

Art. 704 OR und Minderheitenschutz: Eine aktienrechtliche Kurvendiskussion

28. Juli 2016

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

Inhalt

I.	Einführung.....	2
II.	Beurteilungskriterien für den Minderheitenschutz durch GV-Mehrheitserfordernisse.....	3
	A. Effektivität des Minderheitenschutzes.....	3
	B. Bewältigung des Holdout-Problems	4
III.	Grundszenario	5
IV.	Die begrenzte Minderheitenschutzwirkung von Art. 704 OR.....	6
	A. Wirkung der Doppelhürde bei Einheitsaktien.....	6
	B. Wirkung der Doppelhürde bei Stimmrechtsaktien.....	7
	C. Kritik	9
V.	Die Minderheitenschutzwirkung der Mehrheit-der-Minderheit-Regel	10
	A. Der Vorschlag für eine MdM-Regel	10
	B. Wirkung der MdM-Regel bei Einheitsaktien.....	11
	C. Wirkung der MdM-Regel bei Stimmrechtsaktien.....	12
	D. Vergleich mit Art. 704 OR.....	14
VI.	Erweiterungen des Grundszenarios auf komplexere Sachverhalte	15
	A. Nicht vertretene und nicht stimmberechtigte Aktien	15
	B. Enthaltungen und Leerstimmen	16
	C. Grossaktionär hält neben Stimmrechtsaktien auch Stammaktien	16
	D. Mehrere beherrschende Aktionäre und Verbündete des Grossaktionärs	16
VII.	Zusammenfassung und Schluss.....	17
	Anhang: Algebraische Herleitungen	18

* Ich danke Herren Dr. iur. Daniel Daeniker, LL.M., Dr. sc. ETHZ Reto Spöhel sowie meiner Frau, Dr. rer. publ. Claudia F. Brühwiler Häusermann, für die kritische Durchsicht des Manuskripts. Die Grafiken wurden mit GeoGebra (<http://www.geogebra.org>) erstellt. Die zitierten Webseiten wurden zuletzt am 24. Juli 2016 besucht.

I. Einführung

Nach Art. 704 Abs. 1 OR kommen gewisse Beschlüsse der Generalversammlung einer Aktiengesellschaft nur zustande, wenn ihnen eine qualifizierte Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Aktienstimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen Nennwerte zustimmt.¹ Diese „Doppelhürde“² soll die Minderheitsaktionäre gegenüber der Aktionärsmehrheit³ und besonders gegenüber einem beherrschenden Aktionär schützen.

Ein beherrschender Aktionär könnte ohne rechtliche Gegenmassnahmen Anreize haben, GV-Beschlüsse herbeizuführen, die eine Umverteilung von den Minderheitsaktionären auf ihn selbst bewirken.⁴ Zu denken ist etwa an Geschäfte mit dem beherrschenden Aktionär (z.B. eine Kapitalerhöhung per Sacheinlage oder mit beabsichtigter Sachübernahme), die Einführung von Stimmrechtsaktien oder – in Publikumsgesellschaften – ein nachträgliches Opting Out von der Angebotspflicht (Art. 125 Abs. 3 FinfraG). Es gibt kaum einen Beschlussgegenstand, in Bezug auf den eine Benachteiligung der Minderheit als geradezu ausgeschlossen erscheint. Selbst bei der Wahl des Verwaltungsrates kann ein Interessenkonflikt auftreten, beispielsweise wenn der beherrschende Aktionär einer Publikumsgesellschaft es nicht zulässt, dass eine nennenswerte Zahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder gewählt wird.

Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs ist die Möglichkeit, dass der beherrschende Aktionär GV-Beschlüsse erwirkt, die die Minderheit benachteiligen, ein mit seiner Investition verbundenes Risiko. Um dieses Risiko zu minimieren, stellt das Aktienrecht drei Verteidigungslinien auf.⁵ Die erste Verteidigungslinie sind Vorschriften über die Beschlussfassung an der GV wie Art. 704 OR. Die zweite ist die Möglichkeit, einen

¹ Und zwar Zweckänderungen, die Einführung von Stimmrechtsaktien oder einer Vinkulierung, qualifizierte Kapitalerhöhungen, die Sitzverlegung und die Auflösung der Gesellschaft. Die Fusion, Spaltung und Umwandlung erfordern (abgesehen von Spezialfällen) das gleiche Mehr (Art. 18 Abs. 1 lit. a, Art. 43 Abs. 2 und Art. 64 Abs. 1 lit. a FusG).

