

Zitiervorschlag: Daniel M. Häusermann, Minderheitenschutz in der «Aktionärsdemokratie»: Vorschlag für eine «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften, 3. März 2014, abrufbar unter <http://www.alexandria.unisg.ch/>.

Minderheitenschutz in der «Aktionärsdemokratie»: Vorschlag für eine «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften

3. März 2014

Dr. iur. Daniel M. Häusermann, LL.M. (Harvard), Rechtsanwalt

Die Generalversammlung wird für die Entscheidungsfindung in der Publikumsgesellschaft immer wichtiger. In Gesellschaften, die von einem Grossaktionär beherrscht werden, hat die GV jedoch faktisch eine geringe Bedeutung. Dies liesse sich ändern durch eine «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel (kurz MdM-Regel), gemäss der die GV bei Vorhandensein eines beherrschenden Aktionärs ihre Beschlüsse zusätzlich mit der Stimmenmehrheit der Minderheitsaktionäre fassen muss. Die MdM-Regel sollte für alle GV-Entscheide gelten, jedoch dispositiv sein (was einige flankierende Massnahmen erfordert). Der Aufsatz bietet eine Übersicht über in- und ausländische Vorbilder der MdM-Regel, macht Empfehlungen zu ihrer konkreten Ausgestaltung und zeigt, dass die MdM-Regel den herkömmlichen Instrumenten, die den Minderheitsaktionären an der GV mehr Gewicht verleihen sollen, überlegen ist.

Inhalt

I.	Einführung.....	2
II.	Bestehende Anwendungsfälle von Minderheitsvoten	3
1.	Minderheitsvoten im Ausland.....	3
2.	Vorschläge aus der Schweiz	5
3.	Sonderversammlung der beeinträchtigten Anteilsinhaber	6
III.	Verallgemeinerung: Eine Mehrheit-der-Minderheit-Regel für Publikumsgesellschaften	7
IV.	Ausgestaltung der MdM-Regel	9
1.	Geltungsbereich: börsennotierte Gesellschaften.....	9
2.	Dispositiver Charakter mit Begleitmassnahmen.....	10
3.	Sachlicher Anwendungsbereich: alle GV-Beschlüsse.....	11
4.	Definition der Beherrschung.....	11
5.	Dem Hauptaktionär zurechenbarer Personenkreis.....	13
6.	Erforderliches Stimmenmehr	13
7.	Das Holdout-Problem	14
V.	Vorteile gegenüber herkömmlichen Schutzmechanismen	15
1.	Qualifizierte Mehrheitsvorschriften (Art. 704 OR)	15
2.	Ausschluss von Stimmkraftprivilegien (Art. 693 Abs. 3 OR).....	16
3.	Stimmrechtsausschluss für beherrschenden Aktionär	17
VI.	Zusammenfassung und Schluss.....	17
Anhang:	Algebraische Darstellung des Holdout-Problems	18

I. Einführung

Die Rolle der Generalversammlung in der schweizerischen Publikumsgesellschaft wird derzeit intensiv diskutiert, nicht zuletzt unter dem umstrittenen Schlagwort der «Aktionärsdemokratie».¹ Parallel dazu hat die am 1. Januar 2014 in Kraft getretene Ausführungsverordnung zur Volksinitiative «gegen die Abzockerei» die Mitspracherechte und -pflichten der Aktionäre börsennotierter Gesellschaften ausgeweitet.² Dabei scheint sich fast alles um sogenannte echte Publikumsgesellschaften zu drehen, also um börsennotierte Gesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat.³ Allerdings wird mehr

¹ Siehe etwa *Rolf Watter/Karim Maizar*, Aktionärsdemokratie, in: Peter Breitschmid et al. (Hrsg.), *Grundfragen der juristischen Person*, Festschrift für Hans Michael Riemer zum 65. Geburtstag, Bern 2007, 403 ff.; *Peter Forstmoser*, Stärkung der Aktionärsdemokratie – aber wie?, NZZ, 29. Juli 2010, 26; *Hans-Ueli Vogt*, Aktionärsdemokratie, Zürich 2012; *Peter Böckli*, «Aktionärsdemokratie»: ein Schlagwort mit Schlagseite, *GesKR* 2013, 179 ff.; siehe auch *Peter V. Kunz*, Evolution ins 21. Jahrhundert – oder: Zukunft der Generalversammlung von Aktiengesellschaften in der Schweiz, *AJP* 2011, 155 ff.; *Urs Bertschinger*, Zuständigkeit der Generalversammlung der Aktiengesellschaft – ein unterschätzter Aspekt der Corporate Governance, in: Rainer J. Schweizer/Herbert Burkert/Urs Gasser (Hrsg.), *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Zürich 2002, 309 ff.

² Siehe Art. 4 Abs. 1, Art. 7 Abs. 1 und 5, Art. 8 Abs. 1 und 5, Art. 12, Art. 18 f. und Art. 22 Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsennotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013, SR 221.331.

³ Nur selten wird auf die Lage beherrschter Gesellschaften hingewiesen. Siehe immerhin *Böckli* (Fn. 1), 180 (u.a. deswegen kritisch gegenüber dem Schlagwort «Aktionärsdemokratie»); *Vogt* (Fn. 1), 16 f. (klammert Fragen des Minderheitenschutzes explizit aus).

als jede zweite Schweizer Publikumsgesellschaft von einem Grossaktionär beherrscht.⁴ Bei diesen Gesellschaften ist das Ausmass der Aktionärsmitwirkung von geringer Bedeutung, da der beherrschende Aktionär in den Schranken der Statuten und des zwingenden Rechts grundsätzlich beliebige GV-Beschlüsse durchsetzen kann.

Der vorliegende Aufsatz zeigt einen Weg auf, um der Generalversammlung auch in beherrschten Publikumsgesellschaften eine Bedeutung als eigenständiges Entscheidungsorgan zu verleihen.⁵ Das Instrument dazu ist eine «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel (kurz MdM-Regel), die bestimmt, dass die GV bei Vorhandensein eines beherrschenden Aktionärs ihre Beschlüsse zusätzlich mit der Stimmenmehrheit der Minderheitsaktionäre fassen muss. Die Minderheitsaktionäre würden so ein Veto gegen GV-Entscheide erhalten, die für sie potenziell nachteilig sind.

Der Vorschlag baut auf Vorbildern aus dem In- und Ausland auf. Im Ausland wird die sog. *majority of the minority condition (MoM condition)* vor allem bei GV-Abstimmungen über jene Geschäfte eingesetzt, an denen ein beherrschender Aktionär ein besonderes Interesse hat. Das israelische Gesellschaftsrecht kennt gleich drei Ausformungen dieses Instruments. In der Schweiz hat sich Mitte der Neunzigerjahre *von der Crone* dafür ausgesprochen, bestimmte GV-Entscheide von der Zustimmung der Minderheitsaktionäre abhängig zu machen. Heute wird dieses Instrument jedoch bloss beim nachträglichen Opting Out von der Angebotspflicht (Art. 22 Abs. 3 BEHG) angewandt.

Abschnitt II bietet eine Übersicht über die eben skizzierten in- und ausländischen Vorbilder der MdM-Regel. Abschnitt III legt dar, warum eine punktuelle MdM-Regel nicht befriedigt, und schlägt vor, eine allgemeine, aber dispositive MdM-Regel einzuführen. Abschnitt IV macht Empfehlungen zur konkreten Ausgestaltung der MdM-Regel. Abschnitt V zeigt, dass die MdM-Regel den herkömmlichen Instrumenten, um der Minderheit an der GV mehr Gewicht zu verleihen, überlegen ist. Abschnitt VI beschliesst den Aufsatz.

II. Bestehende Anwendungsfälle von Minderheitsvoten

1. Minderheitsvoten im Ausland

Die Idee, an die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre Rechtsfolgen zu knüpfen, stammt soweit ersichtlich aus dem angloamerikanischen Rechtskreis.

Nach der Rechtsprechung Delawares geht die Beweislast für die (Un-)Angemessenheit eines Rechtsgeschäfts, an dem der beherrschende Aktionär ein besonderes Interesse hat (insbesondere einer Fusion mit Barabfindung), von der Gesellschaft auf den kla-

⁴ Ende 2010 hatten 156 oder 58% der damals 268 Schweizer Publikumsgesellschaften einen Aktionär, der über mindestens 25% der Stimmen verfügte. In 131 Fällen (49%) beträgt der Stimmenanteil mehr als 33⅓ %. Der Anteil beherrschter Gesellschaften ist um 5 bis 8 Prozentpunkte höher, wenn man auch die nicht stimmberechtigten Dispoaktien berücksichtigt. Eigene Berechnung anhand des Datensatzes, der beschrieben ist in *Daniel M. Häusermann*, Dispoaktien: Ein 250-Milliarden-Problem?, *GesKR* 2012, 220, 221 f., und – zu den Auswirkungen der Dispoaktien – 226 f.

⁵ Siehe schon im Ansatz *Daniel M. Häusermann*, Aktienrechtliche Umsetzung der «Abzocker»-Initiative: Spielraum und Rechtstechniken, *SJZ* 2012, 537, 544.

genden Aktionär über, wenn eine Mehrheit der Minderheitsaktionäre dem Geschäft zugestimmt hat.⁶ Dies setzt beherrschenden Aktionären einen starken Anreiz, bei konfliktträchtigen Geschäften die Zustimmung der Minderheitsaktionäre einzuholen.

