

Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse

Von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, lic. iur. Nina Reiser und Evgeny Plaksen MA
in Economics, Universität Zürich*

In Switzerland, dual-class structure provides more benefits than drawbacks in relation to shareholder value and, in cases of takeovers, improves the acquisition outcome. On the one hand, in particular for dual structured companies, the control by one or several shareholders has a positive effect. On the other hand, potential control abuses by major shareholders to achieve personal advantages which

are more likely in dual structured companies have practically disappeared due to a strong reinforcement of the regulatory and transparency rules since the beginning of the nineties. Moreover, dual-class structure is much less criticized today. Even in the USA, the country of origin of the principle «one share, one vote», its significance has diminished.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung**
- II. Positiver Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften**
 - 1. Allgemeines
 - 2. Daten
 - 3. Regressionsanalyse
 - 3.1 Einleitung
 - 3.2 Resultate der OLS-Regressionsanalyse
 - 3.3 Resultate der Analyse mittels Heckman-Modell
 - 4. Zwischenfazit
- III. Bessere Rentabilität von Unternehmensübernahmen bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien**
- IV. Positive Wirkung von Kontrolle**
- V. Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften**
 - 1. Freiheiten in der Rechnungslegung vor OR 1991
 - 2. Rechnungslegung nach OR 1991
 - 3. Standards zur Rechnungslegung
 - 4. Offenlegung von Entschädigungen
 - 5. Auswirkungen auf Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien
- VI. Abnehmende Kritik an Stimmrechtsdifferenzierungen**
 - 1. Stimmrechtsaktien
 - 2. Partizipationsscheine
 - 3. Zwischenfazit
- VII. Abnehmende Bedeutung des Prinzips «one share, one vote» in den USA**
 - 1. Rechtsgrundlagen
 - 2. Stimmrechtsdifferenzierungen
 - 2.1 Verschiedene Aktienklassen
 - 2.2 «One share, one vote» nur noch als Grundregel
 - 2.3 Stimmrechtsdifferenzierungen in privaten Aktiengesellschaften und Publikumsgesellschaften
 - 2.4 Ausgestaltung von Stimmrechtsaktien
 - 2.5 Höchststimmklauseln
 - 2.6 Stimmrechtsbeschränkungen mittels Vertrag
 - 2.7 Übertragungsbeschränkungen
 - 2.8 «Control share acquisition statutes»
 - 3. Zwischenfazit
- VIII. Schlussbetrachtung**

I. Einleitung

Stimmrechtsaktien standen seit den Dreissigerjahren immer wieder in der Kritik. Im vorliegenden Beitrag zeigen wir, dass Stimmrechtsaktien einen positiven Einfluss auf den Wert von Publikumsgesellschaften in der Schweiz haben. Dabei nehmen wir zunächst Bezug auf eine kürzlich mittels Regressionsanalyse durchgeführte Untersuchung betreffend den Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften [II].¹ Sodann widmen wir uns der Analyse der Rentabilität von Übernahmen und unterscheiden dabei zwischen Übernahmen, die durch Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien und solchen, die durch Gesellschaften mit Einheitsaktien durchgeführt wurden. [III].² Diese Untersuchungen haben gezeigt, dass sich das Vorhandensein von Stimmrechtsaktien bis und mit 2000 leicht negativ, ab 2001 jedoch positiv auf den Übernahmegewinn auswirkte. Die Ursache dieser positiven Ergebnisse liegt zunächst in der Tatsache, dass die – häufig durch Stimmrechtsaktien vermittelte – Kontrolle in den Händen eines oder weniger Aktionäre eine positive Wirkung auf die betreffende Gesellschaft hat [IV.]. Eine solche Kontrolle bringt jedoch auch einen negativen Aspekt mit sich: Die kontrollierenden Aktionäre können unter Umständen versucht sein, ihre Kontrolle zum eigenen Vorteil und zum Nachteil der Minderheitsaktionäre zu missbrauchen, was sich negativ auf den Gesellschaftswert auswirkt. Die seit Beginn der Neunzigerjahre deut-

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

¹ Vgl. dazu ausführlich Hans Caspar von der Crone/Evgeny Plaksen, The Value of Dual-Class Shares in Switzerland, verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1542780.

² Vgl. dazu von der Crone/Plaksen (Fn. 1).

lich strenger gewordenen Rechnungslegungsvorschriften und die gesetzliche Verankerung der Transparenz bei Vergütungen an Verwaltungsräte (VR) und Geschäftsleitung (GL) kotierter Gesellschaften im Jahr 2007 haben jedoch zur Folge, dass solche Missbräuche viel schwieriger und damit seltener geworden sind [V.]. Sodann legen wir dar, dass die Ergebnisse der eingangs erläuterten Untersuchung mit der abnehmenden Kritik an Stimmrechtsaktien und an Partizipationsscheinen – einer anderen Form der Stimmrechtsdifferenzierung – übereinstimmen [VI.]. Schliesslich untersuchen wir in einem rechtsvergleichenden Teil die Bedeutung des Prinzips «one share, one vote» in dessen Ursprungsland, den USA. Wir zeigen, dass dieses Prinzip auch in den USA an Bedeutung verloren hat und erläutern mögliche Erklärungen für die unterschiedlichen Resultate von Untersuchungen des Einflusses von Stimmrechtsaktien auf den Wert von Publikumsgesellschaften in der Schweiz und in den USA [VII.].

II. Positiver Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften

1. Allgemeines

Gegenstand der durchgeführten Untersuchung war die Rentabilität von Publikumsgesellschaften mit Stimmrechtsaktien aus der Sicht der Minderheitsaktionäre.³ Dabei stellten wir uns folgende Fragen: Ist die Rentabilität von Gesellschaften ohne Stimmrechtsaktien besser als diejenige vergleichbarer Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien? Verhindern oder vermindern Stimmrechtsaktien die Wertschöpfung, weil sich die Mehrheitsaktionäre auf Kosten der Minderheitsaktionäre private Vorteile zukommen lassen?

In anderen Ländern – v.a. in den USA – wurden ähnliche Untersuchungen bereits durchgeführt. Mehrheitlich kommen diese zum Ergebnis, dass die Trennung von Kontrolle und Vermögensrechten dazu führt, dass die betreffenden Gesellschaften auf Kosten der Minderheitsaktionäre an Wert verlieren.⁴

Dies ist insbesondere bei Gesellschaften in Ländern mit schwachen Rechtssystemen der Fall.⁵ Andere Studien untersuchten den Einfluss der Abschaffung von Stimmrechtsaktien auf den Gesellschaftswert. Dabei fielen die Resultate in den verschiedenen Ländern unterschiedlich aus: Während US-Studien aus den Jahren 1990–1998 zum Schluss kommen, deren Abschaffung führe zu einem höheren Wert der betreffenden Gesellschaft,⁶ soll der Wert von an der Londoner Börse kotierten Gesellschaften gemäss vor 1989 durchgeführten Untersuchungen sowohl bei der Einführung als auch bei der Abschaffung von Stimmrechtsaktien zunehmen.⁷ Letzteres Ergebnis könnte sich damit erklären, dass sowohl die Abschaffung von Stimmrechtsaktien wie auch jede andere Entscheidung betreffend die Kapitalstruktur jeweils in einem Moment erfolgt, in welchem man sich davon einen positiven Effekt auf den Gesellschaftswert erhofft. Wieder andere Studien hingegen kommen zum Schluss, Stimmrechtsaktien hätten keinen negativen, sondern einen positiven Einfluss auf den Gesellschaftswert.⁸

majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, S. 201 ff.; *Lucian Bebchuk/Reinier Kraakman/George Triantis*, Stock pyramids, cross-ownership and the dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, in: Randall K. Morck (ed.), *Concentrated corporate ownership*, NBER conference report series, University of Chicago Press, Chicago und London 2000, S. 445 ff.; *Paul A. Gompers/Joy Ishii/Andrew Metrick*, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class in the United States*, *Review of Financial Studies*, 2008.

- ⁵ Die Dokumentation eines negativen Effekts von Stimmrechtsdifferenzierungen in Indien ist nachzulesen bei *Marianne Bertrand/Paras Mehta/Sendhil Mullainathan*, Ferreting out tunneling: An application to Indian Business groups, *Quarterly Journal of Economics* 118, 2002, S. 121 ff.; Eine Analyse von Enteignungspraktiken in Hong Kong findet man bei *Yan-Leung Cheung/P. Raghavendra Rau/Aris Stouraitis*, Tunneling, propping and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics* 82, 2006, S. 343 ff.
- ⁶ *Scott B. Smart/Ramabhadran S. Thirumalai/Chad J. Zutter*, What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values, 2006, verfügbar unter <<http://ssrn.com/abstract=784722>>, zuletzt besucht am 26.1.2010, auch in *Journal of Accounting and Economics* (2008).
- ⁷ *James S. Ang/William L. Megginson*, Restricted Voting Shares, Ownership Structure, and Market Value, in: *Journal of Financial Research*, 1989, S. 310 ff.
- ⁸ Vgl. *Thomas J. Chemmanur/Yawen Jiao*, Dual-Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unification: A Theoretical Analysis, 2007, verfügbar unter <<http://ssrn.com/abstract=1108857>>, zuletzt besucht am 26.1.2010;

³ Vgl. für eine ausführlichere Beschreibung dieser Untersuchung von der Crone/Plaksen (Fn. 1).

⁴ *Sanford J. Grossman/Oliver D. Hart*, One share – one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, S. 175 ff.; *Milton Harris/Artur Raviv*, *Corporate Governance: Voting rights and*

2. Daten

Zunächst sammelten wir diverse Daten aller Gesellschaften, die zwischen 1994 und 2000 an der Schweizer Börse kotiert waren. Die einzelnen Bilanzwerte und Aktienkurse entnahmen wir Thomson Reuters Datastream.⁹ Um zu eruieren, welche Gesellschaften über Stimmrechtsaktien verfügen, verwendeten wir die Aufstellungen bei *Max Gerster*¹⁰ und *Carole Lea Gehrler*¹¹ sowie Thomson Reuters Datastream. Insgesamt untersuchten wir die Kapitalstruktur von ungefähr 145 Gesellschaften, welche in den Neunzigerjahren an der Schweizer Börse kotiert waren. Während 1994 56% dieser Gesellschaften über Stimmrechtsaktien verfügten, waren es 1996 46%, 2003 28% und von 2005 bis 2008 noch etwa 22%.

Sodann war es nötig, weitere Daten zusammenzutragen. Wir interessierten uns insbesondere für folgende vier Variablen: Zunächst eruierten wir, ob die Firmen der untersuchten Gesellschaften Vor- oder Nachnamen von natürlichen Personen enthalten.¹² Diese Variable wählten wir aus, weil sie grundsätzlich keinen Einfluss auf den Gesellschaftswert hat, die Entscheidungen von Aktionären (in diesem Fall die diesem Namen zugehörigen Familienmitglieder) aber dahingehend beeinflusst werden, dass diese in der Regel die Kontrolle über die Gesellschaft via Stimmrechtsaktien behalten wollen. Stellt es sich also bei der Analyse heraus, dass die Variable «Personenname in der Firma» dennoch einen Einfluss auf den Gesellschaftswert hat, so ist dieser Einfluss darauf zurückzuführen, dass die betreffende Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt. Weiter untersuchten wir, wie viele Gesellschaften in der jeweiligen

Branche Stimmrechtsaktien haben. Zudem hielten wir den Gründungszeitpunkt jeder Gesellschaft fest. Denn wir gingen davon aus, dass die Variable «Gesellschaftsalter» in starker Beziehung zur Entscheidung steht, die Gesellschaft mittels Stimmrechtsaktien unter fester Kontrolle zu behalten. Hier nahmen wir jedoch an, dass die Beziehung negativ ist. Denn je älter eine Gesellschaft ist, desto schwächer ist der Bezug zu den Gründern. Jüngere Generationen von Eigentümern haben in der Regel eine schwächere psychologische Bindung zu einer Gesellschaft, welche von ihren Vorfahren gegründet wurde. Wir erwarteten keinen direkten Einfluss des Gesellschaftsalters auf den Gesellschaftswert. Schliesslich suchten wir nach Abgängen von einflussreichen Mitgliedern des VR und der GL sowie von einflussreichen Aktionären durch Ableben, schwere Krankheit oder Pensionierung. Abgänge dieser Art vermuteten wir bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien zahlreicher als bei anderen Gesellschaften, da es bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien mehr Fälle konzentrierter Kontrolle gibt.