² So etwa *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009, § 12 N 367; BSK OR II-*Dubs/Truffer*, Art. 704 N 2; ZK-*Tanner*, Art. 704 N 102 OR.

³ So v.a. die ältere Lehre. Siehe etwa *John Nenninger*, Der Schutz der Minderheit in der Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht, Basel/Stuttgart 1974, 36; *Brigitte Tanner*, Quoren für die Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft, Zürich 1987, § 3 N 41 m.w.H. (je zu Art. 648 Abs. 1 aOR); *Hans Caspar von der Crone*, Aktienrecht, Bern 2014, § 8 N 273. Jene Autoren, gemäss denen qualifizierte Mehrheiten die Gesellschaft insgesamt oder die Gesellschaftergesamtheit gegenüber Partikularinteressen schützen (siehe die Hinweise bei *Tanner*, a.a.O., § 3 N 8), dürften das Gleiche meinen.

⁴ Siehe statt aller *Reinier H. Kraakman et al.*, The Anatomy of Corporate Law, 2nd ed., Oxford 2009, 89 f. und 93. Aus der Schweiz etwa *Jean Nicolas Druey/Eva Druey Just/Lukas Glanzmann*, Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich 2015, § 10 N 25; *Daniel Daeniker*, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich 2010, 93, 99 ff.; vgl. auch *von der Crone* (Fn. 3), § 5 N 178 ff.

⁵ Das Bild stammt aus dem Risikomanagement, wo vielfach von „three lines of defence“ die Rede ist. Siehe etwa *Chartered Institute of Internal Auditors*, Governance of Risk: Three Lines of Defence, <http://www.iaa.org.uk/resources/audit-committees/governance-of-risk-three-lines-of-defence/>.

GV-Beschluss wegen Verletzung aktienrechtlicher Vorschriften anzufechten.⁶ Die dritte Verteidigungslinie und *ultima ratio* ist die Klage auf Auflösung oder – soweit möglich – Abfindung des Minderheitsaktionärs.⁷ Regeln über die Beschlussfassung an der GV, welche die Minderheitsaktionäre wirksam schützen, entlasten die zweite und die dritte Verteidigungslinie. Deshalb ist es wichtig, diese Bestimmungen zu optimieren. Hierzu soll dieser Aufsatz beitragen.

Über die Wirkung der Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR werden in der Literatur im Wesentlichen zwei Aussagen gemacht. Einerseits kann die Vorschrift die Minderheitsaktionäre nicht schützen, wenn ein Grossaktionär die erforderliche Mehrheit aus eigener Kraft (oder allenfalls mit Verbündeten) erreicht.⁸ Andererseits beschränkt das Erfordernis einer Kapitalmehrheit auf indirektem Wege das Stimmkraftprivileg von Stimmrechtsaktien⁹. Der vorliegende Aufsatz analysiert die Wirkungsweise von Art. 704 Abs. 1 OR und vergleicht sie insbesondere mit der vom Schreibenden schon früher propagierten, weitgehend dispositiven „Mehrheit-der-Minderheit“-Regel („MdM-Regel“), die für einen gültigen GV-Beschluss die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre voraussetzt.¹⁰

In Abschnitt II werden die Kriterien beschrieben, anhand derer ein Mehrheitserfordernis im Lichte des Minderheitenschutzes beurteilt werden sollte, Abschnitt III stellt ein vereinfachtes Grundzenario auf, anhand dessen die Wirkung verschiedener Mehrheitserfordernisse untersucht werden kann. Abschnitt IV zeigt, dass Art. 704 Abs. 1 OR sowohl in Gesellschaften mit Einheitsaktien als auch in solchen mit Stimmrechtsaktien in aller Regel eine Art „Minderheit-der-Minderheit“-Regel mit variablem Stimmenmehrheitserfordernis darstellt, das umso niedriger ist, je dominanter der Grossaktionär ist. Bei der in Abschnitt V untersuchten MdM-Regel tritt dieses Problem praktisch nicht auf. Abschnitt VI zeigt, wie die Ergebnisse der Abschnitte IV und V auf komplexere Fälle übertragen werden können. Abschnitt VII zieht Schlussfolgerungen aus dieser Studie.