Auch nach britischem Übernahmerecht hat die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre bestimmte Rechtsfolgen. Beispielsweise kann eine Mehrheit der Minderheit einen Grossaktionär bei gewissen Transaktionen von der Pflicht, ein Übernahmeangebot zu machen, entbinden.⁷ Nach den britischen Kotierungsregeln sind Emittenten mit einer Premium-Kotierung verpflichtet, grössere Geschäfte mit nahestehenden Personen den Aktionären zur Genehmigung vorzulegen, wobei die nahestehenden Personen nicht mitstimmen dürfen.⁸ Ist die nahestehende Person ein beherrschender Aktionär, hat diese Vorschrift denselben Effekt wie eine Mehrheit-der-Minderheit-Regel.⁹

Rechtsnormen, die auf die Zustimmung der Minderheitsaktionäre abstellen, sind auch aus anderen Ländern bekannt.¹⁰ Besonders weitgehend macht das israelische Gesellschaftsrecht vom Instrument des Minderheitsvotums Gebrauch.¹¹ Dieses kommt dort in mehreren Varianten vor.

Gesellschaften, die sowohl in Israel als auch an einer ausländischen Börse kotiert sind und in ein anderes Offenlegungsregime wechseln möchten, müssen die Zustimmung der Mehrheit der an einer GV vertretenen, nicht dem beherrschenden Aktionär gehörenden Stimmen einholen.¹² Fusionsbeschlüsse der übertragenden Gesellschaft erfordern die Zustimmung einer Mehrheit der vertretenen Stimmen, die weder der übernehmenden Gesellschaft noch einem sie beherrschenden Aktionär zuzurechnen sind.¹³

Das israelische Recht kennt auch ein qualifiziertes Minderheitsvotum. Eine Doppelfunktion als CEO und Vorsitzender des Board of Directors ist in börsenkotierten Ge-

⁶ Siehe *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 703 (Del. 1983) (betr. Übernahmeangebot); bestätigt in *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985); *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994); *In re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002) (betr. Übernahmeangebot). Siehe auch *Schreiber v. Carney*, 447 A. 2d 17 (Del. Ch. 1982) (nachträgliche Genehmigung eines Stimmenkaufs durch Minderheitsaktionäre). Dazu etwa *Zohar Goshen*, The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality, 91 California Law Review 393, 426–429 (2003).

⁷ Siehe *The Panel on Takeovers and Mergers*, The Takeover Code [sog. City Code], 11th ed., 20 May 2013, abrufbar unter <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>, F22 (sog. «whitewash» bei Kapitalerhöhungen) und F24 (bei Kontrollwechsel zu Sanierungszwecken). Für weitere Einsatzbereiche dieses Instruments siehe a.a.O., H3–H5 und Q1–Q2.

⁸ Siehe Financial Conduct Authority, Listing Rules, LR 11.1.7(3)–(4) und 11.1.10, abrufbar unter <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/LR>.

⁹ Dazu siehe hinten Abschnitt V.3.

¹⁰ Siehe *Goshen* (Fn. 6), 433 (Kanada); *Enriques/Hertig/Kanda* in *Reinier Kraakman et al.*, The Anatomy of Corporate Law, 2nd ed., Oxford etc. 2009, 168 (Frankreich, Deutschland, Italien); vgl. auch *OECD*, Guide on Fighting Abusive Related-Party Transactions in Asia, Paris 2009, 25–29, abrufbar unter <http://www.oecd.org/dataoecd/39/57/43626507.pdf> (verschiedene Jurisdiktionen in Ost- und Südostasien).

¹¹ Den Hinweis verdanke ich *Assaf Hamdani*.

¹² Sec. 35FF(c) Securities Law 5728-1968 (zuletzt geändert durch Sefer Hachukim 2189, 16. November 2008, 169) (engl. Übersetzung), abrufbar unter http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6025.pdf.

¹³ Sec. 320(c) Companies Law 5759-1999 (engl. Übersetzung), abrufbar unter http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_958.pdf. Bei Ablehnung kann ein Gericht eine Fusion dennoch genehmigen, wenn es die Bedingungen für angemessen erachtet. Sec. 321 Companies Law.

sellschaften nur zulässig, wenn die GV dies mit zwei Dritteln der vertretenen Stimmen, die nicht einem beherrschenden Aktionär zuzurechnen sind, beschliesst.¹⁴

Nicht zuletzt gibt es in Israel eine Art «Minderheit-der-Minderheit»-Regel. Ein Drittel der Stimmen, die nicht einem beherrschenden Aktionär zugerechnet werden, ist nötig, um – wie für Publikumsgesellschaften vorgeschrieben – zwei unabhängige Board-Mitglieder zu wählen und um Geschäfte zu genehmigen, an denen der beherrschende Aktionär ein persönliches Interesse hat.¹⁵ Alternativ ist die Wahl gültig bzw. gilt die Transaktion als genehmigt, wenn weniger als ein Prozent der ausstehenden Aktienstimmen dagegen eingelegt werden.¹⁶

2. *Vorschläge aus der Schweiz*

In der Schweiz schlug *von der Crone* Mitte der Neunzigerjahre vor, über bestimmte GV-Entscheide – etwa die Abschaffung von Stimmrechtsaktien, eine Fusion mit der Hauptaktionärin oder ein Opting Out von der börsenrechtlichen Angebotspflicht – zweistufig abzustimmen, wobei eine Mehrheit der potenziell schlechtergestellten Aktionäre dem Beschluss zustimmen müsste.¹⁷ Eine eigentliche Sonderversammlung der Minderheitsaktionäre ist nach *von der Crone* nicht erforderlich, sondern es genüge, wenn die Stimmen getrennt ausgezählt würden.¹⁸

Nach der (durch *von der Crone* beeinflussten) Praxis der Übernahmekommission ist zu vermuten, dass die Minderheitsaktionäre durch ein nachträgliches Opting Out von der Angebotspflicht nicht im Sinne von Art. 22 Abs. 3 BEHG benachteiligt werden, wenn eine Mehrheit von ihnen dem Opting Out zugestimmt hat.¹⁹ Der Wille der Minderheitsaktionäre wird dadurch ermittelt, dass die Ja-Stimmen des beherrschenden Aktionärs vom Abstimmungsergebnis abgezogen werden.²⁰ Die von der Übernahmekommission aufgestellte Vermutung ist an die Rechtsprechung Delawares angelehnt, dergemäss ein zustimmendes Minderheitsvotum die Beweislast für eine Benachteiligung auf den klagenden (Mit-)Aktionär verschiebt und somit ebenfalls eine Vermutung der

¹⁴ Sec. 121(c) Companies Law (Fn. 13).

¹⁵ Sec. 239(b) bzw. sec. 270(4) i.V.m. 275(a) Companies Law (Fn. 13).

¹⁶ A.a.O.

¹⁷ Siehe *Hans Caspar von der Crone*, Angebotspflicht, SZW-Sondernummer 1997, 44, 51; *ders.*, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 1997, 73, 100 f.

¹⁸ *Von der Crone*, Publikumsgesellschaften (Fn. 17), 101.

¹⁹ Verfügung der UeK 518/01 i.S. Advanced Digital Broadcast Holdings AG vom 11. Oktober 2012, Rz. 16–20; zuvor schon Verfügungen der UeK 490/01 i.S. LEM Holding SA vom 22. November 2011, Rz. 12 f.; 440/01 i.S. COS Computer Systems AG vom 4. Juni 2010, Rz. 14; 437/01 i.S. CI COM SA vom 4. März 2010, Rz. 19. Dazu *Adriano R. Huber/Hans Caspar von der Crone*, Opting out nach Art. 22 Abs. 3 BEHG, SZW 2012, 543, insbes. 548–551 und 555–558; *Hans-Jakob Diem/Stefan Scherrer*, Voraussetzungen der übernahmerechtlichen Gültigkeit nachträglicher Opting-Outs, GesKR 2013, 117 ff. Anders noch Verfügung der EBK i.S. Esec Holding AG vom 23. Juni 2000, E. 4b und 4d, in der die EBK der Empfehlung der UeK (0018/02 i.S. Esec Holding AG vom 6. Juni 2000, E. 2.2) nicht gefolgt war. Das Vorgehen der Esec war aus einem anderen Grund problematisch, da sie die Frage über das Opting Out mit einer Vorlage, die im Interesse der Minderheitsaktionäre lag, bündeln wollte. Dies hätte gegen die Einheit der Materie verstossen. Siehe Verfügung der EBK, a.a.O., E. 3e und E. 4c/bb.

²⁰ Siehe Verfügung der UeK i.S. Advanced Digital Broadcast Holdings AG (Fn. 19), Rz. 19; dazu *Diem/Scherrer* (Fn. 19), 119.