3. Regressionsanalyse

3.1 Einleitung

Gegenstand der Untersuchung war der Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Gesellschaftswert, definiert als Marktwert des Gesellschaftskapitals im Verhältnis zum Bilanzwert (Buchwert). Dazu verwendeten wir zwei verschiedene Methoden: Die OLS-Regressionsanalyse¹³ und das *Heckman*-Modell.¹⁴ Die OLS-Methode geht implizit davon aus, dass die zu untersuchende Variable (in casu Stimmrechtsaktien) in der zu untersuchenden Menge (in casu Publikumsgesellschaften) wahllos bzw. zufällig verteilt ist. Im hier interessierenden Fall gibt es jedoch keine Grundlage dafür, dass Stimmrechtsaktien in den ver-

Randall Morck/Daniel Wolfenzon/Bernard Yeung, Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, *Journal of Economic Literature* 43, 2005, S. 655 ff.; Mike Burkart/Samuel Lee, One Share – One Vote: The Theory, *Review of Finance* 12, 2008, S. 1 ff.

⁹ <<http://online.thomsonreuters.com/datastream/>>, zuletzt besucht am 29.1.2010.

¹⁰ *Max Gerster*, Stimmrechtsaktien, Diss. Zürich 1997, S. 211 ff.

¹¹ *Carole Lea Gehrler*, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen – eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 2003, S. 225 ff.

¹² Vgl. dazu auch *Ronald Masulis/Cong Wang/Fei Xie*, Agency Problems at Dual-Class Companies, 2008, verfügbar unter <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1080361>, zuletzt besucht am 26.1.2010, auch in *Journal of Finance* (2009).

¹³ OLS steht für «Ordinary Last Squares», auf Deutsch die Methode der kleinsten Quadrate, vgl. ferner *von der Crone/Plaksen* (Fn. 1), S. 20 ff.

¹⁴ Unter logistischer Regression oder Logit-Modell versteht man ein Verfahren zur (meist multivariaten) Analyse diskreter (z.B. binärer) abhängiger Variablen. *James J. Heckman* und *Daniel Mc Fadden* haben im Jahre 2000 für ihren Beitrag zur Entwicklung des Logit-Modells den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhalten, http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2000/, zuletzt besucht am 26.1.2010; vgl. auch *von der Crone/Plaksen* (Fn. 1), S. 20 ff.

schiedenen Publikumsgesellschaften wahllos verteilt sind. Aus diesem Grund reflektieren die Resultate der OLS-Methode kaum die tatsächliche Beziehung von Stimmrechtsaktien zum Gesellschaftswert. Denn eine Analyse mittels OLS-Methode lässt die Tatsache ausser Acht, dass es inhärente Unterschiede zwischen verschiedenen Gesellschaftstypen gibt, die dazu führen, dass gewisse Gesellschaften eher dazu neigen, Stimmrechtsaktien einzuführen als andere. Die OLS-Methode allein ist folglich für den vorliegenden Fall ungeeignet. Aus diesem Grund haben wir die Resultate der OLS-Methode in einem zweiten Schritt mit Hilfe des *Heckman*-Modells korrigiert. Das *Heckman*-Modell geht nämlich davon aus, dass die Wahl von Stimmrechtsaktien von unternehmens- und industriespezifischen Variablen abhängt, also nicht rein zufällig erfolgt.¹⁵

3.2 Resultate der OLS-Regressionsanalyse

Die Resultate der OLS-Regressionsanalyse indizieren eine negative Beziehung zwischen Stimmrechtsaktien und Gesellschaftswert. Daraus folgern wir, dass Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien in der Regel tiefer bewertet werden als Gesellschaften ohne Stimmrechtsaktien. Wie soeben ausgeführt bedeutet dies hingegen noch nicht, dass Stimmrechtsaktien einen negativen Einfluss auf den Gesellschaftswert haben.¹⁶

3.3 Resultate der Analyse mittels Heckman-Modell

Mit Hilfe des *Heckman*-Modells haben wir bei Gesellschaften verschiedener unternehmens- und industriespezifischer Charakteristiken je die Wahrscheinlichkeit von Stimmrechtsaktien bestimmt. Um die Aussagekraft des *Heckman*-Verfahrens zu verbessern, brauchten wir Variablen, die zu Stimmrechtsaktien in einer gewissen Beziehung stehen, aber gleichzeitig keinen direkten Einfluss auf den Gesellschaftswert haben. Wie bereits erläutert wählten wir die Variablen Gesellschaftsalter, Personennamen in der Firma, Anteil von Gesellschaften mit Stimmrechtsdifferenzierungen in der betreffenden Branche

und Abgänge von Mitgliedern des VR, der GL sowie von einflussreichen Aktionären durch Ableben, schwere Krankheit oder Pensionierung.

Unsere Annahmen in Bezug auf das Gesellschaftsalter bestätigten sich. Wir stellten nämlich fest, dass Stimmrechtsaktien in jüngeren Gesellschaften häufiger vorkommen bzw. dass eine negative Beziehung zwischen Stimmrechtsaktien und Unternehmensalter besteht. Zudem zeigten unsere Untersuchungen, dass die Wahrscheinlichkeit von Stimmrechtsaktien in Gesellschaften mit einem Personennamen in der Firma höher ist als in Gesellschaften ohne Personennamen in der Firma. Dasselbe gilt für Gesellschaften, die in einer Branche tätig sind, in welcher es bereits einen überdurchschnittlich hohen Anteil an Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien hat. In Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien gibt es zudem insgesamt mehr bzw. häufiger einflussreiche Mitglieder des VR, der GL oder einflussreiche Aktionäre. Somit kommt es in diesen Gesellschaften auch zu mehr Abgängen durch Ableben, schwere Krankheit oder Pensionierung dieser Personen. Daraus folgt, dass Gesellschaften, bei denen es vermehrt zu solchen Abgängen kommt, mit grösserer Wahrscheinlichkeit über Stimmrechtsaktien verfügen.¹⁷

Sodann sind die Ausgaben für Forschung und Entwicklung negativ mit Stimmrechtsaktien verknüpft. Bei grossen bzw. im Wachstum stehenden Gesellschaften ist die Wahrscheinlichkeit von Stimmrechtsaktien somit kleiner.

Da Gesellschaften, die viel Geld in Forschung und Entwicklung investieren, grundsätzlich höher als der Durchschnitt bewertet werden¹⁸ und – wie soeben gesehen – gleichzeitig selten Stimmrechtsaktien haben, schliessen wir, dass Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien tendenziell aus einer Gruppe von Gesellschaften mit einer unterdurchschnittlichen Bewertung stammen. Mit anderen Worten neigen Gesellschaften, bei denen die Wahrscheinlichkeit von Stimmrechtsaktien überdurchschnittlich ist, ex ante bzw. vor der Einführung der Stimmrechtsaktien dazu, tiefer als eine durchschnittliche Gesellschaft bewertet

¹⁵ James J. Heckman entwickelte ein einfaches Verfahren zur Erkennung und Behebung von Fehlern und Fehlinterpretationen von Selektionsprozessen, vgl. *Heckman* korrigiert durch Selektion verzerrte Ergebnisse, Neue Zürcher Zeitung vom 14. Oktober 2000, S. 29.

¹⁶ Vgl. von der Crone/Plaksen (Fn. 1), S. 21.

¹⁷ Zum gleichen Resultat gelangt man im Übrigen auch, wenn man nur Einzelne der vier Variablen benutzt, indem man z.B. Alter und Personennamen weglässt, um festzustellen, ob die betreffende Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt («robustness check»), vgl. von der Crone/Plaksen (Fn. 1), S. 24 f.

¹⁸ Von der Crone/Plaksen (Fn. 1), S. 23.

zu werden. Die Tatsache, Stimmrechtsaktien zu haben, steigert hingegen ihren Wert.

Somit kommen wir zu folgendem Hauptresultat: Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien stammen in der Regel aus einer Gruppe von Gesellschaften, welche tiefer als der Durchschnitt bewertet werden. Diejenigen aus dieser Gruppe, die über Stimmrechtsaktien verfügen, werden aber im Vergleich zu den anderen Gesellschaften der betreffenden Gruppe höher bewertet. Dies zeigt, dass Stimmrechtsaktien den Gesellschaftswert positiv beeinflussen.

4. Zwischenfazit

Zusammengefasst führt die ökonomische Analyse des Einflusses von Stimmrechtsaktien auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften mittels Regressionsanalyse zum Ergebnis, dass Stimmrechtsaktien einen positiven Einfluss auf den Gesellschaftswert haben.

III. Bessere Rentabilität von Unternehmensübernahmen bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien

Zusätzlich zum Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Gesellschaftswert beschäftigten wir uns mit der Rentabilität von Übernahmen aus Sicht der übernehmenden Gesellschaft, indem wir übernehmende Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien und übernehmende Gesellschaften ohne Stimmrechtsaktien verglichen. Dabei machten wir die Rentabilität einer Übernahme davon abhängig, ob die Investoren glauben, dass GL und Mehrheitsaktionäre in Bezug auf die betreffende Übernahme eine den Unternehmenswert maximierende Strategie verfolgen. Die Rentabilität haben wir danach bemessen, ob der Bekanntgabe der jeweiligen Übernahme an der Börse ein Kursgewinn oder ein Verlust folgt. Die Ursache einer möglichen Abnahme des Aktienkurses kann beispielsweise in der Befürchtung liegen, private Interessen hätten den Entscheid der Übernahme beeinflusst.

Grundlage der vorliegenden Untersuchung bilden Daten von Übernahmeankündigungen in der Schweiz von 1991 bis 2008. Dabei hielten wir jeweils die einer Übernahme folgenden, in positiver oder negativer Hinsicht ungewöhnlich ausfallenden Gewinne

fest.¹⁹ Den Gewinn berechneten wir dabei als Summe des über dem SMI liegenden Aktienpreises während fünf Handelstagen, beginnend mit dem Gewinn zwei Tage vor der Ankündigung.²⁰ Dies führte zwar zum Ergebnis, dass die Verteilung der Gewinne von Jahr zu Jahr erheblich schwankte. Dennoch konnten wir gewisse Tendenzen ausmachen. Bis und mit 2000 waren die Gewinne bei Übernahmeankündigungen durch Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien kleiner als bei solchen mit Einheitsaktien. Ab 2001 zeichnete sich jedoch eine Änderung dahingehend ab, dass die Gewinne von Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien höher ausfielen als diejenigen von Gesellschaften mit Einheitsaktien. Dies konnte mittels statistischer Auswertung bestätigt werden. Anders als bei der oben beschriebenen Untersuchung des direkten Einflusses von Stimmrechtsaktien auf den Gesellschaftswert mittels Regressionsanalyse²¹ kann hier davon ausgegangen werden, dass der Markt den Einfluss der jeweiligen Übernahme auf den Unternehmenswert korrekt beurteilt. Zumindest unterscheiden allenfalls bestehende «biases» nicht systematisch zwischen Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien und solchen mit Einheitsaktien.²²

Die erlangten Ergebnisse unterzogen wir sodann verschiedenen Tests, um firmenspezifische Eigenschaften zu berücksichtigen, welche mit den Übernahmegewinnen korrelieren könnten. So kann eine Überbewertung der Aktien übermässiges Selbstvertrauen des Managements zur Folge haben, was zu suboptimalen Übernahmen führen kann. Deshalb untersuchten wir die Beziehung zwischen dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis und den Stimmrechtsaktien. Zudem könnte die Überbewertung einer Gesellschaft den Anreiz schaffen, Übernahmen mit eigenen Aktien zu finanzieren. Bei der Ankündigung solcher Übernahmen ist ein unterdurchschnittlicher Aktiengewinn wahrscheinlich. Aus diesem Grund liessen wir alle aktienfinanzierten Übernahmen weg. Weiter berücksichtigten wir das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital, die Aktiven als Indiz für die

¹⁹ Cumulative abnormal return (CAR), vgl. von der Crone/Plaksen (Fn 1), S. 19 f.

²⁰ Vgl. für weitergehende Ausführungen von der Crone/Plaksen (Fn. 1), S. 19 f.

