach dem vom Ständerat verabschiedeten Nominee-Modell muss die Verwahrungsstelle dem Erwerber unaufgefordert anbieten, in seinem Namen ein Eintragungsgesuch zu stellen, und sich subsidiär selbst eintragen lassen.⁵⁹ Damit wird die vom Markt geschaffene vorübergehende Entkoppelung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht rückgängig gemacht. Die Dispoaktionäre werden gezwungen, die Transaktionskosten einer Nominee-Eintragung zu übernehmen,⁶⁰ und erhalten dafür ein Stimmrecht, das sie unter Umständen gar nicht ausüben wollen. Beispielsweise ist die durchschnittliche Haltedauer von Aktien in den letzten Jahrzehnten – also schon vor Aufkommen des Hochfrequenzhandels – stark gesunken und betrug 2009 in vielen Ländern nur noch sechs bis zwölf Monate.⁶¹ Entsprechend hat sich die Wahrscheinlichkeit reduziert, dass eine GV überhaupt in die Halteperiode fällt.

Wie hoch die Transaktionskosten eines gesetzlichen Nominee-Modells sein werden, ist eine empirische Frage. Angesichts der gewaltigen Dispobestände von 250 Milliarden Franken und der immer kürzeren Haltedauer von Aktien fielen aber schon geringe Mehrkosten ins Gewicht. Es steht keineswegs fest, dass die Vorteile eines Nominee-Modells im Vergleich zur heutigen Situation diese Kosten rechtfertigen würden. Wie erwähnt, trifft das Beherrschungsargument nur für eine kleine Minderheit der Gesellschaften zu, und selbst bei diesen ist es mehr als fraglich, ob die mit den Dispoaktien verbundene Entkoppelung von Kapital und Stimmrecht überhaupt ineffizient ist.⁶²

All dies spricht gegen ein gesetzliches Nominee-Modell, welches zwingend für alle Publikumsgesellschaften gilt.⁶³ Der Beschluss des Ständerates, der es den Gesellschaften erlauben will, in ihren Statuten aus dem gesetzlichen Nominee-Modell herauszuoptieren,⁶⁴ geht daher in die

⁵⁵ Dazu VON DER CRONE/ISLER (FN 1), 81–83.

⁵⁶ Bejahend Bericht von der Crone (FN 7), 14.

⁵⁷ Dazu BÖCKLI (FN 1), § 6 N 124–27. Die Zahlenbeispiele sind der Nominee-Klausel der Credit Suisse entnommen. Statuten der Credit Suisse Group AG vom 29. April 2011, Art. 4 Abs. 3, abrufbar unter https://www.credit-suisse.com/governance/de/articles_of_association.jsp. Eine restriktivere Form von Nominee-Klauseln erlaubt bloss eine Nominee-Eintragung ohne Stimmrecht. Siehe BÖCKLI (FN 1), § 6 N 125.

⁵⁸ Vgl. Art. 686a Abs. 2 und 686b Abs. 1 und 3 E-OR, Bericht von der Crone (FN 7), 29. Dazu a.a.O., 24 f.

⁵⁹ Art. 685f Abs. 1^{bis} und 5 E-OR, AB 2009 S 623, und BÖCKLI/BANGERT (FN 8), 10 f.

⁶⁰ Die Depotbanken werden die Kosten der Nominee-Eintragung entweder direkt auf ihre Kunden überwälzen oder indirekt, indem sie von den Gesellschaften entschädigt werden.

⁶¹ Siehe ANDREW G. HALDANE, *Patience and Finance*, Speech Presented to the Oxford China Business Forum, Beijing, Sept. 2, 2010, 16 f. und 30, abrufbar unter <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech445.pdf>.

⁶² Siehe vorne Abschnitte V.3–V.4.

⁶³ Dies sah der Entwurf von der Crone vor. Siehe Art. 686a Abs. 2 und 686b E-OR, Bericht von der Crone (FN 7), 29. Ebenfalls für ein zwingendes Nominee-Modell ist MAIZAR (FN 1), 651 f.