Nichtbenachteiligung begründet.²¹ Diese Praxis wird heute mehrheitlich befürwortet.²² Die damalige EBK lehnte sie jedoch ab.²³ Auch in der Lehre stiess das Zustimmungserfordernis um die Jahrtausendwende auf Ablehnung, da befürchtet wurde, dieses könne effiziente Kontrollwechsel unattraktiv machen.²⁴ Dieses Argument trifft jedoch kaum zu, zumal nicht ersichtlich ist, warum die Minderheitsaktionäre einen effizienten, d.h. den Gesamtwert der Unternehmung steigernden Kontrollwechsel ablehnen sollte.

Neben dem Opting Out werden in der Lehre weitere mögliche Anwendungsfälle für ein Zustimmungserfordernis der Minderheitsaktionäre diskutiert. Ein Beispiel ist – entsprechend verbreiteter Praxis im Ausland²⁵ – die Genehmigung von Insichgeschäften durch die GV als übergeordnetes Organ.²⁶ Gleiches wird zumindest de lege ferenda oder als Praxisempfehlung für Dekotierungsentscheide gefordert.²⁷ Schliesslich vertreten einige Autoren die Ansicht, der Beschluss über eine Barabfindungsfusion (*squeeze-out merger*, Art. 8 Abs. 2 FusG) erfordere seitens der übertragenden Gesellschaft (auch) die Zustimmung der Minderheitsaktionäre.²⁸ Im Gesetz steht davon jedoch nichts (Art. 18 Abs. 5 FusG).²⁹

3. *Sonderversammlung der beeinträchtigten Anteilsinhaber*

Das OR verlangt für bestimmte Beschlüsse, welche die Stellung einer Kategorie von Anteilsinhabern verschlechtern, die Zustimmung einer Sonderversammlung der betroffenen Anteilsinhaber.³⁰ Entsprechende dispositive Regeln existieren für Vorzugsaktio-

²¹ Dazu vorne bei Fn. 6.

²² Neben von der Crone siehe etwa Dieter Dubs/Urs Gasser, Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting out-Klausel gemäss Börsengesetz, SZW 2001, 88, 100 f.; Diem/Scherrer (Fn. 19), 119; kritisch Frank Gerhard, Takeover Board Opts-in Again Into the Opting-Out and Revives the Selective Opting-Out, § 4(b) und (c), CapLaw 2012 No. 53.

²³ Siehe Verfügung der EBK i.S. Esec Holding AG (Fn. 19), E. 4b (GV würde möglicherweise von [nicht beherrschenden] Grossaktionären dominiert, und es lasse sich nicht ermitteln, welche Aktionäre mit dem beherrschenden Aktionär verbündet sind).

²⁴ Markus Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 617 f.; ihm folgend Peter V. Kunz, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 12 N 188.

²⁵ Siehe soeben Abschnitt II.1.

²⁶ Siehe Ralph Straessle/Hans Caspar von der Crone, Die Doppelvertretung im Aktienrecht, SZW 2013, 338, 348 f.

²⁷ Siehe Bertschinger (Fn. 1), 327 Fn. 87; Caroline Möhrle, Delisting, Zürich/St. Gallen 2006, Rz. 515 (weist auf Möglichkeit hin); Peter V. Kunz, Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften, GesKR 2006, 117, 135 (de lege ferenda befürwortend).

²⁸ Siehe Roger Groner, Barabfindungsfusion (Cash-Out Merger), SJZ 2003, 393, 401 (ohne Details zur Berechnung); Peter R. Altenburger/Massimo Calderan/Werner Lederer, Schweizerisches Umstrukturierungsrecht, Zürich 2004, Rz. 162 (90% des Kapitals der Minderheitsaktionäre). Ablehnend Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009, § 3 N 201 Fn. 491.

²⁹ Die Ursache für die Auslegung von Art. 18 Abs. 5 FusG *praeter legem* dürfte der unklare Wortlaut der Bestimmung sein, der von «90 Prozent der stimmberechtigten ... Gesellschafter» spricht. Die Handelsregisterämter gehen entgegen der einhelligen Lehre davon aus, damit seien Köpfe und nicht Aktienstimmen gemeint. Siehe etwa ZK FusG-Gelzer, Art. 18 N 35; Böckli (Fn. 28), § 3 N 198; BSK FusG-Schleiffer, Art. 18 N 37, alle m.w.H.

³⁰ Übersicht etwa bei Dieter Dubs, Beschlussvoraussetzungen und deren Abgrenzung von anderen Bedingungen für die Rechtswirksamkeit von Aktionärsbeschlüssen, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 446, 456 f.

näre (Art. 654 Abs. 2 und 3 OR)³¹ und Partizipanten (Art. 656f Abs. 4 OR). Eine ähnliche Vorschrift für Genussscheininhaber (Art. 657 Abs. 4 OR) ist zwingend. Das Leitbild des Gesetzgebers war hier anscheinend, dass die Vorzugsaktionäre, Partizipanten bzw. Genussscheininhaber im Kleinen Saal tagen, bevor dann im Grossen Saal die GV stattfindet. Die Sonderversammlung wird denn auch als «Mini-Generalversammlung» bezeichnet³², auf welche sämtliche Bestimmungen zur GV (Art. 699 ff. OR) anwendbar sind³³. Für die Praxis wird jedoch empfohlen, die Sonderversammlung zeitgleich mit der GV abzuhalten.³⁴ Damit nähert sich ihr Abstimmungsmodus einem gewöhnlichen Minderheitsvotum an.

Daneben hielten in der Vergangenheit viele Gesellschaften, die die Einheitsaktie einführten, freiwillig eine Sonderversammlung der Stimmrechtsaktionäre ab.³⁵ Die Stimmrechtsaktionäre konnten jedoch keine bindenden Beschlüsse fassen, da Sonderversammlungen abgesehen von den im Gesetz vorgesehenen Fällen³⁶ aktienrechtlich unzulässig sind.³⁷

III. Verallgemeinerung: Eine Mehrheit-der-Minderheit-Regel für Publikumsgesellschaften

Wie dargelegt, werden Minderheitsvoten bisher nur in bestimmten Situationen eingesetzt bzw. befürwortet, in denen der Interessenkonflikt eines beherrschenden Aktionärs als besonders gross erscheint.³⁸ Dies ist inkonsequent, denn ein beherrschender Aktionär befindet sich gegenüber der Minderheit permanent in einem potenziellen Interessenkonflikt, da er die Vorteile der Beherrschung (*private benefits of control*) im Gegensatz zum ausgewiesenen Gewinn nicht mit den Minderheitsaktionären teilen muss.³⁹ Es ist schwierig, Sachbereiche oder Kategorien von GV-Entscheiden zu identifizieren, in denen es geradezu ausgeschlossen scheint, dass ein beherrschender Aktionär gegenüber der Minderheit einen Interessenkonflikt hat. Selbst bei der Wahl des Verwaltungsrates kann ein Konflikt auftreten, etwa wenn der beherrschende Aktionär es bevorzugt, den Verwaltungsrat mit Vertrauten statt mit den geeignetsten Personen zu besetzen. Deshalb wäre es zu begrüssen, wenn sämtliche GV-Entscheide in beherrschten Publikums-

³¹ Dazu eingehend *Martin Liebi*, Vorzugsaktien, Zürich 2008, Rz. 315 ff.

³² *Felix Horber*, Die Sonderversammlung im Aktienrecht, Zürich 1995, 17 Fn. 15; ihm folgend *Kunz* (Fn. 24), § 12 N 178.

³³ Herrschende Meinung, siehe etwa *Kunz* (Fn. 24), § 12 N 178 m.w.H.

³⁴ Vor der elektronischen Stimmabgabe wurden hierfür verschiedenfarbige Stimmzettel empfohlen. Siehe *Horber* (Fn. 32), 50–52.

³⁵ Siehe die Beispiele bei *Beat Brenner*, Zum CS-Holding-Entscheid in Sachen Einheitsaktien, NZZ, 10. Dezember 1994, 23.

³⁶ Neben den im Text erwähnten Beispielen ist eine Sonderversammlung auch für die Nomination eines Gruppenvertreters nach Art. 656e oder Art. 709 Abs. 1 OR nötig. Siehe BGE 66 II 43 E. 6c S. 51 f.; 107 II 179 E. 6.

³⁷ Siehe Verfügung der EBK i.S. Esec Holding AG (Fn. 19), E. 4d/bb; zust. *Diem/Scherrer* (Fn. 19), 119.

³⁸ Siehe vorne Abschnitt II.

³⁹ Siehe statt aller *Enriques/Hansmann/Kraakman* in *Kraakman et al.* (Fn. 10), 89 f. Der Begriff der *private benefits of control* stammt soweit ersichtlich von *Sanford J. Grossman/Oliver D. Hart*, One-Share-One-Vote and the Market for Corporate Control, 20 Journal of Financial Economics 175 (1988).

gesellschaften die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre erfordern würden, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen⁴⁰. *Von der Crones* Vorschlag, bestimmte GV-Entscheide einem Minderheitsvotum zu unterwerfen,⁴¹ verdient es, verallgemeinert zu werden. Auch ausländische Autoren fordern einen vermehrten Einsatz von Minderheitsvoten oder betrachten diese zumindest mit Wohlwollen.⁴²

Die MdM-Regel ist eine prozedurale Massnahme, die den fehlenden Interessengleichlauf des beherrschenden Aktionärs und der Minderheitsaktionäre kompensieren soll.⁴³ Die Minderheitsaktionäre erhalten damit ein kollektives Veto gegen GV-Entscheide. Da der beherrschende Aktionär mit seiner Stimmenmehrheit ebenfalls jeden Beschluss blockieren kann, haben mit der MdM-Regel beide Seiten – der beherrschende Aktionär und die Minderheitsaktionäre – ein gegenseitiges Veto. Dadurch entsteht ein gewisses Machtgleichgewicht. Wegen des gegenseitigen Vetos sind an der GV nur noch «Win-Win»-Entscheide möglich, die sowohl die Wohlfahrt des beherrschenden Aktionärs als auch jene der Minderheitsaktionäre steigern. Zu einer Umverteilung von Ressourcen von den Minderheitsaktionären auf den beherrschenden Aktionär wird es nicht kommen.