II. Beurteilungskriterien für den Minderheitenschutz durch GV-Mehrheitserfordernisse

A. Effektivität des Minderheitenschutzes

Mehrheitserfordernisse für GV-Beschlüsse, die zum Zwecke des Minderheitenschutzes aufgestellt werden, sind nur legitim, soweit sie die Minderheitsaktionäre tatsächlich

⁶ Art. 706 bzw. 706b OR. Vgl. auch *Nenninger* (Fn. 3), 37 (Gesetz sei sich des Ungenügens des qualifizierten Mehrs für einen umfassenden Minderheitenschutz bewusst).

⁷ Art. 736 Ziff. 4 OR; siehe BGE 126 III 266 E. 2b S. 272 f.

⁸ Siehe etwa *Nenninger* (Fn. 3), 36; *Tanner*, (Fn. 3), § 3 N 42 m.w.H.

⁹ *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 24 N 28 Fn. 14; *Böckli* (Fn. 2), § 4 N 142 f.; *Max Gerster*, Stimmrechtsaktien, Zürich 1997, 164 f.

¹⁰ *Daniel M. Häusermann*, Minderheitenschutz in der „Aktionärsdemokratie“: Vorschlag für eine „Mehrheit-der-Minderheit“-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften, GesKR 2014, 210. Ablehnend jüngst *Peter Böckli* in SZW 4/2016 (im Erscheinen).

schützen.¹¹ Als Beurteilungskriterium hierfür soll der für einen GV-Beschluss *erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre* dienen: die Anzahl Stimmen der Minderheitsaktionäre, die (zusätzlich zu den Stimmen des Grossaktionärs) für das Zustandekommen eines Beschlusses erforderlich ist, geteilt durch die Gesamtzahl der von Minderheitsaktionären vertretenen Stimmen.

Die Effektivität des Minderheitenschutzes hängt nicht linear vom erforderlichen Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre ab, d.h. die Minderheitenschutzwirkung einer untersuchten Norm nimmt nicht im selben Masse zu wie der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre. Immerhin lassen sich folgende Aussagen machen:

- Ist der erforderliche Anteil der Minderheitenstimmen in einer bestimmten Situation gleich null, so schützt eine Norm die Minderheitsaktionäre überhaupt nicht; der beherrschende Aktionär kann einen GV-Beschluss aus eigener Kraft herbeiführen.
- Beträgt der erforderliche Anteil der Minderheitenstimmen zwischen null und 50%, so kann eine Minderheit der Minderheitsaktionäre zusammen mit dem Mehrheitsaktionär die Mehrheit der Minderheitsaktionäre überstimmen. Die Minderheitenschutzwirkung des betreffenden Mehrheitserfordernisses ist insoweit begrenzt. Ein Beispiel für eine solche Minderheit-der-Minderheit-Regel liefert das israelische Gesellschaftsrecht: Die (für Publikumsgesellschaften vorgeschriebene) Wahl zweier unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder und die Genehmigung von Geschäften, an denen der beherrschende Aktionär ein persönliches Interesse hat, erfordern die Zustimmung eines Drittels der Stimmen, die nicht dem beherrschenden Aktionär zugerechnet werden.¹²
- Ist der erforderliche Anteil der Minderheitenstimmen grösser als 50%, so ist für einen GV-Beschluss eine ebenfalls qualifizierte Stimmenmehrheit der Minderheitsaktionäre erforderlich. Die Minderheitsaktionäre können somit faktisch per Mehrheitsbeschluss – quasi wie in einer Sonderabstimmung – über ein für sie potenziell nachteiliges Geschäft entscheiden. Damit ist der Minderheitenschutz an der GV im vollen Umfang verwirklicht.

B. Bewältigung des Holdout-Problems

Qualifizierte Mehrheitserfordernisse an der GV sollten ebenfalls daran gemessen werden, wie gut sie das sogenannte Holdout-Problem bewältigen, also die Gefahr, dass eine Sperrminorität einen GV-Beschluss blockiert, um Ressourcen der Gesellschaft von der Mehrheit auf sich selbst umzuleiten.¹³

¹¹ Vgl. zum positiven Recht die *Maxime cessante ratione legis cessat lex ipsa*.

¹² Sec. 239(b)(1) bzw. sec. 270(4) i.V.m. 275(a)(3)(a) Companies Law 5759-1999 (engl. Übersetzung, abrufbar unter <http://www.icnl.org/research/library/files/Israel/CompaniesLaw.pdf>). Alternativ ist die Wahl gültig bzw. gilt die Transaktion als genehmigt, wenn weniger als 1% der ausstehenden Aktienstimmen dagegen eingelegt werden. Sec. 239(b)(2) und 275(a)(3)(b) Companies Law.