²¹ Wie unter II.3. beschrieben, mussten wir dort inhärente Unterschiede zwischen verschiedenen Gesellschaftstypen und deren Tendenz zu Stimmrechtsaktien berücksichtigen.

²² Vgl. von der Crone/Plaksen (Fn. 1), S. 27, Fn. 33.

Grösse, den Gewinn und den Kapitalumschlag zur Erfassung der Rentabilität sowie das Alter der analysierten Gesellschaften. Alle die Bilanzierung betreffenden Daten beziehen sich auf das der Übernahmeankündigung vorangegangene Jahr.

Auch nach Durchführung der soeben erläuterten Tests kamen wir zum Resultat, dass sich Stimmrechtsaktien zunächst leicht negativ, ab 2001 aber positiv auf den Übernahmegewinn auswirkten. Wie erwartet hat ein höherer Gesellschaftswert einen tieferen Übernahmegewinn zur Folge. Dasselbe gilt im Falle einer Überbewertung der betreffenden Gesellschaft. Interessanterweise erscheint dieser negative Effekt einer Überbewertung nur bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien. Bei Gesellschaften mit einer hohen Bewertung haben also solche mit Stimmrechtsaktien in der Regel eine tiefere Übernahmerentabilität als solche mit Einheitsaktien. Mit anderen Worten verschärft sich das Problem beim Vorliegen einer durch Stimmrechtsaktien vermittelten Kontrolle. Auf der anderen Seite ist der Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Übernahmegewinn bei Gesellschaften mit tiefem Wert eindeutig positiv. Untersucht man schliesslich den Einfluss der Kapitalverteilung, kommt man zum Schluss, dass ein hoher Anteil an Fremdkapital den Übernahmegewinn verbessert. Dies kommt wohl daher, dass die Gläubiger das Management der betroffenen Gesellschaft überwachen und es davon abhalten, ungünstige Übernahmen zu tätigen.

Da wir den Einfluss von Stimmrechtsaktien auf den Übernahmegewinn und nicht die strukturellen Mechanismen untersuchten, die Übernahmen durch Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien verbessern, können wir nur Hypothesen aufstellen, warum Stimmrechtsaktien zu einer höheren Übernahmerentabilität führen. Mit Hilfe von Stimmrechtsaktien können Unternehmensübernahmen verhindert werden. Folge davon ist, dass die GL weniger Angst vor einer Übernahme hat. Eine solche Angst kann nämlich zu unüberlegten bzw. unvorteilhaften Übernahmen führen. So war möglicherweise im Fall Swiss Life, die durch den Verkauf der Banca del Gottardo einen ausserordentlich hohen Gewinn von CHF 1,6 Milliarden erzielte, die Angst vor einer Übernahme wegen hoher Liquidität mit ein Grund,²³ 2007 umge-

hend CHF 1,7 Milliarden für den Erwerb von AWD einzusetzen.²⁴ Diese Übernahmeankündigung hatte denn auch keinen hohen Gewinn zur Folge. Vielmehr war und ist man mehrheitlich der Ansicht, dass Swiss Life für AWD einen zu hohen Preis bezahlt habe.²⁵ Bei einer Gesellschaft mit Stimmrechtsaktien wäre es wohl kaum zu einer solchen Übernahme gekommen. Eine mögliche Übernahme wäre vielmehr als solche evaluiert worden, ohne die Angst, selber übernommen zu werden. Dieses Beispiel zeigt, wie Stimmrechtsaktien das Ergebnis einer Übernahme verbessern können, weil sich die GL an langfristigen Interessen orientiert.

IV. Positive Wirkung von Kontrolle

Eine Publikumsgesellschaft funktioniert dann gut, wenn sie sich so verhält, wie sich auch ein Einzelunternehmer verhalten würde, d.h. wenn sie die Eigentümerinteressen maximiert. Die Eigentümerinteressen sind die kollektiven Interessen der Aktionäre. Beim Einzelunternehmer fallen Geschäfts- und Privatvermögen zusammen. Was dem Geschäft dient, dient dem Eigentümer und umgekehrt. Anders, wenn der Eigentümer (Prinzipal) einen Geschäftsführer (Agenten) einsetzt. Da dem Agenten das dient, was ihm persönlich – und nicht dem Prinzipal – nützt, verfolgt er zuerst die eigenen Interessen. Es handelt sich um das Prinzipal-Agent-Problem. Nachdem die Geschäftsführung bei einer Publikumsgesellschaft delegiert ist, sind wir hier in jedem Fall schon in der grundlegenden Beziehung zwischen Aktionariat und VR mit einem Prinzipal-Agent-Problem konfrontiert.

füßbar unter http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/swiss_life_will_deutsche_awd_uebernehmen_1.593537.html?printview=true, zuletzt besucht am 12.2.2010: «Das alles legt die Annahme nahe, dass Swiss Life die Erlöse aus dem Verkauf der Gotthardbank (...) in aller Eile anlegen wollte» (...). «Dahinter stecke möglicherweise die Befürchtung, dass die Swiss Life mit einer vollen Kasse selbst zu einem Übernahmekandidaten werden könnte» (...).

²⁴ Vgl. Die Swiss Life verfehlt Ertragsziele deutlich, Neue Zürcher Zeitung vom 29. August 2008, S. 19.

²⁵ Vgl. Reflexe: AWD ist reif für eine negative Überraschung, Neue Zürcher Zeitung vom 16. Dezember 2009, S. 26: «Doch sind sich wohl alle, auch die kauffreudige Swiss Life, im Nachhinein einig, (...) einen sehr noblen Preis für AWD bezahlt zu haben.» Und weiter: «(...) zwei oder gar drei der früheren Konzernleitungsmitglieder (...) seien seinerzeit gegen den Kauf der AWD gewesen».

²³ Swiss Life will Finanzdienstleister AWD übernehmen, Neue Zürcher Zeitung Online vom 3. Dezember 2007, ver-

tiert.²⁶ Reduziert wird das Prinzipal-Agent-Problem, wenn sich die Aktien in den Händen einiger weniger Aktionäre befinden, weil so der VR bzw. die GL wirkungsvoller kontrolliert werden können als bei einer Gesellschaft mit vielen kleinen Aktionären. Bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien gibt es in der Regel eine Konzentration bei einigen wenigen Aktionären. Der negative Aspekt einer solchen Kontrolle liegt in der Missbrauchsgefahr. Die kontrollierenden Aktionäre können ihre Kontrolle zum eigenen Vorteil und zum Nachteil der Minderheitsaktionäre missbrauchen, was sich negativ auf den Gesellschaftswert auswirkt. Wie wir im Folgenden sogleich darlegen [V.], wird diese Missbrauchsgefahr durch die heute strengeren Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften stark reduziert. Somit profitieren Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien v.a. von den Vorteilen der durch die Stimmrechtsaktien vermittelten Kontrolle. Der Kontrolle durch einige wenige Mehrheitsaktionäre – und damit auch den Stimmrechtsaktien – kommt also insgesamt eine positive Wirkung zu.

V. Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften

1. Freiheiten in der Rechnungslegung vor OR 1991

Vor den am 1. Juli 1992 in Kraft getretenen Änderungen des Obligationenrechts (OR 1991) hatten der VR und die GL grosse Freiheiten in der Rechnungslegung und Berichterstattung an die Aktionäre und die Öffentlichkeit. So wurde noch bis in die Neunzigerjahre in manchen Aktiengesellschaften vorweg-saldiert und querverrechnet.²⁷ Unbekannt war der Anhang als Bestandteil der Jahresrechnung.²⁸ Sodann mussten eigene Aktien nicht offengelegt werden.²⁹ Schliesslich war die konsolidierte Jahresrechnung für Konzerne nach dem heutigen Art. 663e OR noch

nicht vorgeschrieben.³⁰ Aufgrund der deutlich weniger strengen Rechnungslegungsvorschriften war es leichter, mittels stiller Reserven über mehrere Jahre hinweg die Gewinnergebnisse besser darzustellen als sie wirklich waren.

Unter den vor 1992 geltenden Rechnungslegungsvorschriften waren wohl auch Delikte einfacher zu verbergen, wie sie z.B. im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch des Omni Holding Konzerns 1991 begangen wurden. In dieser Sache wurde der Financier Werner K. Rey wegen Betrugs, Urkundenfälschung sowie mehrfachen betrügerischen Konkurses verurteilt.³¹ Rey liess 1985 eine falsche Gewinn- und Verlustrechnung der Inspectorate AG und 1986 eine falsche Bilanz und Erfolgsrechnung der Omni Holding AG erstellen. Zudem verminderte er sein Vermögen zum Nachteil seiner Gläubiger zum Schein. Insbesondere verheimlichte er nach dem Zusammenbruch seiner Gesellschaften gegenüber der ausseramtlichen Konkursverwaltung die ihm zustehenden Ansprüche auf Aktien der Anglo Bahamian Bank sowie eine ihm zustehende Forderung der Semifora AG. Rey hinterliess einen Schuldenberg von rund vier Milliarden Franken.³²

Auch René Giulianelli, Werner K. Reys ehemaliger Geschäftsführer, wurde wegen Urkundenfälschung verurteilt.³³ Um von der Kantonalbank CHF 70 Mio. zu bekommen, hatte Giulianelli 1986 die Bücher der Omni Holding AG gefälscht. Ebenfalls verurteilt wurde der mitangeklagte Revisor John Evans von der Kontrollstelle Deloitte Haskins & Sells, da er die Bücher abgesegnet hatte. Im einen Fall wurde eine Tochtergesellschaft der Omni Holding AG an eine andere Gesellschaft von Rey verkauft, nur um am nächsten Tag wieder zurückgekauft zu werden. Bei dieser Transaktion wurde die Bilanz um CHF 5 Mio. verbessert. Bei anderer Gelegenheit wurden US-Guthaben zu einem überhöhten Dollarkurs eingesetzt, was eine Bilanzverbesserung um

²⁶ Hans Caspar von der Crone, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR, NF 119 (2000), II. Halbband, S. 239 ff.

²⁷ Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009, § 8 N 24.

²⁸ Böckli (Fn. 27), § 8 N 25.

²⁹ Böckli (Fn. 27), § 8 N 27.

³⁰ Böckli (Fn. 27), § 8 N 28.

³¹ Zuchthausstrafe gegen Rey um drei Monate verschärft – Berner Kassationsgericht verurteilt Rey auf Geheiss des Bundesgerichts wegen Betrugs, Washington News, 30. April 2002; Reys Strafmass verschärft: Verurteilung wegen Betrugs, Neue Zürcher Zeitung vom 30. April 2002, S. 23.

³² Die wichtigsten Etappen im Wirtschaftskriminalfall Rey, vgl. Eastern Standard Time, 31. Mai 1999.

