

## Nicht alle Aktionäre sind gleich

Stimmrechtsbeschränkungen und unterschiedliche Aktienkategorien begrenzen die Rechte der Anleger. FuW zeigt, wo das in der Schweiz der Fall ist.

JEFFREY HOCHEGGER



Aktionäre sind nicht gleich: Die Einheitsaktie ist der Idealfall, selbstverständlich ist sie nicht. (Bild: Iris C. Ritter/FuW)

Der Stimmrechtskrimi bei Panalpina ist in vollem Gang. An der ausserordentlichen Generalversammlung des Logistikers soll am 5. April darüber entschieden werden, ob das Prinzip One Share, One Vote – eine Aktie, eine Stimme – umgesetzt werden soll. Gestellt hat den Antrag die Ernst-Göhner-Stiftung, mit 46% grösster Aktionär von Panalpina. Die nächstgrösseren Investoren stellen sich gegen den Antrag.

Brisant ist das Thema deshalb, weil die Statuten von Panalpina eine Stimmrechtsbeschränkung von 5% vorsehen, ohne Ausnahme, für alle Aktionäre. Die Ernst-Göhner-Stiftung würde damit ihr Stimmrecht zementieren. Zwar hatte sie schon bislang die Mehrheit der Stimmen, da die Begrenzung des Stimmenanteils nur für Neuaktionäre gelte. Der aktivistische Investor Cevian ist nach Abklärungen mit Aktienrechtlern nun aber der Ansicht, dass die Stimmrechtsbeschränkung auch für die Stiftung gilt, da in den Statuten nichts anderes vermerkt ist.

### **Eingeschränkte Stimmrechte**

Gesellschaften mit dualer Aktienstruktur					
Unternehmen	Titelart	kotiert	Stimmenanteil der Titelart in %	Kapitalanteil der Titelart in %	öffentliches Kaufangebot
BFW Liegenschaften	Na. A	X	39,3	86,6	ab 33,3%
	Na. B		60,7	13,4	
Bossard	Na. A	X	49,6	83,1	ab 33,3%
	Na. B		50,4	16,9	
Conzetta	Na. A	X	60,1	88,3	
	Na. B		39,9	11,7	keine Pflicht (Opting-out)
Dätwyler	Na.		63,6	25,9	ab 33,3%
	Inh.	X	36,4	74,1	
Edmond de Rothschild (Suisse)	Na.		80	44,4	keine Pflicht (Opting-out)
	Inh.	X	20	55,6	
Gavazzi	Na.		80,4	45	ab 33,3%
	Inh.	X	19,6	55	
Gurit	Na.		36,4	10,3	ab 49% (Opting-up)
	Inh.	X	63,6	89,7	
Kudelski	Na.		48,1	8,5	ab 33,3%
	Inh.	X	51,9	91,5	
Lindt & Sprüngli	PS	X	0	44,1	ab 33,3%
	Na.	X	100	55,9	
Metall Zug	Na. A		88,4	43,3	keine Pflicht (Opting-out)
	Na. B	X	11,6	56,7	
Pargesa	Na.		50	9,1	keine Pflicht (Opting-out)
	Inh.	X	50	90,9	
Perrot Duval	Na.		38,3	11	keine Pflicht (Opting-out)
	Inh.	X	61,7	89	
Plazza	Na. A	X	60,1	88,3	keine Pflicht (Opting-out)
	Na. B		39,9	11,7	
Richemont	Na. A	X	50	90,9	ab 33,3%
	Na. B		50	9,1	
Roche	GS	X	0	81,5	ab 33,3%
	Inh.	X	100	18,5	
Schindler	PS	X	0	37,8	keine Pflicht (Opting-out)
	Na.	X	100	62,6	
Swiss Finance & Property	Na.	X	46,7	81,4	ab 33,3%
	Na.		53,3	18,6	
Swatch Group	Na.	X	80,1	44,6	ab 49% (Opting-up)
	Inh.	X	19,9	55,4	
Vaudoise Assurances	Na. A		90,9	66,7	ab 33,3%
	Na. B	X	9,1	33,3	
Vetropack	Na.		80	44,4	ab 33,3%
	Inh.	X	20	55,6	
VP Bank	Na. A	X	50	90,9	keine Pflicht (Domizil im Ausland)
	Na. B		50	9,1	keine Pflicht (Opting-out)
Wisekey	Na. A	X	58,1	21,7	keine Pflicht (Opting-out)
	Na. B		41,9	78,3	
Zehnder Group	Na. A	X	49,6	83,1	keine Pflicht (Opting-out)
	Na. B		50,4	16,9	
Zug Estates	Na. A	X	51,9	9,7	keine Pflicht (Opting-out)
	Na. B		48,1	90,3	