¹³ Siehe statt vieler *Zohar Goshen*, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 California Law Review 393, 402 (2003).

Diese Art der Umverteilung ist wie jene von den Minderheitsaktionären auf den Mehrheitsaktionär ökonomisch unerwünscht, da mit Kosten verbunden. Eine Gruppe, die die Möglichkeit hat, eine Umverteilung zu Lasten der anderen Gruppe zu bewirken, wird hierfür Ressourcen einsetzen. Diese Ressourcen werden aus gesamtwirtschaftlicher Sicht verschwendet, da sie nicht investiert oder konsumiert, sondern eben bloss zur Umverteilung eingesetzt werden. Das Phänomen ist verwandt mit dem *rent seeking*, bei dem eine politisch gut organisierte Gruppe in den politischen Prozess eingreift, um auf Kosten einer anderen Gruppe (z.B. der Steuerzahler oder der Konsumenten) einen Vorteil zu erzielen.¹⁴

Das Holdout-Problem ist umgekehrt proportional zur Sperrminorität.¹⁵ Folglich ist von zwei Mehrheitserfordernissen, welche die Minderheitsaktionäre gleich wirksam schützen, jenes zu bevorzugen, das zu einer *grösseren* Sperrminorität führt. Eine Regel, gemäss der 10% der Aktionäre einen Beschluss blockieren können, ist einer Regel vorzuziehen, gemäss der bereits 5% dies tun können. Mit anderen Worten sollte ein Mehrheitserfordernis nicht strenger sein, als für einen effektiven Minderheitenschutz erforderlich ist.

Schwieriger zu beurteilen sind jene Fälle, in denen ein echter Zielkonflikt zwischen dem Minderheitenschutz und dem Holdout-Problem vorliegt und das Holdout-Problem nur entschärft werden kann, indem der Minderheitenschutz aufgeweicht wird. Theoretisch liegt die optimale Lösung dort, wo die Grenzkosten der Gefahr, dass der beherrschende Aktionär eine Umverteilung zu seinen Gunsten bewirkt, den Grenzkosten der Gefahr eines Holdout entsprechen. Es ist jedoch unbekannt, bei welchem Stimmenanteil dieses Optimum liegt.¹⁶ Der Gesetzgeber behilft sich jeweils damit, dass er eine absolute, d.h. am Gesamtkapital gemessene Schwelle vorsieht, ab der die Minderheit einen Beschluss nicht mehr blockieren kann. Dieser Schwellenwert beträgt 90% für Fusionen mit Barabfindung (Art. 18 Abs. 5 FusG) und 98% für den Squeeze-out im Übernahmerecht (Art. 137 Abs. 1 FinfraG). Beim derzeitigen Informationsstand über den Zielkonflikt zwischen Minderheitenschutz und Holdout-Problem erscheint dies als pragmatische Lösung.

III. Grundszenario

Nun, da die Beurteilungskriterien für Mehrheitserfordernisse, die dem Minderheitenschutz dienen, geklärt sind, kann die Wirkungsweise der Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR und der MdM-Regel untersucht werden. Dies soll anhand des folgenden, vereinfachten Grundszenarios geschehen:

¹⁴ Siehe die grundlegenden Beiträge von *Gordon Tullock*, *The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies and Theft*, *Western Economic Journal* 5 (1967) 224 ff.; *Anne O. Krueger*, *The Political Economy of the Rent-Seeking Society*, *American Economic Review* 64 (1974), 291 ff.

¹⁵ Siehe *Häusermann* (Fn. 10), 217, und die algebraische Darstellung a.a.O., 220.

¹⁶ Vgl. *Lucian Arye Bebchuk*, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harvard Law Review* 1820, 1856 f. (1989); *Jeffrey N. Gordon*, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Columbia Law Review* 1549, 1582 (1989).

Eine AG verfügt über einen Grossaktionär und eine grössere Anzahl Minderheitsaktionäre. Falls die Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt, hält der Grossaktionär alle Stimmrechtsaktien und die Minderheitsaktionäre alle Stammaktien. An der GV sind sämtliche Aktien vertreten, und es gibt jeweils keine Enthaltungen oder leere Stimmen.