³³ Abschluss eines Rey-Nebenprozesses, Neue Zürcher Zeitung vom 17. November 2001, S. 22.

weitere CHF 3 Mio. zur Folge hatte. Giulianelli und der Mitbeschuldigte Evans nutzten die Schwächen schweizerischer Vorschriften raffiniert aus und trieben bis zum Exzess «creative accounting».³⁴

2. Rechnungslegung nach OR 1991

Die OR-Revision von 1991 brachte Verschärfungen im Bereich des Rechnungslegungsrechts. Festgehalten wurde am Grundsatz der Imparität, wonach als Ertrag grundsätzlich nur ausgewiesen werden darf, was realisiert ist. Als Aufwand hingegen ist nicht nur anzugeben, was realisiert ist, sondern bereits alles, was als Belastung ursächlich der Rechnungsperiode zuzuordnen ist, d.h. alles, was sich auch nur schon aktualisiert hat. Wie schon vorher galt das Prinzip der Erstbewertung zu Anschaffungs- und Herstellungskosten.³⁵

Neu eingeführt wurde die Mindestgliederung sowohl für die Bilanz als auch für die Erfolgsrechnung, was implizit ein Saldierungsverbot brachte. Zusammen mit dem Verrechnungsverbot (Art. 662a Abs. 2 Ziff. 6 OR) führte dies zum Bruttoprinzip. Zudem wurden in Art. 662a OR Grundsätze ordnungsmässiger Rechnungslegung aufgestellt, wonach sich die «möglichst zuverlässige Beurteilung»³⁶ insbesondere auf die Ertragslage der Gesellschaft erstreckt. Neu war sodann der obligatorisch in der Jahresrechnung enthaltene Anhang (Art. 662 Abs. 2 und Art. 663b OR).³⁷

Weiter lag ein wichtiger Punkt in den damals neuen Regeln über den Ausweis eigener Aktien (Art. 659 ff. OR) und in der Schaffung einer Reserve für nicht verwendbares Eigenkapital (Reserve für eigene Aktien).³⁸ Dadurch konnten die Probleme, die der Rückkauf eigener Aktien mit sich bringen kann,³⁹ vermindert werden. Die Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts sieht in Bezug auf die Regeln für eigene Aktien gewisse Änderungen vor. Die eigenen Aktien werden – wie auf internationaler Ebene üblich – vom Eigenkapital abgezogen bzw.

sind als Minusposten des Eigenkapitals auszuweisen. Dadurch wird das wirtschaftliche Ergebnis des Erwerbs eigener Aktien besser wiedergegeben.⁴⁰

Die wahrscheinlich wichtigste Neuerung war die Vorschrift der konsolidierten Rechnungslegung für Konzerne nach Art. 663e OR. Zwar sind mit der Konsolidierungspflicht noch lange nicht alle Probleme einer aussagekräftigen Darstellung von Konzernverhältnissen gelöst. Vielmehr sind die Vorschriften über die Erstellung einer Konzernrechnung nach Art. 663e OR noch rudimentär.⁴¹ Die Einführung einer Konzernrechnung auch für nicht an der Börse kotierte Gesellschaften war jedoch ein Markstein des Aktienrechts von 1991.⁴²

3. Standards zur Rechnungslegung

Seit 1991 wurden Anforderungen zur Rechnungslegung, die über den Minimalstandard des Aktienrechts von 1991 wesentlich hinausgehen, auch von den nicht börsenkotierten Gesellschaften mehr und mehr freiwillig akzeptiert. Dazu gehören v.a. die Schweizer Fachempfehlungen zur Rechnungslegung (FER, später Swiss GAAP FER). Am 1. Oktober 1996 wurden die Swiss GAAP FER praktisch erheblich wichtiger, da das Kotierungsreglement sie zum Mindeststandard erklärt hatte (vgl. Art. 8 Abs. 3 BEHG). Die grösseren börsenkotierten Gesellschaften gingen jedoch i.d.R. deutlich weiter, indem sie sich den International Accounting Standards bzw. IAS (seit 2002 International Financial Reporting Standards bzw. IFRS genannt) oder selten den US GAAP unterstellten. Seither sind die Swiss GAAP FER v.a. für die in den Nebensegmenten an der SIX Swiss Exchange kotierten und für die nicht kotierten

³⁴ Gefängnis für Ex-Omni-Geschäftsführer: Werner K. Reys rechte Hand verurteilt, Neue Zürcher Zeitung vom 27. Juni 2001, S. 23.

³⁵ Böckli (Fn. 27), § 8 N 20 ff.

³⁶ Art. 662a Abs. 1 OR.

³⁷ Böckli (Fn. 27), § 8 N 24 f.

³⁸ Böckli (Fn. 27), § 8 N 27.

³⁹ Vgl. zur Problematik des Rückkaufs eigener Aktien durch die Gesellschaft, Böckli (Fn. 27), § 4 N 195 ff.

⁴⁰ Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008 1600, Ziff. 2.1.12; vgl. dazu Böckli (Fn. 27), § 4 N 221: «Es kommt, da die Aktivseite sich um den Betrag der aufgewendeten Mittel verkürzt, zu einer erfolgsneutralen Bilanzschrumpfung mit einer Reduktion des verwendbaren Eigenkapitals (Gewinnreserve). Bei der Wiederveräusserung vollzieht sich im Betrag des Erlöses – wie bei einer Aktienemission – eine erfolgsneutrale Bilanzverlängerung.»

⁴¹ Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 51 N 198.

⁴² Böckli (Fn. 27), § 8 N 28 f.

mittelgrossen Gesellschaften von Bedeutung.⁴³ Für Gesellschaften der Nebensegmente der SIX Swiss Exchange sind die Swiss GAAP FER seit 2005 obligatorisch.⁴⁴ Sie gehen in vielen Punkten zwar weniger weit als die IFRS, stehen ihnen methodisch aber doch nahe und haben eine bemerkenswerte Regeldichte.⁴⁵

In der Regeldichte noch wesentlich weiter als die Swiss GAAP FER gehen die IFRS. Die IFRS stellen ein in sich geschlossenes, vollständiges und anspruchsvolles Rechnungslegungsrecht dar. Sie enthalten in den meisten Belangen eine konsequente Verwirklichung der «true and fair view».⁴⁶ Seit den Neunzigerjahren breiteten sich die IAS (seit 2002 IFRS) immer mehr aus. ABB, Nestlé, Serono sowie Roche Logitech gehörten zu den ersten Unternehmen, welche ihre Konzernabschlüsse auf der Grundlage der IAS-Normen erstellten.⁴⁷ Alusuisse⁴⁸, Georg Fischer oder Oerlikon Bührle⁴⁹ beispielsweise stellten ihre Konzernabschlüsse, die sich bis zu diesem Zeitpunkt v.a. an der EG-Richtlinie orientierten, auf die IAS um. In der Folge taten dies auch immer mehr kleinere börsenkotierte Unternehmen.⁵⁰ Innert wenigen Jahren unterwarf sich also die Mehrzahl der Publikumsgesellschaften und eine erstaunlich grosse Anzahl anderer grösserer Gesellschaften mit ihrer Konzernrechnung den strengen Anforderungen der IAS.⁵¹ Seit 2005 sind die IFRS für praktisch alle am Haupttableau SIX Swiss Exchange kotierten Unter-

nehmen obligatorisch.⁵² Anstelle der IFRS kann eine Emittentin nach wie vor auch die Standards der USA, die US GAAP, anwenden.⁵³

4. Offenlegung von Entschädigungen

Unter geltendem Recht können VR-Mitglieder ihre Vergütungen grundsätzlich selbst und damit gegenseitig festlegen, was zu einem potenziellen Interessenkonflikt führt. Auch bei der Festsetzung der Vergütungen der Mitglieder der GL durch den VR können ähnlich gelagerte Interessenkonflikte auftreten.⁵⁴ Aufgrund dieser Interessenkonflikte reichen bestehende rechtliche Schutzvorkehrungen (Ausstandspflicht, nachträgliche Genehmigung durch ein neben- oder übergeordnetes Organ, Kriterium der Marktüblichkeit) allein nicht aus, die Interessen der Aktionäre zu wahren.⁵⁵ Durch die sogleich zu erläuternden Transparenzvorschriften wurde die Interessenwahrung der Aktionäre jedoch eindeutig verbessert.

Vor Inkrafttreten des Bundesgesetzes vom 7. Oktober 2005 über die Änderung des Obligationenrechts (Transparenz betreffend Vergütungen) am 1. Januar 2007 war die Offenlegung von Vergütungen von VR-Mitgliedern gar nicht, diejenige von Mitgliedern der GL nicht spezifisch geregelt. Wohl war der VR verpflichtet, im Geschäftsbericht über seine Geschäftstätigkeit zu informieren (Art. 696 OR) und den gesamten Personalaufwand aufzuführen (Art. 663 Abs. 3 OR). Der Geschäftsbericht enthielt jedoch keine gesonderten Angaben über die Vergütung von VR- oder GL-Mitgliedern. Auch aus dem Recht der Aktionäre, Auskunft über «Angelegenhei-

⁴³ Böckli (Fn. 27), § 8 N 36.

⁴⁴ Nach Art. 6 Abs. 2 der Richtlinie betreffend Rechnungslegung vom 29. Oktober 2008 ist gemäss folgenden regulatorischen Standards Swiss GAAP FER zugelassen: Domestic Standard (insbesondere Gesellschaften mit lokaler Bedeutung respektive engem Investorenkreis wie Familiengesellschaften), Standard für Immobiliengesellschaften und Standard für Investmentgesellschaften. Zudem dürfen Emittenten, die ausschliesslich Anleihen kotiert haben, nach Art. 7 der Richtlinie betreffend Rechnungslegung vom 29. Oktober 2008 Swiss GAAP FER auch gemäss dem Main Standard anwenden.

⁴⁵ Böckli (Fn. 27), § 8 N 41.

⁴⁶ Böckli (Fn. 27), § 8 N 42 ff.

⁴⁷ Ann-Kirstin Achleitner/Giorgio Behr, *International Accounting Standards – Ein Lehrbuch zur internationalen Rechnungslegung*, 3. A., München 2003, S. 72.

⁴⁸ Heute Algroup, mittlerweile nicht mehr eigenständig.

⁴⁹ Heute Unaxis, mittlerweile ein völlig neu ausgerichteter Konzern.

⁵⁰ Z.B. Danzas AG (mittlerweile von der Deutschen Post übernommen), Calida Holding AG und Phonak AG, vgl. Achleitner/Behr (Fn. 47), S. 73.

⁵¹ Böckli (Fn. 27), § 8 N 49; Achleitner/Behr (Fn. 47), S. 71.

⁵² Böckli (Fn. 27), § 7 N 29 f.

⁵³ Vgl. Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie betreffend Rechnungslegung vom 29. Oktober 2008; Böckli (Fn. 27), § 7 N 31.

⁵⁴ Eingehend zu den Interessenkonflikten im Bereich der Vergütung von Organpersonen Daniel Leu, *Variable Vergütungen für Manager und Verwaltungsräte*, Diss., Zürich 2005, S. 114 ff.; Rolf Watter/Karim Maizar, *Structure of Executive Compensation and Conflicts of Interest – Legal Constraints and Practical Recommendation under Swiss Law*, in: Thévenoz/Bahar (Hrsg.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Genève/Zürich/Bâle 2007, S. 39 ff.; Rashid Bahar, *Executive Compensation: Is Disclosure Enough?*, in: Thévenoz/Bahar (eds.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Genève/Zürich/Bâle 2007, S. 94 ff.

⁵⁵ Vgl. dazu Leu (Fn. 54), S. 118 ff.; Watter/Maizar (Fn. 54), S. 68 ff.

ten der Gesellschaft» zu erhalten (Art. 697 OR), leitete die Mehrheit der Lehre lediglich eine Pflicht zur Mitteilung der Gesamtvergütung ab.⁵⁶ Eine wesentliche Verbesserung brachte die Richtlinie der SWX betreffend Informationen zur Corporate Governance vom 1. Juli 2002 (RLCG). Diese verpflichtete die kotierten Gesellschaften bereits seit dem Geschäftsjahr 2002 zur Offenlegung der Gesamtbezüge (darin eingeschlossen Aktien und Optionen) der GL einerseits und der exekutiven und nicht exekutiven Mitglieder des VR (und darunter die Bezüge des höchstbezahlten Mitglieds) andererseits. Separat auszuweisen waren Abgangsentschädigungen.⁵⁷

Am 1. Januar 2007 trat Art. 663b^{bis} OR in Kraft. Gemäss dessen Abs. 1 haben börsenkotierte Gesellschaften im Anhang zur Bilanz alle Vergütungen anzugeben, die sie direkt oder indirekt an gegenwärtige Mitglieder des VR ausgerichtet haben (Ziff. 1) oder die sie direkt oder indirekt an Personen ausgerichtet haben, die vom VR ganz oder zum Teil mit der Geschäftsführung betraut sind (Ziff. 2). Anzugeben sind weiter Vergütungen, die börsenkotierte Gesellschaften direkt oder indirekt an frühere Mitglieder des VR oder der GL bezahlt haben, sofern sie in einem Zusammenhang mit der früheren Tätigkeit als Gesellschaftsorgan stehen oder nicht marktüblich sind (Art. 663b^{bis} Abs. 1 Ziff. 4 OR). Dabei müssen die Angaben sowohl den Gesamtbetrag für den VR als auch den auf jedes Mitglied entfallenden Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds umfassen (Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 1 OR). Bei der GL ist neben dem Gesamtbetrag lediglich der höchste auf ein Mitglied entfallende Betrag unter Nennung des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds anzugeben (Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 2 OR).

