

Höchststimmklauseln bleiben unerwünscht

Eine Duplik

Der Autor des nachstehenden Beitrags hat in der NZZ vom 7./8. 2. 98 die Auffassung vertreten, statutarische Stimmrechtsbeschränkungen bei Publikumsgesellschaften trügen aus mehreren Gründen wenig zum Wohl der Aktionäre bei. Diesen Thesen wurde in der NZZ vom 26. 5. 98 widersprochen. Im nachstehenden Artikel werden die Gegenargumente kritisch gewürdigt. Die Debatte ist damit abgeschlossen (Red.).

Das Argument ist scheinbar überzeugend: Höchststimmklauseln können keine Übernahmen verhindern, weil ein Aktionär an der Generalversammlung die Abschaffung dieser Hürde beantragen und danach eine Aktienmehrheit erwerben kann. Hinzu kommt in dieser Sicht erst noch der Vorteil, dass die Aktionäre über die Abschaffung dieser Bestimmung und damit über die Bildung eines Kontrollblocks debattieren können, was der Transparenz förderlich ist. Doch dieser Auffassung ist entgegenzuhalten, dass ein solcher Abstimmungskampf immer dann wenig erfolgversprechend sein wird, wenn die Abschaffung der Höchststimmklausel nicht im Interesse des Verwaltungsrates liegt. Dies liegt daran, dass Anträge an einer Generalversammlung einer Publikums-gesellschaft, die gegen den Verwaltungsrat gerichtet sind, kaum je eine reelle Chance auf Annahme haben. Den Aktionären ist wenig geholfen, wenn über solche Höchststimmklauseln debattiert wird. Sollte es jedoch tatsächlich einmal möglich sein, einen Antrag auf Abschaffung der Klausel gegen den Willen des Verwaltungsrates durchzubringen, so muss angenommen werden, dass die Mehrheitsverhältnisse derart sind, dass auch eine Neubesetzung des Verwaltungsrates möglich wäre. Doch dann ist nicht die Abschaffung der Klausel vordringlich, weil der Verwaltungsrat ja offenbar auch anderweitig ersetzt werden kann als durch die Bildung eines Kontrollblocks.

Schlechter Schutz für kleine Aktionäre

Der These von der Unerwünschbarkeit von Höchststimmklauseln wurde weiter entgegengehalten, die Bildung von Kontrollblöcken sei nicht erstrebenswert. Grund: Der Minderheitsaktionär begeben sich damit nur in eine neue Abhängigkeit, und zwar in jene des Mehrheitsaktionärs. Dem ist zu entgegnen, dass solche Stimmklauseln nicht geeignet sind, Mehrheitsaktionäre am Missbrauch ihrer beherrschenden Stellung zu hindern. Dass andere Mittel die Minderheits-

aktionäre tatsächlich besser schützen, zeigt etwa ein Blick in die USA, wo Höchststimmklauseln bei Publikumsaktiengesellschaften kaum vorkommen, die Minderheitsaktionäre aber ungleich besser geschützt sind als in der Schweiz. Der Schutz der Minderheitsaktionäre muss deshalb auf andere Weise gewährleistet werden, z. B. durch Offenlegungspflichten oder restriktivere Vorschriften bei Interessenkonflikten. Schliesslich ist zu beachten, dass das neue Börsengesetz Minderheitsaktionären die Möglichkeit geben will, sich wider Beherrschung durch einen Mehrheitsaktionär zu entziehen. Das Gesetz überbindet einem Aktionär, der mehr als 33⅓% der Stimmrechte einer Gesellschaft erwirbt, die (allerdings wegbedingbare) Pflicht zur Übernahme aller kotierten Beteiligungspapiere der betreffenden Gesellschaft.

Keine Steigerung des Aktienwertes

Schliesslich wird vorgebracht, dass Höchststimmklauseln ein Modell einer bestimmten Aktienstruktur unterstützen, das sich bei empirischen Untersuchungen als vorteilhaft erwiesen habe. Diese Untersuchungen belegten, dass Grossaktionäre mit bis zu 5% der Aktien für die Gesellschaft wertsteigernd seien, während bei höheren Anteilen von 10 bis 25% gegenläufige

Tendenzen bestünden. Dazu ist festzuhalten, dass die erwähnten Untersuchungen auf dem amerikanischen Markt durchgeführt worden sind, wo Höchststimmklauseln bei Publikumsgesellschaften äusserst selten vorkommen. Die Untersuchungen beziehen sich deshalb mehrheitlich auf Gesellschaften ohne Höchststimmklauseln, weshalb auch alle negativen Einflüsse solcher Klauseln unberücksichtigt bleiben mussten. Weiter muss angemerkt werden, dass dieselben Untersuchungen bei Beteiligungen über 25% wieder eine Zunahme des Unternehmenswertes feststellten, weil dann offenbar der Anreiz zur Erzielung von Privatvorzügen schwindet, da diese in bedeutendem Mass vom Grossaktionär selber finanziert werden müssten (vgl. Urs W. Birchler: Aktionärsstruktur und Unternehmenspolitik, in: Quartalsheft SNB 3/95, S. 272). Die erwähnten Untersuchungen sind deshalb nicht geeignet, die Existenz von Höchststimmklauseln zu rechtfertigen.

Eine sachdienliche Studie hätte vielmehr die Situation von Gesellschaften mit und von solchen ohne Höchststimmklauseln zu vergleichen. Dabei ist vermutungsweise ein Resultat zu erwarten, das Gesellschaften ohne solche Klauseln als wertvoller erscheinen lässt, weil der Druck auf das Management, sich effizient zu verhalten, stärker ist. Zudem könnte eine Art «Nestlé-Effekt» zum Tragen kommen: Als Nestlé 1988 die Vinkulierungsbestimmungen gelockert hatte und auch Ausländer ins Aktienregister eintrug, nahm der Wert des Aktienkapitals um über 20% zu. Weil sowohl Vinkulierungsbestimmungen als auch Höchststimmklauseln den Verwaltungsrat vor unerwünschten Übernahmen schützen sollen und beide Massnahmen eine Verengung des Marktes bewirken, ist ein ähnlicher Effekt auch bei der Abschaffung dieser Klauseln denkbar.

Dr. iur. Lukas Glanzmann
Rechtsanwalt