Da die MdM-Regel den Minderheitsaktionären ermöglicht, ihre Interessen bis zu einem gewissen Grad selbst zu wahren, reduziert sich der Bedarf an anderen Minderheitenschutzmechanismen.⁴⁴ Beispielsweise kann ein Minderheitsvotum über ein nachträgliches Opting Out von der Angebotspflicht eine eingehende Prüfung durch die Übernahmekommission ersetzen.⁴⁵

Wie wohl jedes Institut des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes schützt eine MdM-Regel die Minderheitsaktionäre nicht vollständig gegen GV-Entscheide, die ihre Wohlfahrt beeinträchtigen. Namentlich ist es denkbar, dass einige Minderheitsaktionäre den beherrschenden Aktionär unterstützen – etwa aus Rücksicht auf Geschäftsbeziehungen –, obschon dies nicht im Interesse der übrigen Minderheitsaktionäre liegt.⁴⁶ Die MdM-Regel darf jedoch nicht an einer utopischen Rechtsnorm gemessen werden, die es einem beherrschenden Aktionär komplett – und zu vernachlässigbaren Kosten – verunmöglicht, einen Interessenkonflikt auszunützen. Dies zu tun, hiesse der sog. «Nirwa-

⁴⁰ Zum dispositiven Charakter der vorgeschlagenen Regel siehe sogleich Abschnitt IV.2.

⁴¹ Siehe vorne bei Fn. 17 f. Im Detail – namentlich in Bezug auf den dispositiven Charakter – unterscheidet sich der hier gemachte Vorschlag jedoch von bisherigen Ansätzen. Dazu sogleich Abschnitt IV.

⁴² Siehe *Lucian A. Bebchuk/Assaf Hamdani*, The Elusive Quest for Global Governance Standards, 157 *University of Pennsylvania Law Review* 1263, 1309 f. und 1312 (2009); vgl. auch die Nachweise vorne in Fn. 10. Wohlwollende Erwähnung findet die MdM-Regel auch in der Finance-Literatur. Siehe etwa *Simeon Djankov et al.*, The Law and Economics of Self-Dealing, 88 *Journal of Financial Economics* 430, 436 (2008).

⁴³ *Dubs/Gasser* (Fn. 22), 101; *Huber/von der Crone* (Fn. 19), 556.

⁴⁴ Ähnlich *Dubs/Gasser* (Fn. 22), a.a.O.; *Huber/von der Crone* (Fn. 19), a.a.O.

⁴⁵ Siehe vorne bei Fn. 19 f.

⁴⁶ Siehe etwa die Befürchtung der EBK in der Verfügung i.S. Esec Holding AG (Fn. 19), E. 4b; aus der Lehre etwa *Ruffner* (Fn. 24), 463 f.; *Lucian Arye Bebchuk*, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 *Virginia Law Review* 675, 704 (2007). Eine empirische Studie aus Israel fand Hinweise, dass gewisse institutionelle Investoren eher mit einem beherrschenden Aktionär stimmen als andere. Siehe *Assaf Hamdani/Yishay Yafeh*, Institutional Investors as Minority Shareholders, 17 *Review of Finance* 691, insbes. 709–713 (2013).

na-Täuschung» zu unterliegen.⁴⁷ Die MdM-Regel ist vielmehr als Ergänzung zu den bisherigen Instituten des Minderheitenschutzes zu verstehen.

IV. Ausgestaltung der MdM-Regel

1. Geltungsbereich: börsennotierte Gesellschaften

Eine MdM-Regel ist nur sinnvoll für Aktiengesellschaften, in denen ein beherrschender Aktionär (oder eine beherrschende Aktionärsgruppe) einer grösseren Zahl von Minderheitsaktionären gegenübersteht. Für private Gesellschaften mit einem kleinen Aktionärskreis eignet sich die Regel nicht, da es in diesen Fällen oft schwierig ist, die einzelnen Aktionäre der beherrschenden Gruppe oder der Minderheit zuzuordnen. Es kann auch vorkommen, dass die Aktionäre in wechselnden Koalitionen abstimmen. Ein weiterer Nachteil der MdM-Regel in privaten Gesellschaften besteht darin, dass sie faktisch ein Einstimmigkeitserfordernis bedeutet, wenn bloss ein Minderheitsaktionär – oder zwei Minderheitsaktionäre mit gleichem Stimmenanteil – vorhanden ist bzw. sind. In diesen Fällen könnte jeder Minderheitsaktionär die GV blockieren.

Indessen haben Gesellschaften mit beschränktem Aktionärskreis auch keinen Bedarf nach einer gesetzlichen MdM-Regel, denn die Aktionäre können ihr Stimmverhalten ex ante in einem Aktionärsbindungsvertrag koordinieren.

Streng genommen müsste eine MdM-Regel nicht an die Börsennotierung anknüpfen, sondern an den Umstand, dass eine Gesellschaft zahlreiche, nicht näher verbundene (Minderheits-)Aktionäre hat.⁴⁸ Wollte der Gesetzgeber dies tun, so müsste er analog zum britischen Recht Sondervorschriften aufstellen für Gesellschaften, die ihre Aktien öffentlich anbieten, egal ob sie börsennotiert sind oder nicht⁴⁹. Diese Unterscheidung ist dem Schweizer Aktienrecht bislang fremd und würde zahlreiche weitere Fragen aufwerfen, etwa inwieweit bei nicht kotierten Gesellschaften, die ihre Aktien öffentlich anbieten, Vinkulierungsbestimmungen zulässig sein sollen. Diese und andere Fragen verdienen es, eingehend geprüft zu werden. Solange der Gesetzgeber jedoch beim jetzigen System bleibt und bloss zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften unterscheidet, ist zu empfehlen, die MdM-Regel an den Tatbestand der Börsennotierung anzuknüpfen.

⁴⁷ Der Denkfehler, reale Institutionen mit einem utopischen Ideal zu vergleichen, wurde von *Demsetz* «nirvana fallacy» getauft. Siehe *Harold Demsetz*, Information and Efficiency: Another Viewpoint, 12 *Journal of Law & Economics* 1, 1 (1969); ihm folgend mit Bezug auf das Gesellschaftsrecht etwa *Frank H. Easterbrook/Daniel R. Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA, 1991, 106.

⁴⁸ Siehe *Hans-Ueli Vogt/Manuel Baschung*, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»? , *GesKR* 2013, 5, 42 f., die kritisieren, dass der Gesetzgeber aktienrechtliche Normen häufig unreflektiert an den Tatbestand der Börsennotierung knüpft.

⁴⁹ Vgl. sec. 4(2)(a) und 755(1)(a) *Companies Act* 2006 (c. 46) zur sog. *public limited company (plc)*.

2. *Dispositiver Charakter mit Begleitmassnahmen*

Die aus dem Ausland bekannten Normen, die Rechtsfolgen an ein Minderheitsvotum anknüpfen, sind allesamt zwingend.⁵⁰ Dies deckt sich mit der herrschenden Auffassung, dass der aktienrechtliche Minderheitenschutz generell mit zwingenden Normen gewährleistet werden müsse.⁵¹

Eine zwingende MdM-Regel hätte jedoch verschiedene Nachteile. Erstens verursacht auch eine MdM-Regel Kosten. So kann eine MdM-Regel die Gefahr eines sogenannten «holdout» erhöhen, da unter Umständen eine kleine Aktionärsminorität die GV blockieren kann.⁵² Auch ist hier der Aufwand für die GV etwas grösser, da jeweils festgestellt werden muss, wessen Stimmen dem beherrschenden Aktionär zuzurechnen sind.⁵³ Ist eine MdM-Regel dispositiv, so können die Gesellschaften diese Kosten vermeiden, indem sie die MdM-Regel statutarisch abbedingen, einschränken oder abändern.

Zweitens hat eine zwingende MdM-Regel den Nachteil, dass der Gesetzgeber einen Kompromiss zwischen den Bedürfnissen der verschiedenen Gesellschaften finden und die Regel so ausgestalten muss, dass sie für alle beherrschten Publikumsgesellschaften oder wenigstens für möglichst viele von ihnen annehmbar ist. Ist die MdM-Regel hingegen dispositiv, kann der Gesetzgeber die restriktivste Regel wählen, die für eine Publikumsgesellschaft vernünftigerweise optimal sein könnte.⁵⁴ Jene Gesellschaften, für welche die Regel zu streng ist, können dann statutarisch davon abweichen.