Angesichts dieser Diskussion hat «Finanz und Wirtschaft» den Schweizer Aktienmarkt genauer betrachtet und zeigt, dass die unterschiedliche Gewichtung von Stimmen- und Kapitalanteil keine Seltenheit ist. Partizipations- und Genussscheine, Stimmrechtsaktien oder die Möglichkeiten eines Opting-out sind weitere Möglichkeiten, ein Unternehmen ohne finanzielle Mehrheit zu kontrollieren (vgl. Box). Kantonalbanken sind aufgrund der hohen Kantonsbeteiligung nicht in der Tabelle aufgeführt.

Speziell ist das Verhältnis bei Partizipations- und Genussscheinen. Beide Wertpapierarten besitzen kein Stimmrecht. Prominente Beispiele sind der Schokoladehersteller Lindt & Sprüngli, der Aufzugbauer Schindler und der Pharmakonzern Roche. Einen massiven Einfluss auf die Performance der Aktien hatte es allerdings nicht, obwohl bei diesen Firmen 37,8 bis 81,5% der Kapitalgeber keinerlei Mitspracherecht besitzen.

Eine andere Möglichkeit sind Stimmrechtsaktien, die bei vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz ein höheres Stimmrecht besitzen. Das ist etwa beim Luxusgüterhersteller Richemont und bei der liechtensteinischen VP Bank der Fall. Da wie dort halten 9,1% des Kapitals 50% der Stimmrechte. Das Problem ist augenfällig: Die bestimmenden Aktionäre tragen somit ein verhältnismässig geringeres finanzielles Risiko.

### Sich nicht reinreden lassen

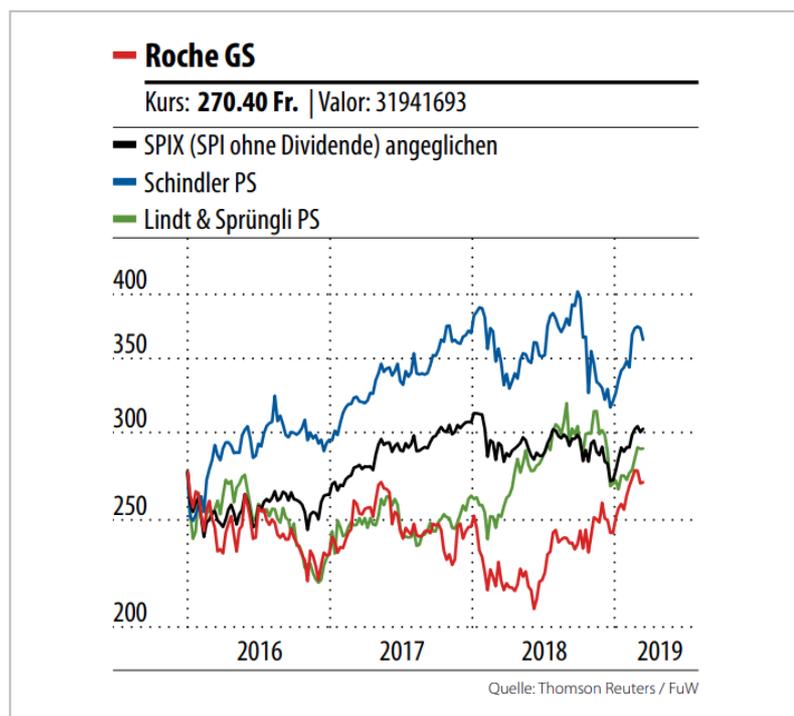
Für Christophe Volonté, Leiter Corporate Governance bei Inrate, sind die Motive, die Mitspracherechte der Aktionäre zu begrenzen, offensichtlich: «Unternehmen, die über Aktienkategorien mit unterschiedlichem Stimmrecht verfügen, wollen sich von einem Teil ihrer Aktionäre nicht reinreden lassen.»

Demgegenüber ist die Einheitsaktie das wohl aussagekräftigste Zeichen von Aktionärsdemokratie: Je Aktie eine Stimme – One Share, One Vote. Eine solche Struktur bedeutet nichts anderes, als dass das Mitbestimmungsrecht ausschliesslich vom Kapitaleinsatz abhängt. Vincent Kaufmann, Direktor bei Ethos, sagt: «Unter dem Aspekt der Corporate Governance ist eine Stimme pro Aktie die beste Lösung.» Dennoch will er nicht verallgemeinern: «Jedes Unternehmen ist einzeln zu betrachten.»