Dieses Grundscenario ist stilisiert. Die nachfolgenden Aussagen, denen es zugrunde liegt (Abschnitte IV und V), lassen sich jedoch mit geringem Aufwand auf komplexere Fallkonstellationen übertragen. Diesbezüglich zeigt Abschnitt VI auf, wie nicht vertretene oder nicht stimmberechtigte Aktien (z.B. Dispoaktien) sowie Enthaltungen und Leerstimmen zu behandeln sind, und was gilt, wenn ein Grossaktionär neben Stimmrechtsaktien auch Stammaktien hält oder mehrere beherrschende Aktionäre oder Verbündete des Grossaktionärs vorhanden sind.

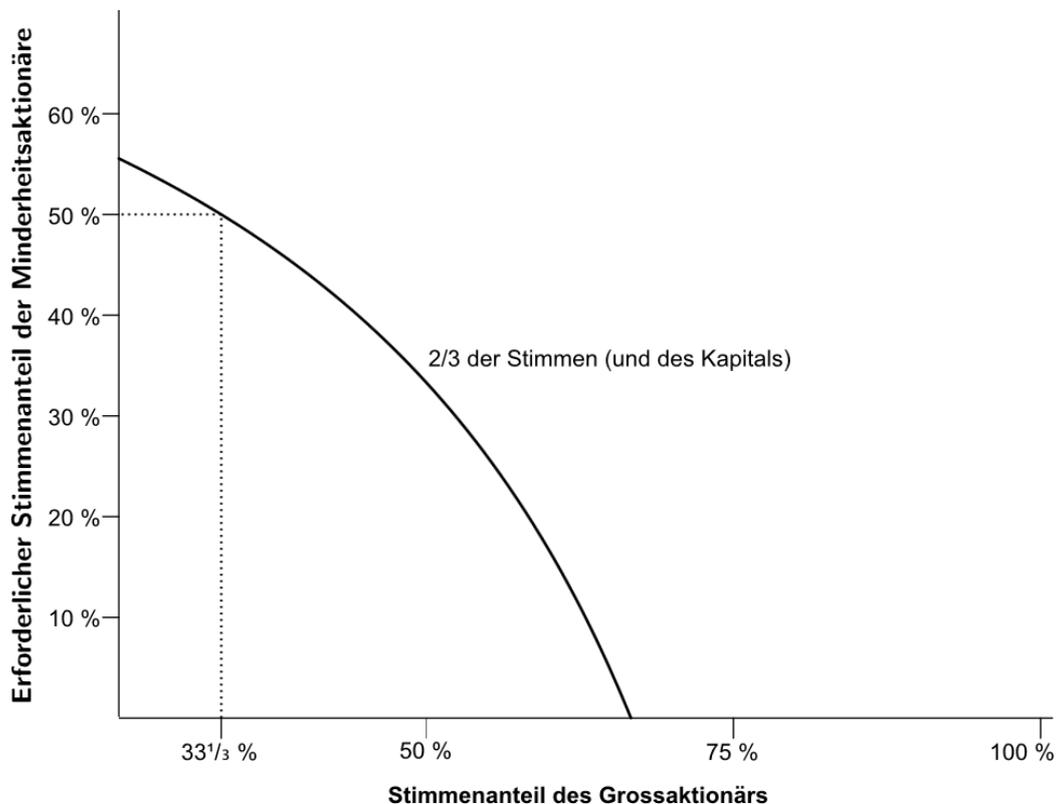
IV. Die begrenzte Minderheitenschutzwirkung von Art. 704 OR

A. Wirkung der Doppelhürde bei Einheitsaktien

Verfügt eine Gesellschaft über Einheitsaktien, so ist die Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR faktisch eine einfache Hürde: Ein GV-Beschluss kommt zustande, wenn er zwei Drittel der vertretenen Stimmen (und folglich des vertretenen Kapitals) auf sich vereinigt. Abbildung 1 zeigt, wie in diesem Fall der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre vom Stimmenanteil des Grossaktionärs (ab 25%) abhängt. Die Herleitung der Funktion ist im Anhang unter Ziff. 1(a) dargestellt.

Wie Abbildung 1 zeigt, nimmt der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre mit zunehmendem Stimmenanteil des Grossaktionärs stetig ab. Verfügt der Grossaktionär über weniger als $33\frac{1}{3}\%$ aller Stimmen, ist zusätzlich zu seinen Stimmen eine qualifizierte Mehrheit von über 50% der Minderheitenstimmen erforderlich. Verfügt der Grossaktionär hingegen über mehr als $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmen, so reicht die Zustimmung einer Minderheit der Minderheitsaktionäre für das Zustandekommen eines GV-Beschlusses aus. Beispielsweise genügt bei einem Stimmenanteil des Grossaktionärs von 50% die Zustimmung eines Drittels der Minderheitsaktionäre. Mit $66\frac{2}{3}\%$ der Stimmen kann der Grossaktionär den Beschluss aus eigener Kraft fassen.