Dispositive Minderheitenschutznormen sind ohne Begleitmassnahmen wirkungslos. Die Minderheitsaktionäre können eine einmal genehmigte Abbedingung der Norm gegen den Willen eines beherrschenden Aktionärs nicht mehr rückgängig machen, weil dieser mit seiner Stimmenmehrheit jeden GV-Entscheid blockieren kann. Hiergegen gibt es aber ein Mittel. Der Gesetzgeber müsste bei Abstimmungen über Statutenklauseln, welche die gesetzliche MdM-Regel lockern oder aufheben, den beherrschenden Aktionär vom Stimmrecht ausschliessen. Dieses Stimmverbot, das mit Art. 695 OR (Stimmrechtsausschluss für Organe bei der Décharge) verwandt wäre, müsste zwingend sein. Es würde sicherstellen, dass der beherrschende Aktionär einen Antrag eines Minderheitsaktionärs, die MdM-Regel wieder einzuführen, nicht blockieren kann.

Zusätzlich könnte der Gesetzgeber die zeitliche Gültigkeit statutarischer Abweichungen von der dispositiven MdM-Regel begrenzen, indem er vorsieht, dass entsprechende Statutenbestimmungen z.B. nach fünf oder zehn Jahren unwirksam werden, wenn die

⁵⁰ Siehe vorne Abschnitt II. Auch die vordergründig nicht zwingende Regel Delawares, wonach ein positives Minderheitsvotum die Beweislast für eine rechtswidrige Ungleichbehandlung umkehrt (siehe vorne bei Fn. 6) ist bei näherer Betrachtung zwingend. Ein Gericht würde nämlich eine anderslautende Statutenklausel kaum als gültig erachten.

⁵¹ Siehe stellvertretend *Peter Böckli/Claire Huguenin/François Dessemontet*, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts, 30. September 2003, 52, abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/content/bj/de/home/themen/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision.html>.

Zu Recht kritisch *Kunz* (Fn. 24), § 6 N 5–7.

⁵² Dazu und zu möglichen Gegenmassnahmen sogleich Abschnitt IV.6.

⁵³ Dazu sogleich Abschnitt IV.5.

⁵⁴ Es handelt sich hier um einen sogenannten «reversible default». Dazu *Lucian Arye Bebchuk/Assaf Hamdani*, Optimal Defaults for Corporate Law Evolution, 69 *Northwestern Law Review* 489 (2002).

GV sie nicht erneuert (sog. *sunset provision*).⁵⁵ Damit wäre der beherrschende Aktionär gezwungen, Lockerungen der MdM-Regel periodisch den Minderheitsaktionären zur Genehmigung vorzulegen. Die Regelung müsste ebenfalls zwingend sein und stellt sicher, dass die Minderheitsaktionäre trotz ihrem Problem kollektiven Handelns (*collective action problem*)⁵⁶ Gelegenheit erhalten, über die Weitergeltung entsprechender Statutenbestimmungen zu entscheiden.⁵⁷

Eine dispositive MdM-Regel dürfte selbst dann einen präventiven Effekt auf den beherrschenden Aktionär haben, wenn die Gesellschaft sie abbedungen hat. Der beherrschende Aktionär muss nämlich damit rechnen, dass die Abbedingung aufgehoben bzw. nicht erneuert wird, wenn die Minderheitsaktionäre das Vertrauen in ihn verloren haben. Unter Umständen ist dieser präventive Effekt so stark, dass alle beherrschten Publikumsgesellschaften die MdM-Regel abbedingen und diese somit bloss latent anwendbar ist.

3. *Sachlicher Anwendungsbereich: alle GV-Beschlüsse*

Da die vorgeschlagene MdM-Regel dispositiv sein soll, kann der Gesetzgeber sie streng ausgestalten.⁵⁸ Namentlich ist zu empfehlen, den sachlichen Anwendungsbereich der MdM-Regel weit zu ziehen und sie (dispositiv) auf alle GV-Entscheide für anwendbar zu erklären. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass es kaum möglich ist, jene GV-Entscheide, in denen ein beherrschender Aktionär einen Interessenkonflikt haben könnte, von jenen abzugrenzen, in denen dies nicht der Fall ist.⁵⁹ Ausserdem lassen sich durch den umfassenden Geltungsbereich der MdM-Regel Abgrenzungsprobleme vermeiden.

Der Vorschlag, die MdM-Regel auf alle GV-Entscheide anzuwenden, ist bei weitem nicht so streng, als es den Anschein macht. Da die MdM-Regel wie gesagt dispositiv wäre, würde am Ende nicht der Gesetzgeber ihren sachlichen Anwendungsbereich festlegen, sondern jede einzelne Gesellschaft selbst.

4. *Definition der Beherrschung*

Beim Erlass einer MdM-Regel müsste der Gesetzgeber auch bestimmen, unter welchen Voraussetzungen eine Gesellschaft überhaupt als beherrscht gilt und die MdM-Regel somit zur Anwendung kommt.

Die Definition von «Beherrschung» ist eine schwierigere Aufgabe, als es auf den ersten Blick aussieht. Ökonomisch ist Beherrschung keine Ja-Nein-Entscheidung, sondern

⁵⁵ Dazu und zum Folgenden siehe *Lucian Arye Bebchuk*, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, 102 Harvard Law Review 1820, 1857 (1989), m.H. auf eine Empfehlung einer Expertengruppe zuhanden der Securities and Exchange Commission von 1983.

⁵⁶ Damit ist gemeint, dass es für den einzelnen Aktionär – besonders, wenn sein Stimmenanteil gering ist – oft rational ist, passiv zu bleiben, obwohl sich für das gesamte Aktionariat ein Aktivwerden lohnen würde. Dazu statt vieler die Übersicht bei *Ruffner* (Fn. 24), 174–177.

⁵⁷ Die Befristung wäre verwandt mit der Befristung des genehmigten Kapitals auf maximal zwei Jahre (Art. 651 Abs. 1 OR).

⁵⁸ Siehe soeben Abschnitt III bei Fn. 54.

⁵⁹ Siehe vorne Abschnitt III nach Fn. 39.

wird als Wahrscheinlichkeit ausgedrückt, dass die Stimmen eines Grossaktionärs das Ergebnis einer GV-Abstimmung beeinflussen.⁶⁰ Diese Wahrscheinlichkeit beträgt hundert Prozent, wenn ein Aktionär über die absolute Mehrheit der vertretenen Stimmen verfügt (Art. 703 OR). Unterhalb dieser Schwelle ist der Zusammenhang zwischen dem Stimmenanteil eines Aktionärs und der Wahrscheinlichkeit, dass seine Stimmen ausschlaggebend sind, nicht linear. Trotzdem gibt der Stimmenanteil des grössten Aktionärs empirisch die realen Machtverhältnisse ebenso gut wieder wie kompliziertere Kriterien.⁶¹

Folglich könnte der Gesetzgeber den Beherrschungstatbestand so ausgestalten, dass eine (faktische) Beherrschung vermutet wird, wenn ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe z.B. über mehr als 25 Prozent der im Handelsregister eingetragenen und nicht von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktienstimmen verfügt. Damit würde die Beherrschungsvermutung für 55 bis 60 Prozent der Schweizer Publikumsgesellschaften greifen.⁶²

Die vorgeschlagene Regel ist in Anlehnung an das israelische Recht⁶³ als widerlegbare Vermutung ausgestaltet. Ein starrer prozentualer Schwellenwert würde nämlich den Umständen des Einzelfalls oft nicht gerecht. Beispielsweise können die Stimmen eines Aktionärs, der den Schwellenwert überschreitet, grösstenteils nicht ausübbar sein. Umgekehrt ist es möglich, dass ein Aktionär, der den Schwellenwert unterschreitet, eine Gesellschaft trotzdem beherrscht, etwa wenn der Anteil an Dispoaktien hoch ist.⁶⁴ Die Vermutung der Beherrschung bzw. Nichtbeherrschung könnte dann im Einzelfall umgestossen werden. Beispielsweise müsste ein Aktionär, der den Schwellenwert überschreitet und die Anwendung der MdM-Regel verhindern möchte, die Beherrschungsvermutung etwa im Rahmen einer Feststellungsklage⁶⁵ widerlegen.

Die Beherrschungsschwelle sollte nicht zu hoch angesetzt werden. Für Publikumsaktionäre ist es schon wegen des Prozesskostenrisikos faktisch unmöglich, die Vermutung der Nichtbeherrschung umzustossen, wenn ein Grossaktionär den gesetzlichen Schwellenwert nicht überschreitet. Angenommen, der Schwellenwert betrage analog zu Art. 32 Abs. 1 BEHG 33⅓ Prozent und der Hauptaktionär verfüge über 32 Prozent der Stimmen, so müsste ein Minderheitsaktionär im Rahmen einer negativen Stimmrechtsklage

⁶⁰ Dazu und zum Folgenden siehe die Hinweise auf die ökonomische und politikwissenschaftliche Literatur bei Häusermann (Fn. 4), 224.

⁶¹ Stefan Prigge, The Performance of Shareholder Influence Measures, Working Paper, Sept. 2007, abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=966086>. Der Autor untersuchte, wie gut verschiedene Masse des Aktionärsinflusses die Vertretung von Grossaktionären im Aufsichtsrat deutscher Publikumsgesellschaften erklären.