Bei vielen Gesellschaften sind die Gründerfamilien stimmenmässig im Vorteil. Das mag beim Gründer zwar teilweise sinnvoll sein, lässt aber mit der Zeit nach. Kaufmann sagt: «Der Erfolg und die Vision eines Unternehmers gehen nicht automatisch auf die nächste Generation über.» Deswegen sei die Nachfolgeplanung wichtig. Das gelte vor allem, wenn die Aktionäre nicht mehr operativ aktiv sind, erklärt Kaufmann.

«Die Kombination von Stimmrechtsaktien und Opting-out ist ein Garant für eine Übernahmepremie» – Aktien mit höherem Stimmrecht beinhalten zusätzlich eine Kontrollprämie. Eine Opting-out-Klausel besagt, dass kein öffentliches Kaufangebot unterbreitet werden muss, auch wenn der gesetzliche Schwellenwert von 33,3% der Stimmrechte überschritten wird. Mittels Opting-up kann diese Schwelle für ein Pflichtangebot bis auf 49% angehoben werden.

### Achtung Trägheit



Sich an einem Unternehmen zu beteiligen, ist das eine, es zu bestimmen, etwas anderes. Aber genau diese Möglichkeit hat einen zusätzlichen Wert für stimmrechtsbevorzugte Anleger.

Problematisch wird es, wenn sich die Ziele im Aktionariat unterscheiden – wenn ein Ankeraktionär mit seiner Stimmkraft eine Kapitalmehrheit mit anderen Interessen überstimmen kann. Generell kann ein Ankeraktionär auch stabilisierend wirken.

Auch auf die Unternehmensführung hat ein hoher Stimmenanteil eines Ankeraktionärs einen Einfluss. Volonté sagt: «Ein hoher Stimmenanteil bedeutet eine gewisse Sicherheit für das Management vor kurzfristig orientierten Investoren.» Diese Sicherheit habe aber auch ihren Preis, da sich die Unternehmensführung dadurch auch in eine Abhängigkeit gebe. Eine andere Gefahr besteht darin, dass das Management träge wird, wenn es sich zu sicher fühlt. Gerade hier setzen Aktionäre an, die etwas verändern wollen.

## Glossar

**Stammaktien** Bei Stammaktien gibt es nur eine Aktienkategorie. Sie statten den Aktionär entsprechend seinem Kapitaleinsatz mit einem Stimmrecht und einem Vermögensrecht aus, etwa dem Bezug einer Dividende.

**Stimmrechtsaktien** Dieses Wertpapier räumt dem Besitzer ein stärkeres Stimmrecht ein, als ihm für seinen Kapitalanteil zusteht. Die Differenzierung wird in der Schweiz über unterschiedliche Nennwerte bewerkstelligt. So behält jede Aktie ein Stimmrecht, der Kapitaleinsatz pro Stimme ist aber unterschiedlich.

**Inhaberaktien** Der Besitz dieser Titel berechtigt zu Aktionärs- wie zu Stimmrechten. Inhaberaktionäre müssen sich aber nicht im Aktienregister eintragen. Das ist intransparent und steht deshalb international in Verruf.

**Namenaktien** Im Gegensatz zu Inhaberaktionären sind Namenaktionäre der Gesellschaft bekannt.

**Partizipationsscheine (PS)** Diese Wertpapiere haben kein Stimmrecht. PS waren früher beliebt, sind heute aber nur noch selten anzutreffen, z. B. bei Schindler.

**Genussscheine (GS)** Auch GS sind Wertpapiere ohne Stimmrecht. Sie verfügen über ein Vermögensrecht, lauten aber im Gegensatz zu Partizipationsscheinen nicht auf einen Nennwert.

**Vinkulierung** Unter Vinkulierung versteht man die Beschränkung der Übertragbarkeit einer Aktie auf einen anderen Aktionär. Dadurch können Stimmrechte nicht ausgeübt werden.

**Opting-out** Eine solche Klausel in den Statuten eines Unternehmens besagt, dass ein Aktionär kein öffentliches Kaufangebot an alle Aktionäre unterbreiten muss, auch wenn er den gesetzlichen Schwellenwert von  $33\frac{1}{3}\%$  der Stimmrechte überschreitet.

**Opting-up** Ein Opting-up bedeutet, dass die Schwelle zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots über dem gesetzlich vorgeschriebenen Stimmrechtsanteil von  $33\frac{1}{3}\%$  liegen kann, spätestens aber bei 49%.