⁶⁴ Art. 685f Abs. 5 E-OR, AB 2009 S 623.

richtige Richtung. Eine solche dispositive Regelung hätte jedoch ebenfalls Nachteile. Aller Voraussicht nach dürften nur wenige Gesellschaften daran interessiert sein, ihren Aktionären die Kosten einer zwangsweisen Nominee-Eintragung aufzubürden. Die meisten Gesellschaften würden wohl die Möglichkeit eines statutarischen Opting Out nutzen, was wiederum Transaktionskosten verursacht. Es wäre deshalb besser, ein gesetzliches Nominee-Modell als Opt-in-Regelung auszugestalten, da so nur wenige Gesellschaften, und zwar jene, die sich vom gesetzlichen Nominee-Modell einen Vorteil versprechen, ihre Statuten ändern müssten.⁶⁵

VII. Zusammenfassung und Schluss

Die meisten grossen Schweizer Publikumsgesellschaften, welche Namenaktien kotiert haben, weisen einen Dispobestand von 20 bis 40 Prozent auf. Wären Dispoaktien eine eigene Aktienkategorie, so wären sie mit einem Marktwert von ca. 250 Milliarden Franken, was knapp einem Viertel des Gesamtwerts des Schweizer Aktienmarktes entspricht, die zweitbeliebteste Klasse von Anteilsrechten. Dies ist ein Indiz, dass die Transaktionskosten einer Eintragung ins Aktienbuch unter den gegebenen rechtlichen Rahmenbedingungen unnötig hoch sind. Ein gesetzliches Nominee-Modell wird diese Kosten aber nicht unbedingt senken. Heute können Aktionäre die Kosten einer Eintragung vollständig vermeiden, indem sie sich nicht eintragen lassen und somit zu Dispoaktionären werden. Dies wäre nach Erlass einer Gesetzesbestimmung, welche die Depotbanken zwingt, sich subsidiär zum wirtschaftlich Berechtigten als Nominee eintragen zu lassen, nicht mehr möglich. Zudem verfügen viele Publikumsgesellschaften über statutarische Nominee-Klauseln, welche den Depotbanken eine «Sammelanmeldung» ihrer Depotbestände ermöglichen und so die Transaktionskosten jener Aktionäre senken, die sich über einen Nominee eintragen lassen wollen.

Die Studie hat weiter gezeigt, dass eines der wichtigsten Argumente für ein gesetzliches Nominee-Modell eine schwache empirische Basis hat. Das Argument, Dispoaktien erlaubten es einem Grossaktionär oder einer Gruppe von Aktionären, die Gesellschaft zu beherrschen, trifft je nach Berechnungsweise nur gerade für 5 bis 10, maximal aber 15 Prozent der Gesellschaften zu, die Namen-

aktien kotiert haben. Im Vergleich zu den anderen Methoden, wie ein Minderheitsaktionär eine Gesellschaft kontrollieren kann, namentlich Stimmrechtsaktien und Stimmrechtsbeschränkungen, ist das Ausmass der durch Dispoaktien herbeigeführten Entkoppelung von Kapitalanteil und Beherrschung bescheiden. Zudem ist nicht erwiesen, dass sich eine Entkoppelung von Kapital und Kontrolle überhaupt negativ auf den Unternehmenserfolg auswirkt.

Aus diesen Gründen ist ein dispositives Nominee-Modell einem zwingenden vorzuziehen. Die 2009 vom Ständerat beschlossene Opt-out-Regelung geht in die richtige Richtung. Noch besser wäre aber eine Opt-in-Lösung, weil damit die Last der Statutenänderung jene Gesellschaften träge, die erwarten, vom Nominee-Modell zu profitieren. Viele werden es nicht sein.