Mit der nun gesetzlich verankerten Transparenz wird zweierlei bezweckt: In dem stark von Interessenkonflikten geprägten Bereich der Vergütungen soll eine verbesserte Information ermöglicht werden. Damit soll die Kontrollfunktion der Aktionäre gegenüber dem VR und insb. gegenüber dem Vergütungsausschuss gestärkt werden. Die Aktionäre sollen das Ausmass der Vergütungen und damit v.a. auch die Arbeit des VR bzw. des Vergütungsausschusses beurteilen und ein nicht genehmigtes Verhalten (wenn auch

nur ex post) sanktionieren können (z.B. durch Abwahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses oder durch den Verkauf der Beteiligung).⁵⁸ Sodann werden die verantwortlichen Personen durch die vorgeschriebene Transparenz gleichzeitig dazu motiviert, ihre Vergütungen bereits von Anfang an sachgerecht und in einer vertretbaren Höhe festzulegen. Bezweckt wird also eine Disziplinierung des VR, wodurch die gesellschaftsrechtliche Stellung des Aktionärs gestärkt wird. Gedient wird damit aber auch dem kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz, da Anleger einen informierten Erwerbsentscheid treffen können.⁵⁹

5. Auswirkungen auf Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien

Hat eine Gesellschaft Stimmrechtsaktien, können einige wenige Aktionäre die Gesellschaft kontrollieren, obwohl sie nicht über die Mehrheit des Kapitals verfügen. Die soeben beschriebene Entwicklung zu strengeren Rechnungslegungsvorschriften und gesetzlicher Transparenz von Entschädigungen von VR und GL hat zur Folge, dass es für die kontrollierenden Aktionäre schwieriger wurde, ihre – häufig durch Stimmrechtsaktien vermittelte – Kontrolle zu missbrauchen bzw. zum eigenen Vorteil und zum Nachteil der Minderheitsaktionäre in unzulässiger Weise den Gesellschaftswert zu vermindern. Damit kann der positive Effekt von Stimmrechtsaktien auf den Gesellschaftswert erklärt werden. Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien weisen also im Vergleich zu Gesellschaften mit Einheitsaktien keine Nachteile mehr auf. Vielmehr profitieren Erstere v.a. von den Vorteilen der durch Stimmrechtsaktien vermittelten Kontrolle.⁶⁰

VI. Abnehmende Kritik an Stimmrechtsdifferenzierungen

1. Stimmrechtsaktien

Schon seit der Wirtschaftskrise in den Dreissigerjahren wurden Stimmrechtsaktien immer wieder

⁵⁶ BSK OR II-Watter/Maizar, N 6 zu Art. 663b^{bis}.

⁵⁷ Böckli (Fn. 27), § 13 N 260 mit Verweisen.

⁵⁸ Vgl. zum Ganzen Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung) vom 23. Juni 2004, BBl 2004 4474.

⁵⁹ BSK OR II-Watter/Maizar, N 7 zu Art. 663b^{bis}.

⁶⁰ Vgl. dazu die Ausführungen unter IV.

kritisiert.⁶¹ So wollte der Nationalrat die Stimmrechtsaktien abschaffen.⁶² Die Räte hatten dann aber den im OR 1936 verankerten Kompromiss gefunden. Stimmrechtsaktien wurden zwar grundsätzlich zugelassen, aber nur unter erschwerten Anforderungen und starken Einschränkungen. In den wichtigsten Einzelheiten hat diese Regelung die grosse Aktienrechtsrevision von 1991 überstanden.⁶³ Entgegen gewissen neueren Tendenzen des europäischen Gesellschaftsrechts hat sich das Parlament nämlich 1991 zur Beibehaltung der Stimmrechtsaktien entschlossen.⁶⁴ Während sie in Deutschland mit dem Gesetz über die Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. April 1998 abgeschafft wurden, sind in Frankreich Stimmrechtsaktien als Doppelstimmrechtsaktien zulässig (und mit stärkerem Stimmkrafthebel unzulässig).⁶⁵

Auch die derzeitige Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts stellt die Stimmrechtsaktien nicht in Frage.⁶⁶ Zwar werden gewisse Argumente genannt, die gegen Stimmrechtsaktien sprechen. Für ein Verbot spreche die Rechtslage in Deutschland, das Postulat «one share, one vote»⁶⁷ und auch «die Beobachtung, dass Stimmrechtsaktien in der Praxis zu Auswüchsen führen können».⁶⁸ Da aber auch vieles dafür spreche, «die Gestaltungsfreiheit der Ak-

tiengesellschaft nicht obrigkeitlich einzuschränken, sondern den Kräften des Marktes zu vertrauen»,⁶⁹ komme ein Verbot nur für die nicht kotierten Aktiengesellschaften in Frage, die den Kräften des Kapitalmarktes weitgehend entzogen sind.⁷⁰ Gerade bei privaten Aktiengesellschaften seien jedoch Stimmrechtsaktien gerechtfertigt.⁷¹

Die Tatsache, dass Stimmrechtsaktien immer seltener kritisiert bzw. in der laufenden Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts nicht einmal mehr in Frage gestellt werden, passt zum eingangs erläuterten Resultat unserer Untersuchung, wonach Stimmrechtsaktien einen positiven Einfluss auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften und auf die Übernahmerentabilität haben.⁷² Denn gerade im Rahmen der Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts böte sich die Gelegenheit, das Institut der Stimmrechtsaktien zu kritisieren oder gar abzuschaffen.

2. Partizipationsscheine

Partizipationsscheine haben einen Nennwert, gewähren aber kein Stimmrecht (Art. 656a Abs. 1 OR). Formell sind sie zwar keine Aktienart, werden aber in fast jeder Hinsicht nach dem Leitbild der stimmrechtslosen Aktien geregelt.⁷³ Mit dem Postulat «one share, one vote» ist der Partizipationsschein als stimmrechtslose Aktie nicht zu vereinbaren. Die Gestaltungsfreiheit der Aktiengesellschaft und die Nachfrage nach solchen Beteiligungspapieren in gewissen Situationen sind dagegen Gründe, die für Partizipationsscheine sprechen.⁷⁴

Nach geltendem Recht darf das Partizipationskapital das Doppelte des Aktienkapitals nicht überstei-

⁶¹ Vgl. die Hinweise bei *Egon Biber*, Die Stimmrechtsaktie nach deutschem, französischem und schweizerischem Recht, Diss., Zürich 1940, passim und *F. Wolfhart Bürgi*, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Zürich 1957, Art. 693 N 6 ff.; *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 128.

⁶² Vgl. dazu *Robert Goldschmidt*, Grundfragen des neuen schweizerischen Aktienrechts, St. Gallen 1937, S. 79; *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 129.

⁶³ *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 130.

⁶⁴ Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II 787, Ziff. 202.3; *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 128; Aufgrund der über hundertjährigen Verwendung der Stimmrechtsaktien in der Schweiz seien sie allzu tief verwurzelt gewesen. Deren Abschaffung hätte bestehende Machtverhältnisse sowohl bei einer grossen Anzahl von Publikumsgesellschaften als auch v.a. in vielen privaten Aktiengesellschaften stark verändert, vgl. *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 153.

⁶⁵ Art. L. 225-123 Code de commerce.

⁶⁶ Botschaft vom 21. Dezember 2007 (Fn. 40), S. 1605 ff., Ziff. 1.3 und S. 1669/70, Ziff. 2.1.18.

⁶⁷ *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 154 mit Hinweis auf *Max D. Amstutz*, Macht und Ohnmacht des Aktionärs: Möglichkeiten und Grenzen der Corporate Governance bei der Wahrnehmung der Aktionärsinteressen, Zürich 2007, S. 94 ff.

⁶⁸ *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 154.

⁶⁹ *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 154.

⁷⁰ *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 155.

⁷¹ Vgl. *Böckli* (Fn. 27), § 4 N 155: «Würde man die Stimmrechtsaktien dennoch verbieten, so wäre es unerlässlich, die im Stimmrecht einen noch viel grösseren Unterschied bewirkende Kombination von Aktien und Partizipationsscheinen (d.h. stimmrechtslosen Aktien) ebenfalls zu verbieten.»

⁷² Vgl. Ausführungen unter II und III.

⁷³ *Böckli* (Fn. 27), § 5 N 13; BSK-OR II-Hess/Rampini/Spillmann, N 1 zu Art. 656a.

⁷⁴ Vgl. *Peter Böckli/Claire Huguenin/François Dessemontet*, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts, vom 30. September 2003, Bundesamt für Justiz (Hrsg.), Bern 2003, auch in: Schriften zum Aktienrecht 21, Zürich 2004, S. 155.

gen (Art. 656b Abs. 1 OR). De lege ferenda soll bei Publikumsgesellschaften diese Obergrenze entfallen. Unabhängig von der Höhe ihres Aktienkapitals sollen Gesellschaften mit kotierten Partizipationsscheinen demnach die Höhe ihres Partizipationskapitals frei bestimmen können. Bei privaten Gesellschaften hingegen soll die heutige Regelung unverändert bleiben. Denn wenn die Partizipationsscheine nicht oder nur schwer handelbar sind, sei der Verzicht auf eine Obergrenze des Partizipationskapitals problematisch. Den Partizipanten fehle diesfalls die Möglichkeit, ihre Beteiligung zu verkaufen. Sie seien in der Gesellschaft «gefangen», auf deren Führung sie keinen Einfluss nehmen können.⁷⁵

Zwar sind Partizipationsscheine nicht mit Stimmrechtsaktien gleichzusetzen. Da Partizipationsscheine aber fast wie stimmrechtslose Aktien behandelt werden, handelt es sich auch um eine Form der Stimmrechtsdifferenzierung. Die Tatsache, dass Gesellschaften mit kotierten Partizipationsscheinen in Zukunft sogar noch grössere Freiheiten eingeräumt werden sollen, erstaunt nicht. Deckt sich dies doch mit dem Resultat der eingangs beschriebenen Untersuchung.⁷⁶

3. Zwischenfazit

Stimmrechtsdifferenzierungen, wozu neben Stimmrechtsaktien auch Partizipationsscheine gehören, stehen immer weniger in der Kritik. Während Stimmrechtsaktien in der laufenden Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts einfach nicht in Frage gestellt werden, sollen kotierte Gesellschaften in Bezug auf Partizipationsscheine de lege ferenda sogar noch grössere Freiheiten geniessen als nach geltendem Recht. Diese Entwicklung ist zu begrüßen, stimmt sie doch mit dem Resultat unserer Untersuchung überein, wonach Stimmrechtsaktien einen positiven Einfluss auf den Wert von Publikumsgesellschaften und auf die Übernehmerrentabilität haben.

VII. Abnehmende Bedeutung des Prinzips «one share, one vote» in den USA

1. Rechtsgrundlagen

Fragen des Stimmrechts werden in den USA durch vier Rechtsgrundlagen geregelt. Primär durch gliedstaatliches Gesellschaftsrecht («state corporate law»), welches das gesetzliche Gesellschaftsrecht («corporate law statute»), das richterlich geschaffene Recht und das Gewohnheitsrecht umfasst. Weitere Rechtsgrundlagen sind das bundesstaatliche Wertpapierrecht («federal securities law»),⁷⁷ das Kotierungsreglement derjenigen Börse, an der die entsprechenden Beteiligungspapiere gehandelt werden und schliesslich die gesellschaftseigenen Regelungen, d.h. das «certificate of incorporation» und die «bylaws».⁷⁸

Aufgrund der in den USA geltenden «internal affairs doctrine» ist auf «internal affairs» einer Gesellschaft – zu denen das Stimmrecht gehört – das Gesetz desjenigen Gliedstaates anwendbar, in dem die Gesellschaft inkorporiert ist.⁷⁹ Dabei spielt es keine Rolle, ob die tatsächlichen Gesellschaftsaktivitäten auch in diesem Staat oder aber in einem anderen Staat stattfinden.⁸⁰ Mehrere Staaten, insbesondere Kalifornien und New York, haben die «internal affairs doctrine» allerdings attackiert, indem sie in ihren «corporate statutes» festlegen, dass auf Gesellschaften, die zwar nicht im eigenen Staat inkorporiert sind, die jedoch eine «dominant relationship» zum eigenen Staat haben, gewisse Regeln des eigenen Rechts trotz Inkorporation in einem anderen Staat zur Anwendung kommen.⁸¹ Das extensive bun-

⁷⁵ Dies aufgrund des fehlenden Stimmrechts, vgl. Botschaft vom 21. Dezember 2007 (Fn. 40), S. 1617, Ziff. 1.3.3.3.

⁷⁶ Vgl. Ausführungen unter II und III.