⁶² Siehe die statistischen Angaben vorne in Fn. 4.

⁶³ Dort wird eine Beherrschung vermutet, wenn ein Aktionär über mindestens die Hälfte der Stimmrechte verfügt. Siehe die Legaldefinition in sec. 1 Companies Law (Fn. 13) i. V. m. sec. 1 Securities Law (Fn. 12). Für Geschäfte, an denen der beherrschende Aktionär ein direktes Interesse hat, beträgt der Schwellenwert für eine Vermutung der Beherrschung 25 Prozent. Sec. 268 Companies Law.

⁶⁴ Beispiel: Bei 40% Dispoaktien verfügt ein Aktionär mit 30% der ausgegebenen Aktien über die Hälfte der ausübaren Stimmen ($30/(100 - 40) = 50\%$). Eine empirische Schätzung des Ausmasses, in dem schweizerische Publikumsgesellschaften wegen des Dispobestands beherrscht werden, liefert Häusermann (Fn. 4), insbes. 224–228.

⁶⁵ Vgl. statt vieler Böckli (Fn. 28), § 12 N 500 m.w.H.

(Art. 691 Abs. 3 OR)⁶⁶ oder einer Anfechtungsklage (Art. 706 OR)⁶⁷ dartun, warum dieser die Gesellschaft faktisch dennoch beherrscht. Dies ist unrealistisch.

5. Dem Hauptaktionär zurechenbarer Personenkreis

Neben dem Schwellenwert für die Beherrschung muss der Gesetzgeber festlegen, wessen Stimmen dem Hauptaktionär zuzurechnen sind. Auszugehen ist dabei – schon um der Konsistenz der Rechtsordnung willen – von den Zurechnungen, die die BEHV-FINMA bei der Konkretisierung der Meldepflicht von Beteiligungen (Art. 20 BEHG) vornimmt. Dementsprechend würden die Stimmen beherrschter oder verbundener Gesellschaften (z.B. von Konzerngesellschaften)⁶⁸, von Personen, die Aktien auf Rechnung des Hauptaktionärs halten,⁶⁹ und von Personen, mit denen der Aktionär seine Verhaltensweise sonstwie abstimmt,⁷⁰ bei der Ermittlung des Minderheitsvotums nicht mitgezählt. Zwei Personengruppen, die in der Regel zu den Alliierten des Hauptaktionärs zählen, fallen nicht unbedingt in die genannten Kategorien, nämlich natürliche Personen, die mit dem beherrschenden Aktionär in einem sozialen Nahverhältnis stehen, und Organe der Emittentin und verbundener Gesellschaften.⁷¹ Die Stimmen dieser Personen sollten zumindest vermutungsweise ebenfalls dem beherrschenden Aktionär zugerechnet werden.

6. Erforderliches Stimmenmehr

Das israelische Recht kennt gleich drei verschiedene Ja-Stimmen-Anteile, die ein Minderheitsvotum erreichen muss: fünfzig Prozent, zwei Drittel sowie – als «Minderheit-der-Minderheit»-Regel – ein Drittel der von Minderheitsaktionären ausgeübten Stimmen.⁷² Differenzierte Mehrheitserfordernisse sind für eine schweizerische MdM-Regel nicht zu empfehlen, da sie genau jene Abgrenzungsprobleme schaffen, die die allgemeine MdM-Regel vermeiden soll.⁷³ Deshalb wird hier vorgeschlagen, für die MdM-Regel ein einfaches Mehr der vertretenen Minderheitsaktionäre genügen zu lassen.

Das erforderliche Mehr ist nur einer von mehreren Punkten, die bei der Ausgestaltung des Minderheitsvotums festzulegen sind. Darüber hinaus stellen sich die allgemeinen Fragen, die bei der Gestaltung von Beschlussvoraussetzungen zu beantworten sind, etwa wie leere, nicht abgegebene und nicht an der GV vertretene Stimmen zu behan-

⁶⁶ Mit negativer Stimmrechtsklage kann entgegen dem zu engen Wortlaut von Art. 691 OR jedes unberechtigte «Mit zählen» von Stimmen angefochten werden. Böckli (Fn. 28), § 12 N 499 und 501.

⁶⁷ Die Anfechtungsklage nach Art. 706 OR steht auch offen, wenn der GV-Vorsitzende einen Beschluss als gültig zustande gekommen verkündet, obschon er nicht mit dem erforderlichen Mehr (vorliegend: der Mehrheit der Minderheitsaktionäre) gefasst wurde. Siehe Urteil des Bundesgerichts 4C.107/2005 vom 29. Juni 2005, E. 2.2; Böckli (Fn. 28), § 12 N 489 m.w.H.

⁶⁸ Art. 9 Abs. 3 lit. b und c sowie Art. 10 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA.

⁶⁹ Art. 9 Abs. 3 lit. a BEHV-FINMA.

⁷⁰ Art. 10 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA.

⁷¹ Diese Personen gelten nach britischem Kotierungsrecht als nahestehend und unterstehen den Regeln zu den Geschäften mit nahestehenden Personen (*related party transactions*). Siehe LR (Fn. 8) 11.1.4.

⁷² Dazu vorne bei Fn. 12–15.

⁷³ Siehe vorne Abschnitt IV.3.

deln sind und ob ein Präsenzquorum von Vorteil wäre. Der Gesetzgeber könnte sich diesbezüglich an den bestehenden Art. 703 OR anlehnen oder den Reformvorschlag aus der «grossen» Aktienrechtsrevision übernehmen, wonach Enthaltungen und nicht abgegebene Stimmen nicht mehr faktisch als Neinstimmen zählen.⁷⁴ Ein Präsenzquorum für die Minderheitsaktionäre scheint unnötig.⁷⁵

7. *Das Holdout-Problem*

Bei der Ausgestaltung der MdM-Regel ist die Gefahr eines sogenannten *holdout* (oder *holdup*) zu berücksichtigen. Eine MdM-Regel räumt einer unter Umständen kleinen Aktionärsminorität eine Sperrminorität ein, mit der sie GV-Beschlüsse blockieren könnte, die an sich im Interesse der Gesellschaft – und auch der übrigen Minderheitsaktionäre – liegen.⁷⁶ Dass diese Gefahr real ist, zeigt die Rechtsprechung Delawares, wo einige solche Fälle dokumentiert sind.⁷⁷ Demgegenüber ist in der Schweiz die Gefahr eines Holdout wegen des Grundsatzes der Gleichbehandlung der Aktionäre (Art. 717 Abs. 2 OR) und des Verbots des Stimmenkaufs⁷⁸ reduziert. Beide Rechtsinstitute erschweren es einem Minderheitsaktionär, geldwerte Vorteile aus einem Holdout zu ziehen.

Das Holdout-Problem ist umgekehrt proportional zur Sperrminorität.⁷⁹ Dazu folgendes Zahlenbeispiel: Angenommen, ein GV-Beschluss würde den Wert der Unternehmung von 1 000 auf 1 100 steigern. Ein Minderheitsaktionär, der über eine Sperrminorität verfügt, kann – soweit rechtlich zulässig – für seine Kooperation eine Prämie von bis zu 100 verlangen. Hält der Minderheitsaktionär 10 Prozent des Kapitals, kann er mit dem Holdout eine «Rendite» auf seine Investition von maximal 100% erzielen, und zwar eine Prämie von 100 bei einer Investition von 100. Hält er bloss 5 Prozent, beträgt die maximale «Rendite» 200%, d.h. eine Prämie von 100 bei einer Investition von 50. Deswegen begegnen das Börsengesetz und das Fusionsgesetz dem Holdout-Problem dadurch, dass sie es einem Anbieter bzw. den Aktionären der übertragenden Gesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen ermöglichen, mit einer 98- bzw. 90-prozentigen Mehrheit die Minderheitsaktionäre gegen Bezahlung einer Barabfindung auszuschliessen (*squeeze-out* oder *freeze-out*).⁸⁰

⁷⁴ Siehe Art. 703 Abs. 2 E-OR, BBl 2008 1781.

⁷⁵ Vgl. auch Böckli (Fn. 28), § 12 N 352, der vor den Gefahren von Präsenzquoren warnt.

⁷⁶ Siehe statt vieler Goshen (Fn. 6), 402.

⁷⁷ Siehe z.B. *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982) (Holdout machte faktischen Stimmenkauf notwendig, der von einer Mehrheit der übrigen Aktionäre genehmigt wurde); *Warner Communications, Inc. v. Chris Craft Industries, Inc.*, 583 A.2d 962 (Del. Ch. 1989) (Minderheitsaktionär behauptete, sein Aktienpaket bilde eine eigene Kategorie von Vorzugsaktien).

⁷⁸ Dazu statt aller Böckli (Fn. 28), § 12 N 502.

⁷⁹ Der Satz ist Allgemeingut. Eine algebraische Darstellung findet sich im Anhang 1.