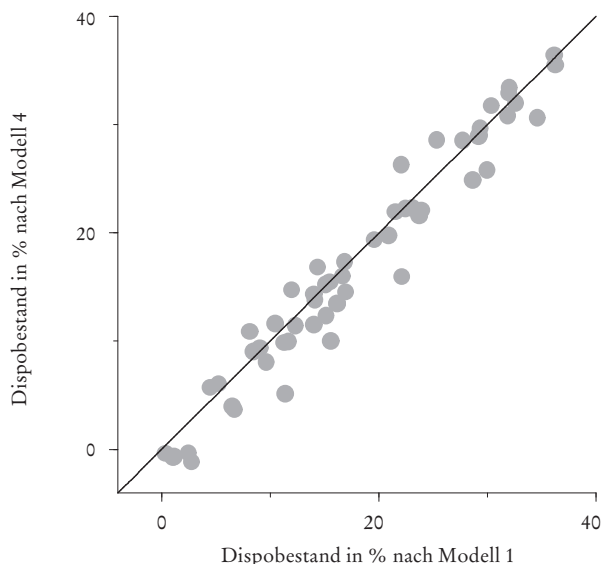
⁶⁵ Dieser Vorschlag entspricht einem sogenannten «majoritarian default», also einer dispositiven Regel, welche den Bedürfnissen der Mehrheit aller Rechtsteilnehmer entspricht. Dazu grundlegend FRANK H. EASTERBROOK/DANIEL R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA/London 1991, 15 und 35. Aus der deutschsprachigen Literatur siehe u.a. MARKUS RUFFNER, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Habil. St. Gallen, Zürich 2000, 314 f. und 334–37; STEFAN BECHTOLD, *Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts: Ein rechtsökonomischer Beitrag zu einer Rechtsetzungslehre des Privatrechts*, Habil. Tübingen 2010, 121–23 und 205.

Anhang: Schätzung der unbekannten DispoBestände**Regressionsmodelle zur Schätzung der unbekannten DispoBestände**

	Abhängige Variable: DispoBestand (%)				
	OLS-Regressionen			MS-Regressionen	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Bedeutende Aktionäre (%)	-0,284*** (0,043)	-0,280*** (0,045)	-0,272*** (0,046)	-0,349*** (0,024)	-0,337*** (0,024)
Marktkapitalisierung (logarithmiert)	1,629*** (0,445)	1,718*** (0,470)	1,685*** (0,447)	0,967* (0,4215)	1,086** (0,409)
Staatsbesitz	-5,920*** (1,687)	-5,848*** (1,801)	-6,232*** (1,717)	-2,987* (1,495)	-3,213* (1,508)
Immobilien-gesellschaft	-3,332† (1,957)	-3,335† (1,930)		-5,271*** (1,080)	-4,790*** (1,231)
Investment-gesellschaft	5,568 (3,700)	4,976 (4,524)			-2,329 (2,667)
Stimmrechtsaktien		0,355 (3,429)			-2,365 (2,782)
Stimmrechtsbeschränkungen		-1,177 (1,703)			-1,191 (1,122)
Konstante	22,20*** (4,78)	21,81*** (4,94)	21,27*** (4,89)	29,31*** (3,63)	28,36*** (3,44)
Anzahl Gesellschaften	145	143	129	146	144
Adjustiertes R ²	0,51	0,50	0,50	–	–

†p≤0,10 *p≤0,05 **p≤0,01 ***p≤0,001. Robuste Standardfehler in Klammern.

Anmerkung: 146 Gesellschaften mit bekanntem DispoBestand. Bei den Modellen 1 und 2 wurde ein Ausreisser entfernt. Bei Modell 3 wurden Immobilien- und Investmentgesellschaften von der Schätzung ausgeschlossen. Bei zwei Gesellschaften fehlen Angaben zu Stimmrechtsbeschränkungen.

Vergleich der Schätzergebnisse von Modell 1 und Modell 4

Anmerkung: Jeder Punkt entspricht einer der 57 Gesellschaften, deren DispoBestand geschätzt wurde. Je weiter ein Punkt von der Mittellinie entfernt ist, desto stärker gehen die Schätzungen des DispoBestandes nach Modell 1 und Modell 4 in der vorstehenden Regressionstabelle auseinander.