⁷⁷ In den USA fällt die Regelung des Gesellschaftsrechts in die Kompetenz der Gliedstaaten, während für die Regelung des Wertpapierrechts die Bundesgesetzgebung zuständig ist.

⁷⁸ Arthur R. Pinto/Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law and Practice*, 3. A., New York 2008, S. 3.

⁷⁹ Pinto/Branson (Fn. 78), S. 14.

⁸⁰ Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law*, St. Paul MN 2000, S. 36; Dies ermöglicht im Übrigen auch die überwältigende Dominanz von Delaware als Inkorporationsstaat amerikanischer Publikumsgesellschaften.

⁸¹ Gevurtz (Fn. 80), S. 37; Pinto/Branson (Fn. 78), S. 15, die je darauf hinweisen, dass die Gültigkeit solcher gliedstaatlicher Regelungen mit Blick auf die amerikanische Verfassung unklar ist.

desstaatliche Wertpapierrecht spielt ebenfalls zunehmend in «internal affairs» einer Gesellschaft hinein.⁸²

2. Stimmrechtsdifferenzierungen

2.1 Verschiedene Aktienklassen

Das Gesellschaftsrecht der Gliedstaaten bestimmt den Rahmen, innerhalb dessen die Statuten der Gesellschaft die Ausgestaltung der Aktien festsetzen können. Bestimmungen in den Statuten, die vom anwendbaren «corporate statute» abweichende Regelungen vorsehen, sind ungültig.⁸³ Das Gesellschaftsrecht lässt den Gesellschaften jedoch im Allgemeinen grosse Freiheit und Flexibilität bezüglich der Ausgestaltung ihrer Aktien.⁸⁴ Verschiedenste Differenzierungen in Bezug auf die Stimm- oder Vermögensrechte sind möglich. Auf diese Weise können unterschiedlichste Klassen von Aktien («classes of stock») und Unterklassen (meist «series» genannt) geschaffen werden, die sich untereinander bezüglich Stimm- und/oder Vermögensrechten unterscheiden.⁸⁵ Die verschiedenen Aktienklassen werden üblicherweise mit Buchstaben gekennzeichnet («Class A common», «Class B common» usw.).⁸⁶

Die verschiedenen Klassen und die ihnen zukommenden Rechte werden grundsätzlich in den Statuten der Gesellschaft («articles of incorporation») festgelegt. Fehlt eine solche Bestimmung, vermitteln alle Aktien unterschiedslos die gleichen Rechte.⁸⁷ Oft erlauben die gliedstaatlichen Gesetze auch, dass die

Statuten lediglich eine Blankonorm («blank check stock authorization») enthalten.⁸⁸ Diesfalls können die Statuten allein die Ermächtigung enthalten, dass die Gesellschaft verschiedene Klassen – und meist auch Unterklassen – von Aktien ausgeben kann, sie regeln allerdings nicht die Rechte – bzw. nicht alle Rechte – der einzelnen Klassen und Unterklassen. Die Blankobestimmung autorisiert den VR, die Rechte der Aktien im Zeitpunkt festzulegen, da der VR beschliesst, die Aktien auszugeben. Der VR soll damit grösstmögliche Flexibilität erhalten, um im Zeitpunkt der Ausgabe zusätzlicher Aktien auf veränderte Marktbedingungen reagieren zu können.⁸⁹

2.2 «One share, one vote» nur noch als Grundregel

Mit Blick auf das hier interessierende Stimmrecht gestehen fast alle Staaten den Gesellschaften einen sehr grossen Spielraum zu. Nur eine kleine Minderheit der Staaten hält immer noch am Prinzip «one share, one vote» fest, dessen Einhaltung früher generell vom Gesellschaftsrecht gefordert wurde.⁹⁰ Die meisten Gesetze aber, wie beispielsweise der – vielen Gliedstaaten als Vorbild dienende – MBCA (Model Business Corporation Act)⁹¹ oder das Delaware General Corporate Law, sehen «one share, one vote» nur als Grundregel vor und erlauben den Gesellschaften ausdrücklich, abweichende Regelungen zu erlassen. Sowohl der MBCA (1969) als auch der MBCA (1984) bestimmen, dass jeder Aktie unabhängig von ihrer Klasse eine Stimme zukommen soll, ausser die Statuten sehen eine abweichende Regelung vor.⁹² Ebenso sieht § 212 (a) Delaware General Corporation Law (Del. Gen. Corp. Law) vor, dass «unless otherwise provided in the certificate of incorporation [...], each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder.»

⁸² Pinto/Branson (Fn. 78), S. 15.

⁸³ William M. Fletcher, *Cyclopedia of the Law of Corporations*, St. Paul MN 2000, § 2028 mit Hinweisen auf diesbezügliche Gerichtsentscheide. Selbstverständlich dürfen Statutenbestimmungen auch nicht gegen anderes übergeordnetes Recht wie z.B. die Verfassung verstossen.

⁸⁴ Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in a Nutshell*, 5. A., Newark NJ 2004, S. 189; Linda O. Smiddy/Lawrence A. Cunningham, *Soderquist on Corporate Law and Practice*, 3. A., New York 2008, § 151.

⁸⁵ James D. Cox/Thomas L. Hazen, *Corporations*, 2. A., New York 2003, S. 521; Die Revision des MBCA (vgl. Fn. 91) von 2001 erklärte neu in 6.01(e) für zulässig, dass Aktien auch innerhalb einer Klasse oder Unterklasse unterschiedliche Rechte und Bedingungen beibehalten, solange dies in den Statuten festgehalten wird. Die gliedstaatlichen Gesetze scheinen jedoch fast alle weiterhin am Erfordernis festzuhalten, dass Aktien innerhalb einer Klasse bzw. einer Unterklasse die gleichen Rechte und Bedingungen zukommen.

⁸⁶ Hamilton (Fn. 84), S. 189.

⁸⁷ Gevurtz (Fn. 80), S. 116.

⁸⁸ Vgl. bspw. Del. Gen. Corp. Law § 102(a) (4).

⁸⁹ Gevurtz (Fn. 80), S. 116.

⁹⁰ Alan R. Palmiter, *Corporations*, 4. A., New York 2003, S. 137.

⁹¹ 1950 veröffentlichte das Committee on Corporate Laws of the American Bar Association den Model Business Corporation Act. Seit damals war der MBCA verschiedenen grösseren Änderungen unterworfen, letztmals in grösserem Umfang 1984. Die «corporate statutes» einer grossen Anzahl Staaten basieren auf dem MBCA. Dies gilt jedoch nicht für einige sehr wichtige Staaten wie z.B. Delaware, Palmiter (Fn. 90), S. 137.

⁹² MBCA (1969) § 33; MBCA (1984) § 7.21(a).

2.3 Stimmrechtsdifferenzierungen in privaten Aktiengesellschaften und Publikumsgesellschaften

Private Aktiengesellschaften («closely held corporations») machen von den Differenzierungsmöglichkeiten betreffend Stimmrecht regelmässig Gebrauch, erlauben sie doch die Bündelung der Stimmkraft und damit die Sicherung der Kontrolle in der Gesellschaft bei einigen wenigen; und dies mit wenig Kapitaleinsatz. Ganz anders sieht die Situation bei den Publikumsgesellschaften aus («publicly held corporations», hier als Synonym für kotierte Gesellschaften verwendet). Diese verzichten im Normalfall auf eine Differenzierung der Stimmrechte und teilen üblicherweise getreu dem Prinzip «one share, one vote» jeder Aktie eine Stimme zu.⁹³ Dieser Umstand gründet in den geltenden Kotierungsreglementen bzw. der lange Zeit ablehnenden Haltung der New York Stock Exchange («NYSE») und insbesondere der Securities Exchange Commission («SEC») gegenüber Abweichungen vom Prinzip «one share, one vote» bei Publikumsgesellschaften.

So lehnte es die NYSE seit den späten Zwanzigerjahren ab, Beteiligungspapiere von Gesellschaften zu kotieren, die über Aktienklassen verfügten, deren Aktien mehr (oder weniger) als eine Stimme vermittelten.⁹⁴ Dies führte praktisch dazu, dass die bedeutenden Publikumsgesellschaften gezwungen waren, die Stimmrechte gleichmässig pro Aktie zu verteilen. In den Achzigerjahren entwickelte sich bei Publikumsgesellschaften allerdings der Trend, als Abwehrmassnahme gegen unerwünschte Übernahmen das Aktienkapital in zwei Aktienklassen aufzuteilen («dual-class recapitalization»), wobei das Management die stimmrechtsmächtigen Aktien erhielt.⁹⁵ Dies und der damals erhöhte Wettbewerbsdruck unter NYSE, Nasdaq und AMEX führten dazu, dass die NYSE ein Moratorium für ihre «one share, one vote rule» erklärte und 1986 die SEC um Genehmigung ihres Vorhabens bat, ihre «one share, one vote rule» im Kotierungsreglement ganz aufzugeben. Die SEC

erliess jedoch daraufhin 1988 die SEC Rule 19c-4 (die sog. «one share, one vote rule»). Diese verbot die Kotierung und den Handel von US-Aktien, wenn die Gesellschaft das Stimmrecht von bestehenden Aktien «nullified, restricted or disparately reduced» hatte. Zumindest die Ausgabe von «low-voting shares» war somit erlaubt. Bereits 1990 wurde die SEC Rule 19c-4 allerdings vom United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit für ungültig erklärt⁹⁶ mit der Begründung, dass die SEC zum Erlass dieser Rule nicht kompetent gewesen sei. Die Regelung des Stimmrechts als «internal affair» falle traditionell in die Kompetenz der Gliedstaaten und nicht in die Kompetenz des Bundesrechts und damit der SEC. Nachdem der D.C. Circuit die SEC Rule 19c-4 ungültig erklärt hatte, erliessen aber die bedeutenden Börsen unter dem Druck der SEC von sich aus Kotierungsreglemente, die der SEC Rule sehr nahe kamen. Beispielsweise erliess 1994 die NYSE § 313 des NYSE Listed Company Manual⁹⁷, der die Einhaltung von «one share, one vote» verlangt. Allerdings setzt der genannte § 313 die «one share, one vote rule» nicht strikt, sondern nur abgeschwächt durch. So werden Gesellschaften, die bereits eine «dual-class recapitalization» durchgeführt haben, von der Regelung ausgenommen. Es ist ihnen sogar erlaubt, zusätzliche «super-voting shares» solcher bereits bestehender Aktienklassen auszugeben. § 313 verbietet jedoch nach erfolgter Kotierung neue Aktienklassen mit «super-voting shares» zu schaffen. Ebenfalls erlaubt ist dagegen die Ausgabe von «low-voting shares».⁹⁸

2.4 Ausgestaltung von Stimmrechtsaktien

Aufgrund des grossen Spielraums, den das Gesellschaftsrecht der Gliedstaaten den Gesellschaften in der Regel zugesteht, findet sich in amerikanischen Gesellschaften eine in der Schweiz unbekannte Vielfalt und Kreativität in Bezug auf die Differenzierung von Stimmrechten. Überwiegend zulässig ist zunächst die Ausgabe von «non-voting shares», «low-voting shares» oder auch «super- bzw. multi-

⁹³ Hamilton (Fn. 84), S. 190; Pinto/Branson (Fn. 78), S. 107; Palmiter (Fn. 90), S. 138.

⁹⁴ Jesse H. Choper/John C. Coffee, Jr./Ronald J. Gilson, Cases and Materials on Corporations, 7. A., New York 2008, 567; Palmiter (Fn. 90), S. 138.

⁹⁵ Dieses Vorgehen wurde heftig kritisiert, da die Einführung der zwei Aktienklassen nachträglich erfolgte und die Investoren damit keine Wahlmöglichkeit hatten, vgl. Pinto/Branson (Fn. 78), S. 107 m.w.H.

⁹⁶ Business Roundtable v. SEC, 905 F.2d 406, 407 (D.C. Cir. 1990).

⁹⁷ Abrufbar unter <<http://www.nyse.com/regulation/listed/1182508124422.html>>, zuletzt besucht am 1.2.2010.