⁸⁰ Art. 33 BEHG und Art. 18 Abs. 5 FusG; Botsch. BEHG, BBl 1993 I 1369, 1419; vgl. auch den Hinweis auf Einwände gegen ein Einstimmigkeitserfordernis in Botsch. FusG, BBl 2000 4337, 4419; aus der Lehre statt vieler Georg G. Gotschev/Christian Staub, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz, GesKR 2006, 265, 276–283. Zur abweichenden Auffassung der Handelsregisterämter (Berechnung nach Köpfen, nicht nach Aktien) und zum Meinungsstand zur Berechnung des erforderlichen Mehrs siehe vorne bei Fn. 28.

Bei der MdM-Regel ist die Sperrminderheit umso kleiner und folglich das Holdout-Problem umso grösser, je mehr Stimmen der beherrschende Aktionär hält und je höher das erforderliche Mehr für das Minderheitsvotum ist.⁸¹ Hält der beherrschende Aktionär 40 Prozent der Stimmen und genügt ein einfaches Mehr der Minderheitsaktionäre, so beträgt die Sperrminorität 30 Prozent.⁸² Hält der beherrschende Aktionär 80 Prozent und verlangt die MdM-Regel ein Zweidrittelmehr, beträgt die Sperrminderheit dagegen nur 6,7 Prozent.⁸³ Eine qualifizierte Mehrheit für das Minderheitsvotum würde also das Holdout-Problem verschärfen. Dies ist ein weiterer Grund, für das Minderheitsvotum keine qualifizierte Mehrheit zu verlangen.⁸⁴

Darüber hinaus könnte der Gesetzgeber das Holdout-Problem weiter entschärfen, indem eine Art «Durchbruchsregel»⁸⁵ vorsieht. Diese könnte etwa lauten, dass ein GV-Entscheid jedenfalls dann zustande kommt, wenn er 90 Prozent des ausstehenden Aktienkapitals auf sich vereinigt. Die Regel lehnt sich an die 90-Prozent-Schwelle des fusionsrechtlichen *freeze-out* an.⁸⁶ stellt jedoch auf das Kapital und nicht auf die Stimmrechte ab.⁸⁷ Der Grund dafür ist, dass der Anreiz eines Grossaktionärs, *private benefits of control* zu erzielen, nicht von seinem Stimmenanteil abhängt, sondern vom Kapitalanteil, und umso tiefer ist, je höher der Kapitalanteil ist.⁸⁸ Hält ein Aktionär etwa 90 Prozent des Kapitals, bezahlt er seine *private benefits of control* zu 90 Prozent selbst und hat deshalb einen vergleichsweise geringen Anreiz, die Minderheitsaktionäre zu benachteiligen. Stellte die 90-Prozent-«Durchbruchsregel» auf den Stimmenanteil ab, könnte ein Aktionär, der über Stimmrechtsaktien verfügt, die MdM-Regel schon mit 47 Prozent des Kapitals übersteuern.⁸⁹ Bei diesem sind die *private benefits of control* indes erheblich.

V. Vorteile gegenüber herkömmlichen Schutzmechanismen

1. Qualifizierte Mehrheitsvorschriften (Art. 704 OR)

Viele Autoren schreiben qualifizierten Mehrheitsvorschriften wie Art. 704 OR eine Minderheitenschutzfunktion zu.⁹⁰ Dies kann von vornherein nur richtig sein, soweit ein

⁸¹ Eine algebraische Darstellung findet sich im Anhang 1.

⁸² $(100 - 40)/2 = 30[\%]$.

⁸³ $(100 - 80)/3 = 6,7[\%]$.

⁸⁴ Dazu soeben Abschnitt IV.6.

⁸⁵ Der Begriff bezeichnet normalerweise Art. 11 der Übernahmerrichtlinie (RL 2004/25/EG vom 21. April 2004), demgemäss gewisse Übernahmehindernisse während der Angebotsdauer ausser Kraft zu setzen sind.

⁸⁶ Siehe Art. 18 Abs. 5 FusG; die Berechnung der 90% ist umstritten. Siehe die Hinweise bei ZK FusG-Gelzer, Art. 18 N 36 f.; Böckli (Fn. 28), § 3 N 198 und 329; BSK FusG-Schleiffer, Art. 18 N 37.

⁸⁷ Vgl. auch Art. 693 Abs. 3 OR.

⁸⁸ Zu den *private benefits of control* siehe vorne Abschnitt III bei Fn. 39.

⁸⁹ Beispiel: Hat eine Gesellschaft 900 Aktien zu 100 Fr. und 100 Aktien zu 1000 Fr., verfügt der Inhaber der Stimmrechtsaktien über 90% der Stimmen. Sein Kapitalanteil beläuft sich auf 47,4% (Fr. 90000/Fr. 190000).

⁹⁰ Siehe etwa Enriques/Hansmann/Kraakman in Kraakman et al. (Fn. 10), 93; Paul L. Davies/Sarah Worthington, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 9th ed., London 2012, § 19-3. Aus der Schweiz etwa Böckli (Fn. 28), § 12 N 349; Roland Müller/Lorenz Lipp/Adrian Plüss, Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, AJP 2011, 587, 593.

beherrschender Aktionär das qualifizierte Mehr nicht selbst erreicht.⁹¹ Darüber hinaus haben qualifizierte Mehrheitsvorschriften Nachteile. Erstens können sie das Holdout-Problem verstärken, da sie die Sperrminorität verkleinern.⁹² Es ist ungewiss, ob sich überhaupt ein qualifiziertes Mehr finden lässt, das einerseits die Minderheitsaktionäre genügend schützt und bei dem sich andererseits das Holdout-Problem in Grenzen hält.⁹³ Zweitens kann ein qualifiziertes Mehr sogar gegen die Minderheitsaktionäre wirken, wenn es für GV-Beschlüsse gilt, die typischerweise den Interessen der Minderheitsaktionäre dienen.⁹⁴ Drittens sind qualifizierte Mehrheitsvorschriften ein unpräzises Instrument des Minderheitenschutzes, da sich auch echte Publikumsgesellschaften daran halten müssen, bei denen kein beherrschender Aktionär vorhanden ist.

Aus diesen Gründen ist eine MdM-Regel ein wirksameres und mit weniger Nachteilen verbundenes Minderheitenschutzinstrument als qualifizierte Mehrheitsvorschriften.

2. *Ausschluss von Stimmkraftprivilegien (Art. 693 Abs. 3 OR)*

Auch eine Ausserkraftsetzung des Stimmkraftprivilegs von Stimmrechtsaktien, wie sie Art. 693 Abs. 3 OR für gewisse Geschäfte⁹⁵ vorsieht, ist ein wenig wirksames Instrument des Minderheitenschutzes. Es ist zwar banal, muss aber trotzdem festgehalten werden, dass dadurch die Minderheitsaktionäre von Gesellschaften, die über Einheitsaktien verfügen, überhaupt nicht geschützt werden. Selbst wenn eine Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt, ist Art. 693 Abs. 3 OR mitunter wenig effektiv, vor allem wenn der «Stimmkrafthebel» vergleichsweise gering ist. Angenommen, eine AG habe 10 Millionen Stimmrechtsaktien zu 10 Franken (alle in der Hand desselben Aktionärs) und 6 Millionen Stammaktien zu 20 Franken, so reduziert Art. 693 Abs. 3 OR die Stimmkraft des beherrschenden Aktionärs von 63 auf 45 Prozent.⁹⁶ Dies reicht bei einer Publikumsgesellschaft immer noch für eine Beherrschung aus.

Im Gegensatz dazu kann die vorgeschlagene MdM-Regel mittels Stimmrechtsaktien nicht unterlaufen werden, da sie bei der Ermittlung des Beherrschungstatbestands auf die Anzahl Stimmen abstellt.⁹⁷ Eine Ausserkraftsetzung des Stimmkraftprivilegs von Stimmrechtsaktien wird damit überflüssig.⁹⁸ Sollte der Gesetzgeber für die Geschäfte nach Art. 693 Abs. 3 OR eine MdM-Regel einführen, kann er die Bestimmung streichen.

⁹¹ Vgl. Ruffner (Fn. 24), 568 (qualifiziertes Mehr biete keinen absoluten Schutz gegen Insider).

⁹² Siehe vorne Abschnitt IV.7.

⁹³ So mit Recht Bebachuk (Fn. 55), 1856 f.; Jeffrey N. Gordon, The Mandatory Structure of Corporate Law, 89 Columbia Law Review 1549, 1582 (1989).

⁹⁴ Kunz (Fn. 24), § 12 N 85 f., mit dem Beispiel der Abberufung von Verwaltungsräten.

⁹⁵ Es handelt sich um die Wahl der Revisionsstelle, die Ernennung von Sachverständigen, die Einleitung einer Sonderprüfung und die Anhebung einer Verantwortlichkeitsklage.

⁹⁶ $10 \text{ Mio.} / 16 \text{ Mio.} = 62,5\%$ bzw. $(10 \text{ Mio.} \times \text{Fr. } 10) / (10 \text{ Mio.} \times \text{Fr. } 10 + 6 \text{ Mio.} \times \text{Fr. } 20) = 45,5\%$.

⁹⁷ Siehe vorne Abschnitt IV.4.

⁹⁸ Jedoch sollte die 90-Prozent-«Durchbruchsregel» auf den Kapital- und nicht auf den Stimmenanteil abstellen. Siehe vorne Abschnitt IV.7 am Ende.