⁹⁸ Ausführlich zu den Geschehnissen rund um die «one share, one vote rule» vgl. Choper/Coffee/Gilson (Fn. 94), 566 ff.; Palmiter (Fn. 90), S. 138.

voting shares». Ebenfalls möglich sind Aktien, die ein bedingtes Stimmrecht gewähren, falls z.B. eine bestimmte Dividende nicht ausgeschüttet werden kann.⁹⁹ Im Weiteren kann das Stimmrecht regelmässig in Bezug auf den Gegenstand differenziert werden, sodass z.B. nur gewisse Aktien für die Wahl des VR über ein Stimmrecht verfügen oder dass gewisse Aktien das Stimmrecht für die Wahl von einem VR und andere für die Wahl von zwei VR verleihen. Meistens zulässig sind auch Statutenbestimmungen, die Aktienklassen vorsehen, welche dem Erwerber erst nach einigen Jahren das Stimmrecht verleihen oder die dem Erwerber zunächst nur eine Stimme pro Aktie vermitteln, jedoch nach einer bestimmten Anzahl Jahren z.B. zehn Stimmen pro Aktie gewähren.¹⁰⁰

Gewisse Grenzen der Ausgestaltung finden sich jedoch in den Gesetzen der Gliedstaaten. So verlangen einige «corporate statutes», dass immer mindestens eine Klasse oder Serie von Aktien über ein volles bzw. uneingeschränktes Stimmrecht verfügt, es sei denn das Stimmrecht sei eingeschränkt infolge dessen Übertragung auf eine andere Klasse oder Serie.¹⁰¹ So hält bspw. § 6.01(b) des MBCA (1984) fest: «[The] articles of incorporation must authorize: (1) one or more classes or series of shares that together have unlimited voting rights [...]». Sodann sieht New York Business Corporation Law (NY Bus Corp Law) § 501(a) vor, dass «The certificate of incorporation may deny, limit or otherwise define the voting rights and may limit or otherwise define the dividend or liquidation rights of shares of any class, but no such denial, limitation or definition of voting rights shall be effective unless at the time one or more classes of outstanding shares or bonds, singly or in the aggregate, are entitled to full voting rights [...]». In Bezug auf «nonvoting shares» statuieren viele Gliedstaaten, dass im Falle spezifizierter grundlegender Änderungen auch «nonvoting shares» zwingend ein Stimmrecht zukommt.¹⁰²

Aus dem Gesagten ergibt sich, dass Stimmrechtsaktien in den USA in den meisten Gliedstaaten, d.h. in allen, die Abweichungen von «one share, one vote» erlauben, zulässig sind. Allerdings sind die amerikanischen Stimmrechtsaktien anders als die schweizerischen ausgestaltet. In der Schweiz ist das Stimmrecht gemäss Art. 692 Abs. 1 OR grundsätzlich an den Nennwert geknüpft. Indes können die Statuten gemäss Art. 693 Abs. 1 OR das Stimmrecht auch unabhängig vom Nennwert und stattdessen nach Anzahl der gehaltenen Aktien festsetzen, sodass jeder Aktie eine Stimme zukommt. Dadurch werden indirekte Stimmrechtsaktien geschaffen. In den USA fehlt eine Verknüpfung von Nennwert und Stimmrecht. Ganz allgemein wird dem Nennwert in den USA kaum Relevanz beigemessen und er wird primär als historisches Überbleibsel angesehen. Fast alle Gliedstaaten stellen es den Gesellschaften frei, ob sie Aktien mit oder ohne Nennwert oder sowohl Aktien mit als auch Aktien ohne Nennwert ausgeben möchten.¹⁰³ Die Aktienklassen können nicht nur teils mit und teils ohne Nennwert sein, sondern auch je unterschiedlich hohe Nennwerte haben.¹⁰⁴ In manchen Gliedstaaten kommt dem Nennwert immerhin noch als Preisuntergrenze für die Ausgabe von Aktien rechtliche Bedeutung zu, in vielen Gliedstaaten werden auch die Steuern nach dem Nennwert berechnet.¹⁰⁵ In Bezug auf das Stimmrecht gilt in den USA, wie bereits erwähnt, die Grundregel, dass jeder Aktie eine Stimme zukommt. Um eine unterschiedliche Stimmkraft zu erreichen, erhalten die einzelnen Aktien je eine unterschiedlich hohe Anzahl Stimmen.¹⁰⁶ Es werden also echte Stimmrechtsaktien geschaffen, welche in der Schweiz unzulässig sind. Der grosse Gestaltungsspielraum im amerikanischen Recht zeigt sich in Bezug auf Stimmrechtsaktien auch darin, dass – soweit ersichtlich – keines der gliedstaatlichen «corporate

⁹⁹ Vgl. Hans Caspar von der Crone, Bericht zur Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien, REPRAX 2002 (1), S. 10.

¹⁰⁰ Stephen M. Bainbridge, The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, Washington University Law Quarterly, S. 565; Fletcher (Fn. 82), § 2028; vgl. bspw. Del. Gen. Corp. Law § 151 und § 212(a).

¹⁰¹ Fletcher (Fn. 83), § 2026; Pinto/Branson (Fn. 78), S. 107.

¹⁰² Vgl. z.B. MBCA (1984) § 10.04; NY Bus Corp Law § 804.

¹⁰³ Vgl. z.B. Del. Gen. Corp. Law § 151(a). Werden Aktien mit Nennwert ausgegeben, kann die Gesellschaft die Höhe des Nennwerts frei wählen und ist diesbezüglich nicht an gesetzliche Vorgaben gebunden, Gevurtz (Fn. 80), S. 125.

¹⁰⁴ Gevurtz (Fn. 80), S. 125.

¹⁰⁵ Die Steuern steigen, je höher der Nennwert ist. Aktien ohne Nennwert sind steuerlich meist ungünstiger als Aktien mit einem kleinen Nennwert. Daher haben die meisten US-Gesellschaften Aktien mit einem minimalen Nennwert, Gevurtz (Fn. 80), S. 125.

¹⁰⁶ Die Schaffung von echten Stimmrechtsaktien ist in fast allen Gliedstaaten zulässig, doch gibt es noch eine kleine Minderheit, welche die «one share, one vote» vorschreibt, vgl. vorne.

statutes» eine Höchstgrenze für die Proportionalität zwischen Stimmrechtsaktien und Stammaktien vorsieht. Dies ist ein weiterer Unterschied zur schweizerischen Regelung von Stimmrechtsaktien.

2.5 Höchststimmklauseln

Ebenfalls überwiegend zulässig sind Stimmrechtsbeschränkungen in verschiedenster Form, darunter auch die in der Schweiz zulässigen Höchststimmklauseln.¹⁰⁷ In den USA sehen Höchststimmklauseln teils absolute Grenzen (z.B. maximal eine Stimme oder maximal zehn Stimmen pro Aktionär unabhängig von der Anzahl seiner Aktien), teils relative Prozentgrenzen vor. Sie können sich gegen den jeweiligen Aktionär allein richten oder als Gruppenklausel ausgestaltet sein. Wie bei allen Stimmrechtsdifferenzierungen gilt auch bezüglich Höchststimmklauseln, dass die Statuten den vom «corporate statute» vorgegebenen Freiraum nicht überschreiten können. Die Einführung statutarischer Höchststimmklauseln, die dem «corporate statute» widersprechen, ist ungültig. Manchmal sind Höchststimmklauseln auch bereits im «corporate statute» des Gliedstaates enthalten. Widerspricht die Höchststimmklausel in einem «corporate statute» den Bestimmungen von bereits bestehenden Statuten, ist die Klausel auf die Gesellschaft allerdings nur anwendbar, wenn die Aktionäre der Klausel einstimmig zustimmen oder wenn das «corporate statute» die Änderung oder Aufhebung von Statuten vorbehalten hat.¹⁰⁸ Wie in Bezug auf andere Abweichungen von «one share, one vote» gilt auch bezüglich Höchststimmklauseln, dass ohne eine Höchststimmklausel im gliedstaatlichen Gesetz oder in den Statuten der Gesellschaft die «one share, one vote rule» zur Anwendung kommt.

In einem oft zitierten Gerichtsentscheid zum Thema Höchststimmklausel¹⁰⁹ beurteilte das Gericht eine Statutenbestimmung als zulässig, die wie folgt lautete: «[...] each shareholder shall be entitled to one vote for every share of the common stock of said company owned by him not exceeding 50 shares, and one vote for every 20 shares more than 50, owned by him; provided, that no shareholder shall be entitled

to vote upon more than one fourth part of the whole number of shares issued and outstanding of the common stock of said company, unless as proxy for other members.»

2.6 Stimmrechtsbeschränkungen mittels Vertrag

Der Vollständigkeit halber ist zu erwähnen, dass nicht nur Statutenbestimmungen das Stimmrecht von Aktionären beschränken können, sondern dass Aktionäre auch vertraglich mit der Gesellschaft eine Beschränkung ihrer Stimmrechte vereinbaren können, solange die Vereinbarungen den Statuten oder Gesetzen nicht zuwiderlaufen.¹¹⁰

2.7 Übertragungsbeschränkungen

Zuletzt folgen nun noch Ausführungen zur Frage, ob auch in den USA gewisse Übertragungsbeschränkungen im Ergebnis einer Stimmrechtsbeschränkung gleichkommen können. Übertragungsbeschränkungen («share transfer restrictions») sind in den USA insbesondere in privaten Aktiengesellschaften, aber auch in Publikumsgesellschaften weit verbreitet.¹¹¹ Deren Gültigkeit bestimmt sich nach dem Gesellschaftsrecht des Staates, in dem die Gesellschaft inkorporiert ist.¹¹² Der MBCA (1984)¹¹³ und die «corporate statutes» vieler Gliedstaaten (vgl. z.B. Del. Gen. Corp. Law § 202[b]) erklären Übertragungsbeschränkungen in den Gesellschaftsstatuten, in Vereinbarungen zwischen der Gesellschaft und Aktionären oder in Aktionärsvereinbarungen, für zulässig.¹¹⁴ Mangels solcher Bestimmungen kann der Aktionär seine Aktien frei und ohne Zustimmung der Gesellschaft übertragen und die Gesellschaft ist – von Ausnahmen abgesehen – zur Anerkennung und Registrierung der Übertragung verpflichtet.¹¹⁵ Der MBCA (1984) und einige «corporate statutes» (so auch wieder Del. Gen. Corp. Law § 202) listen die zulässigen

¹⁰⁷ A.L.R.4th 1204; Am. Jur. 2d Corporations § 855; *Fletcher* (Fn. 83), § 2047; jeweils mit weiteren Hinweisen auf die Rechtsprechung.

¹⁰⁸ *Fletcher* (Fn. 83), § 2047.

¹⁰⁹ *Providence & Worcester Co. v. Baker*, 378 A2d 121 (Del.).

¹¹⁰ *Fletcher* (Fn. 83), § 2029; Aktionäre können auch untereinander Vereinbarungen über das Stimmrecht abschliessen, doch entfalten solche Vereinbarungen gegenüber der Gesellschaft keine Wirkung.

¹¹¹ Nicht eingegangen wird auf die ganz anders gelagerten Übertragungsbeschränkungen gemäss Securities Act 1933, Section 5(a), vgl. *Gevurtz* (Fn. 80), S. 541.

¹¹² *Fletcher* (Fn. 83), § 5456.

¹¹³ MBCA (1984) § 6.27(a).

¹¹⁴ *Pinto/Branson* (Fn. 78), S. 306; *Smiddy/Cunningham* (Fn. 84), S. 5–27.

¹¹⁵ *Fletcher* (Fn. 83), § 5452.

Gründe und Formen von Übertragungsbeschränkungen explizit auf. Enthalten die «corporate statutes» keine derartige Auflistung, beurteilen Gerichte Übertragungsbeschränkungen regelmässig als zulässig, wenn sie vernünftig («whether the restriction bears a reasonable relation to a valid corporate purpose») und rechtmässig sind.¹¹⁶ Die Gerichte haben unterschiedliche Ausprägungen von Übertragungsbeschränkungen anerkannt, wobei sie bezüglich privater Aktiengesellschaften grosszügiger sind.¹¹⁷ Ein «right of first refusal» oder eine «first option restriction» verpflichtet die Aktionäre, ihre Aktien zuerst der Gesellschaft, dem Management oder anderen Aktionären zum Kauf anzubieten. Ein «buy-out agreement» verpflichtet die Gesellschaft, Aktionäre oder andere Personen die Aktien des verkaufswilligen Aktionärs zu erwerben. Diese Übertragungsbeschränkungen werden oft durch spezifische Ereignisse wie den Tod eines Aktionärs ausgelöst. «Consent restrictions» dagegen erfordern die Zustimmung der Gesellschaft, der Aktionäre oder anderer Personen zur Übertragung der Aktien. «Designated person restrictions» verbieten den Verkauf der Aktien an bestimmte Personen oder Personengruppen bzw. erlauben dadurch die Übertragung nur an bestimmte Personen wie z.B. Ehegatten oder Erben.¹¹⁸ Die Durchsetzung von Übertragungsbeschränkungen erfolgt durch die Gerichte.¹¹⁹ Eine Übertragung von Aktien, die gegen Übertragungsbeschränkungen verstösst, kann von der Gesellschaft angefochten werden. Verstösst eine Übertragung gegen Übertragungsbeschränkungen, können die Aktien des Erwerbers vom Gericht unter einen sog. «constructive trust» gestellt werden.¹²⁰ Allenfalls kann eine drohende Übertragung durch eine Unterlassungsverfügung verhindert werden.

Stets richten sich Übertragungsbeschränkungen in den USA aber gegen die Übertragung selbst und wirken sich nicht lediglich auf die Erlangung des

Stimmrechts aus. Während also in der Schweiz die Prozentvinkulierung kotierter Namenaktien – infolge Ablehnung des Erwerbers – im Resultat einer Stimmrechtsbeschränkung gleichkommen kann (vgl. Art. 685f Abs. 2 OR), ist dies in den USA nicht der Fall.

2.8 «Control share acquisition statutes»

Abschliessend sei auf die sog. «control share acquisition statutes» hingewiesen, die einige Gliedstaaten erlassen haben. Als Beispiel sei der Pennsylvania control share acquisition act angeführt, der vorsieht, dass das Stimmrecht einer Person, die einen bestimmten Mindestprozentsatz der Stimmrechte erwirbt, d.h. eine «control share acquisition»¹²¹ vornimmt, bezüglich ihrer «control shares» suspendiert wird bis die übrigen Aktionäre einer Inkraftsetzung des Stimmrechts zustimmen.¹²² Zweck und Wirkung rücken solche «control share acquisition statutes» in die Nähe der schweizerischen statutarischen Höchststimmklauseln und Prozentvinkulierungen. Die gliedstaatlichen «control share acquisition statutes» bezwecken mittels Stimmrechtssuspendierung die Machtbegrenzung von Grossaktionären, insbesondere im Übernahmekontext. Der Erwerber eines bestimmten Mindestprozentsatzes der Stimmrechte erhält kein Stimmrecht über die erworbenen Aktien, bis die anderen Aktionäre ihm dieses zugestehen, wenn sie es ihm denn überhaupt zubilligen und nicht dagegen stimmen. Dies erinnert an den schweizerischen Aktionär ohne Stimmrecht, der aus der Ablehnung

¹¹⁶ Fletcher (Fn. 83), § 5455.

¹¹⁷ Choper/Coffee/Gilson (Fn. 94), S. 727; Fletcher (Fn. 83), § 5455.

¹¹⁸ Bainbridge (Fn. 100), S. 565; Fletcher (Fn. 83), § 5454.

¹¹⁹ Erfolgt eine Aktienübertragung kraft Gesetz, erklären Gerichte Übertragungsbeschränkungen regelmässig für nicht anwendbar, z.B. im Zusammenhang mit einem Erbfall, einer Scheidung oder einem Konkurs, ALR 2d 745; Fletcher (Fn. 83), § 5459 f.

¹²⁰ Vgl. zum «constructive trust» Konrad Zweigert/Hein Kötz, Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts, 3. A., Tübingen 1996, S. 560 ff.

¹²¹ Die Schwellenwerte sind 20%, 33⅓% und 50% (15 Pa Cons Stat § 2562); subjektiv wird vorausgesetzt, dass die Akquisition erfolgt «with the purpose of changing or influencing control of the corporation, seeking to acquire control of the corporation or influencing the outcome of a vote of shareholders under section 2564 (relating to voting rights of shares acquired in a control-share acquisition) or in connection with or as a participant in any agreement, arrangement, relationship, understanding or otherwise having any such purpose» (15 Pa Cons Stat § 2563[a]).

¹²² 15 Pa Cons Stat § 2561 ff. Lehnen die Aktionäre die Inkraftsetzung der Stimmrechte ab, darf die Gesellschaft die Aktien innert 24 Monaten zurückkaufen, wobei der Preis «at the average of the high and low sales price of shares of the same class and series as such prices are specified on a national securities exchange, national quotation system or similar quotation listing service on the date the corporation provides notice to the acquiring person of the call for redemption» (15 Pa Cons Stat § 2567). Im Übrigen lässt ein Verkauf der betreffenden Aktien die Stimmrechte wiederaufleben (15 Pa Cons Stat § 2564[c]).

eines Erwerbers von vinkulierten kotierten Namenaktien resultiert, aber auch an die das Stimmrecht gegen oben begrenzenden Höchststimmklauseln. In manchen Gliedstaaten darf eine Gesellschaft mittels Statutenbestimmung ein «opting out» des «control share acquisition act» vornehmen, in anderen Gliedstaaten ist der «control share acquisition act» erst nach einem «opting in» der Gesellschaft anwendbar.¹²³

3. Zwischenfazit

Das Prinzip «one share, one vote» wurde in den USA anlässlich der SEC Rule 19c-4 von 1988 intensiv diskutiert. Seither bildet es jedoch kaum mehr Gegenstand juristischer Auseinandersetzung. Es beschäftigen sich auch nur wenige Gerichtsentseide mit dem Thema, und diese beschränken sich inhaltlich auf die einzelfallorientierte Gutheissung oder Ablehnung der strittigen Abweichung von «one share, one vote».¹²⁴

Fast alle Gliedstaaten sehen das «one share, one vote»-Prinzip in ihren «corporate statutes» nur als Auffangbestimmung vor, sollte eine Gesellschaft keine diesbezügliche Regelung in ihren Statuten aufstellen. Die Gesellschaften dürfen somit abweichende Regelungen erlassen, wobei ihnen im Allgemeinen ein sehr grosser Spielraum bezüglich der Ausgestaltung der Aktien und bezüglich Stimmrechtsdifferenzierungen zusteht. Dementsprechend unterschiedlich und kreativ sind die Stimmrechtsdifferenzierungen in amerikanischen Gesellschaften. Allerdings wird der grosse Spielraum hauptsächlich von privaten Aktiengesellschaften genutzt. In Publikumsgesellschaften ist im Einklang mit «one share, one vote» eine Stimme pro Aktie die Norm, was insbesondere auf die geltenden Kotierungsbestimmungen zurückzuführen ist.

Stimmrechtsaktien und Höchststimmklauseln stehen damit in den meisten Gliedstaaten im Einklang mit dem Gesellschaftsrecht. In der Ausgestaltung von Stimmrechtsaktien sind amerikanische Gesellschaften freier als schweizerische. Anders als in der Schweiz sind echte Stimmrechtsaktien zulässig und eine Proportionalitätsbegrenzung gibt es, soweit ersichtlich, nicht. Höchststimmklauseln sehen teils

absolute Grenzen, teils relative Prozentgrenzen vor und richten sich entweder gegen den jeweiligen Aktionär allein oder sind als Gruppenklausel ausgestaltet. Teilweise sind Höchststimmklauseln bereits in den gliedstaatlichen «corporate statutes» enthalten. Übertragungsbeschränkungen sind in amerikanischen Gesellschaften zulässig und weit verbreitet. Da sie sich stets gegen die Übertragung selbst richten, führen sie – anders als teilweise in der Schweiz – nicht zu einem Status als Aktionär ohne Stimmrecht und kommen daher nicht im Resultat einer Stimmrechtsbeschränkung gleich. Die Bedeutung des Prinzips «one share, one vote» hat also auch in den USA grundsätzlich abgenommen.

Die Tatsache, dass Stimmrechtsdifferenzierungen und somit auch Stimmrechtsaktien in Publikumsgesellschaften (im Unterschied zu privaten Aktiengesellschaften) in den USA selten vorkommen, führt dazu, dass sich die in den USA durchgeführten Untersuchungen betreffend den Zusammenhang von Stimmrechtsaktien und Wert von Publikumsgesellschaften auf eine relativ kleine Anzahl von Gesellschaften stützen. Sodann wird eine erfolgreiche, an der Börse kotierte Gesellschaft wohl eher zu Einheitsaktien tendieren, da mögliche Investoren – aufgrund der Ungewöhnlichkeit – Stimmrechtsaktien gegenüber skeptisch sein könnten. Dies könnte der betreffenden Gesellschaft zum Nachteil gereichen. In der Schweiz haben wir es hingegen mit einer anderen Situation zu tun, weil relativ viele Publikumsgesellschaften über Stimmrechtsdifferenzierungen bzw. Stimmrechtsaktien verfügen. Potenzielle Investoren kennen also aufgrund dessen weiten Verbreitung das Institut der Stimmrechtsaktien und lassen sich dadurch nicht vom Kauf von Aktien einer solchen Gesellschaft abschrecken, was bei amerikanischen Gesellschaften anders sein könnte.

VIII. Schlussbetrachtung

Die ökonomische Analyse des Einflusses von Stimmrechtsaktien auf den Wert schweizerischer Publikumsgesellschaften mittels Regressionsanalyse führt zum Ergebnis, dass Stimmrechtsaktien den Gesellschaftswert positiv beeinflussen. Auch ein Vergleich der Übernehmerrentabilität von Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien und solchen mit Einheitsaktien – jeweils aus der Sicht der übernehmenden Gesellschaft – ergibt, dass die Übernehmerrentabilität

¹²³ *Fletcher* (Fn. 83), § 2029.

¹²⁴ Vgl. die zitierte Rechtsprechung in A.L.R.4th 1204; Am. Jur. 2d Corporations § 855; *Fletcher* (Fn. 83), § 2047.

bei Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien seit 2004 höher ist.

Die häufig durch Stimmrechtsaktien vermittelte Kontrolle in den Händen eines oder weniger Aktionäre ist für die betreffende Gesellschaft positiv. Die Gefahr des Missbrauchs der Kontrolle wurde seit Beginn der Neunzigerjahre durch deutlich strengere Rechnungslegungs- und Transparenzvorschriften reduziert. Insgesamt profitieren Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien somit nur noch von den Vorteilen der durch Stimmrechtsaktien vermittelten Kontrolle.

Es ist somit richtig, dass Stimmrechtsdifferenzierungen – wozu neben Stimmrechtsaktien auch Partizipationsscheine gehören – als Gestaltungsoptionen immer weniger kritisiert werden. Während Stimmrechtsaktien in der laufenden Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts einfach nicht in Frage gestellt werden, sollen kotierte Gesellschaften in Bezug auf Partizipationsscheine nach zukünftigem Recht sogar noch grössere Freiheiten geniessen als nach geltendem Recht.

Ähnlich zeigt sich die Situation in den USA, dem Ursprungsland des Prinzips «one share, one vote». Fast alle Gliedstaaten sehen das «one share, one

vote»-Prinzip nur als Auffangbestimmung vor. Im Allgemeinen steht den Gesellschaften ein sehr grosser Spielraum bezüglich Ausgestaltung der Aktien und Stimmrechtsdifferenzierungen zu. Der Stellenwert des Prinzips «one share, one vote» hat also auch in den USA abgenommen. Der genannte Spielraum wird allerdings hauptsächlich von privaten Aktiengesellschaften genutzt. In kotierten Gesellschaften ist im Einklang mit «one share, one vote» eine Stimme pro Aktie die Norm, was insbesondere auf die geltenden Kotierungsbestimmungen zurückzuführen ist. Stimmrechtsdifferenzierungen sind aber auch für kotierte Gesellschaften erlaubt, kommen jedoch selten vor. Die in den USA durchgeführten Untersuchungen betreffend den Zusammenhang zwischen Stimmrechtsaktien und dem Wert kotierter Gesellschaften stützen sich daher auf eine relativ kleine Anzahl von Gesellschaften. Wegen der Ungewöhnlichkeit von Stimmrechtsaktien bei kotierten Gesellschaften wird eine erfolgreich kotierte Gesellschaft eher zu Einheitsaktien tendieren. In der Schweiz hingegen ist das Institut der Stimmrechtsaktien auch unter solchen Gesellschaften üblich und potenziellen Investoren bekannt.