3. *Stimmrechtsausschluss für beherrschenden Aktionär*

Nach Art. 695 OR sind Organpersonen bei Entlastungsbeschlüssen vom Stimmrecht ausgeschlossen. *Kunz* vertritt sogar die Auffassung, das geltende Aktienrecht verbiete es Aktionären, die am Ausgang einer GV-Abstimmung ein persönliches Interesse haben, an der entsprechenden Abstimmung teilzunehmen.⁹⁹ Diese Art von Stimmrechtsausschlüssen ist im Ausland verbreitet.¹⁰⁰

Ein Stimmrechtsausschluss für beherrschende Aktionäre kann von vornherein nur für bestimmte GV-Abstimmungen in Frage kommen. Ansonsten würden die Aktien eines Grossaktionärs bei Überschreiten der Beherrschungsschwelle faktisch in eine Art ausserstatutarische Partizipationsscheine mutieren. Zudem kann selbst bei einem punktuellen Stimmverbot die Minderheit dem beherrschenden Aktionär ihren Willen aufzwingen. Es entstünde eine «Diktatur der Minderheit».

Umgekehrt kommt ein Stimmrechtsausschluss bei Abstimmungen über Anträge, an denen der beherrschende Aktionär ein besonderes Interesse hat, aufs Gleiche heraus wie die MdM-Regel, da von vornherein feststeht, dass der beherrschende Aktionär dem Antrag zustimmen wird.

Aus diesen Gründen ist die MdM-Regel einem wie auch immer ausgestalteten Stimmrechtsausschluss für beherrschende Aktionäre überlegen. Nur in einem einzigen Fall ist auch unter einer MdM-Regel ein Stimmrechtsausschluss für den beherrschenden Aktionär sachlogisch notwendig, und zwar bei Abstimmungen über die Wiederherstellung einer MdM-Regel, die zuvor statutarisch abbedungen oder eingeschränkt worden war.¹⁰¹

VI. Zusammenfassung und Schluss

Die Generalversammlung wird für die Entscheidungsfindung in der Publikumsgesellschaft immer wichtiger. Eine allgemeine Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel) ist ein Weg, um der GV auch in Publikumsgesellschaften, die von einem Grossaktionär beherrscht werden, als eigenständiges Entscheidungsorgan Bedeutung zu verleihen.

Konkret könnte der Gesetzgeber für GV-Entscheide beherrschter Publikumsgesellschaften die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre verlangen, sofern die Statuten nichts anderes vorsehen (Abschnitte III und IV.1). Die MdM-Regel sollte für alle GV-Entscheide gelten und gleichzeitig dispositiv sein, was den Vorschlag von seinen ausländischen Vorbildern und von früheren Vorschlägen aus der Schweiz unterscheidet (Abschnitte II und IV.2–IV.3). Damit die Minderheitsaktionäre einen statutarischen Verzicht auf die MdM-Regel oder eine Einschränkung derselben auch wieder

⁹⁹ Siehe *Kunz* (Fn. 24), § 12 N 122–125, der dies aus seiner Auffassung ableitet, die Aktionäre könnten ausnahmsweise einer Treuepflicht unterstehen. De lege lata ablehnend z.B. *Böckli* (Fn. 28), § 12 N 454–461 m.w.H.; *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 24 N 76; *Hans Caspar von der Crone*, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 1994, 1, 4 f. Zum Stimmrechtsausschluss ausführlich *Patrick Schleiffer*, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht, Bern 1993.

¹⁰⁰ Siehe vorne Abschnitt II. Ablehnend jedoch *Gordon* (Fn. 93), 1584; ebenso *Ruffner* (Fn. 24), 307.

¹⁰¹ Siehe vorne Abschnitt IV.2.

rückgängig machen können, braucht es einen zwingenden Stimmrechtsausschluss für den beherrschenden Aktionär, wenn über eine Aufhebung oder Lockerung der gesetzlichen MdM-Regel abgestimmt wird (Abschnitt IV.2). Zusätzlich könnte der Gesetzgeber die Gültigkeit entsprechender Statutenklauseln zeitlich begrenzen.

Eine Beherrschung, welche die Anwendbarkeit der MdM-Regel auslöst, könnte widerlegbar vermutet werden, wenn ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe mehr als z.B. 25 Prozent der Stimmen hält, wobei die Stimmen nahestehender Personen und des Managements dem beherrschenden Aktionär zuzurechnen wären (Abschnitte IV.4–IV.5). Ein GV-Entscheid käme dann zustande, wenn neben dem erforderlichen Mehr aller vertretenen Stimmen auch eine einfache Mehrheit der Minderheitsaktionäre ihm zustimmt (Abschnitt IV.6). Dem Problem, dass eine kleine Aktionärsminorität alle GV-Beschlüsse blockiert (*holdout*), könnte der Gesetzgeber dadurch begegnen, dass die GV unabhängig vom Minderheitsvotum ihre Beschlüsse mit Zustimmung von 90 Prozent des ausstehenden Aktienkapitals fassen kann (Abschnitt IV.7).

Eine MdM-Regel ist den orthodoxen Instrumenten, um der Minderheit an der GV mehr Gewicht zu verleihen, deutlich überlegen. Ein qualifiziertes Mehr nach Art. 704 OR kann das Holdout-Problem verschärfen und ist von vornherein nur soweit effektiv, als ein beherrschender Aktionär das qualifizierte Mehr nicht aus eigener Kraft erreicht. Überdies hat das qualifizierte Mehr den Nachteil, dass sich auch echte Publikumsgesellschaften daran halten müssen, bei denen kein beherrschender Aktionär vorhanden ist (Abschnitt V.1). Gegenüber einem Ausschluss des Stimmkraftprivilegs von Stimmrechtsaktien (Art. 693 Abs. 3 OR) hat die MdM-Regel den Vorteil, dass sie auch die Minderheitsaktionäre jener Gesellschaften schützt, die über Einheitsaktien verfügen oder bei denen der beherrschende Aktionär auch über die Kapitalmehrheit verfügt (Abschnitt V.2). Schliesslich ist die MdM-Regel auch einem (punktuellen) Stimmrechtsausschluss für beherrschende Aktionäre überlegen, wie er aus dem Ausland bekannt ist (Abschnitt V.3).

Die MdM-Regel wird, wie jede andere Minderheitenschutznorm auch, nicht jegliche Schädigung der Minderheitsaktionäre verhindern können. Sie ist jedoch eine vergleichsweise direkte Methode, um den Interessenkonflikt eines beherrschenden Aktionärs an der GV zu neutralisieren. Angesichts der zunehmenden Bedeutung der GV für die Entscheidungsfindung in der Publikumsgesellschaft erscheint dies als nötiger denn je.

Anhang: Algebraische Darstellung des Holdout-Problems¹⁰²

Annahmen: Die Aktionäre einer Gesellschaft mit Einheitsaktien und einer Marktkapitalisierung V sind berufen, an der GV einen Beschluss zu fassen, der den Unternehmenswert um den Betrag W steigern wird. Dabei kann ein Minderheitsaktionär mit einer Sperrminorität s (mit $0 < s < 1$) den GV-Beschluss blockieren. Der Minderheitsaktionär

¹⁰² Siehe die verbale Darstellung mit Rechenbeispielen vorne in Abschnitt IV.7.

versucht, eine möglichst hohe Rendite r auf seine Investition zu erzielen. Dank seiner Sperrminorität kann der Minderheitsaktionär für seine Kooperation – soweit rechtlich zulässig – eine Prämie von bis zu W verlangen.

Die maximale Rendite $r_{\max}$, die der Minderheitsaktionär erzielen kann, ist:

$$(1) \quad r_{\max} \leq \frac{W}{sV}$$

Die vom Minderheitsaktionär erzielte Rendite ist dabei umgekehrt proportional zur Sperrminorität:

$$(2) \quad r \sim \frac{1}{s}$$

Ist die Gesellschaft einer MdM-Regel unterworfen, so lässt sich die Sperrminorität s anhand des Stimmenanteils des beherrschenden Aktionärs b (mit $0 < b < 1$) und des Mehrheitserfordernisses für das Minderheitsvotum m (mit $0 < m < 1$) berechnen:

$$(3) \quad s = (1 - b)(1 - m)$$

Setzt man (3) in (2) ein, erhält man:

$$(4) \quad r \sim \frac{1}{(1 - b)(1 - m)}$$

Leitet man den Ausdruck auf der rechten Seite von (4) nach b ab, ergibt sich:

$$(5) \quad \frac{d}{db} \left(\frac{1}{(1 - b)^2 (1 - m)} \right)$$

Der Ausdruck ist positiv im relevanten Bereich $0 < b < 1$ und $0 < m < 1$. Somit ist das Holdout-Problem umso grösser, je höher der Stimmenanteil des beherrschenden Aktionärs ist.

Leitet man den Ausdruck auf der rechten Seite von (4) nach m ab, ergibt sich:

$$(6) \quad \frac{d}{dm} \left(\frac{1}{(1 - b)(1 - m)^2} \right)$$

Auch dieser Ausdruck ist positiv im relevanten Bereich $0 < m < 1$ und $0 < b < 1$. Somit ist das Holdout-Problem umso grösser, je höher das für das Minderheitsvotum erforderliche Mehr ist.