Abbildung 1: Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre für Beschlüsse nach Art. 704 Abs. 1 OR bei Einheitsaktien



Erläuterung: Die Grafik zeigt für eine Gesellschaft mit Einheitsaktien, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei gegebenem Stimmenanteil des Grossaktionärs zusätzlich zu dessen Stimmen erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach Art. 704 Abs. 1 OR zustande kommt. Für weitere Modellannahmen siehe Abschnitt III.

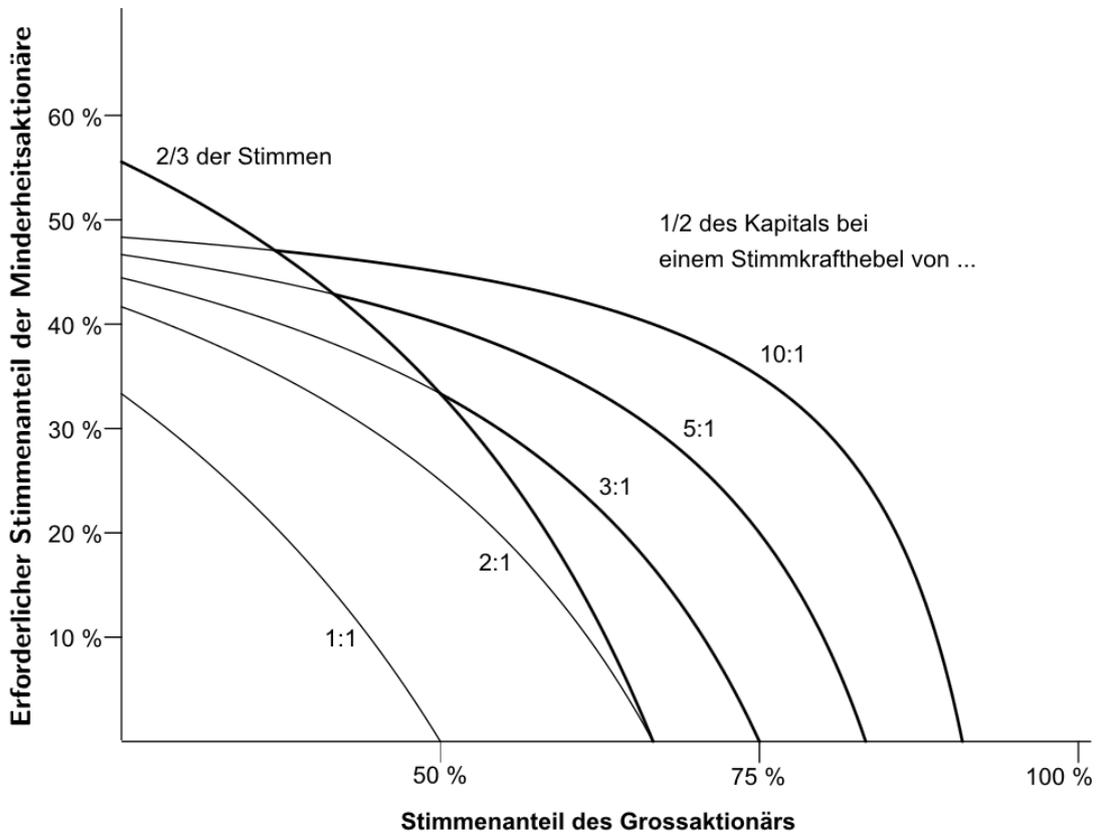
B. Wirkung der Doppelhürde bei Stimmrechtsaktien

Verfügt eine Gesellschaft über Stimmrechtsaktien, dann hängt der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre nicht nur vom Stimmenanteil des Grossaktionärs ab, sondern auch vom Stimmkrafthebel, d.h. dem Nennwert der Stammaktien geteilt durch den Nennwert der Stimmrechtsaktien.¹⁷ Zudem ist stets separat zu berechnen, ob das Zweidrittelmehr der Aktienstimmen und die Kapitalmehrheit erreicht wurden.

Abbildung 2 zeigt, wie der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei verschiedenen Stimmkrafthebeln vom Stimmenanteil des Grossaktionärs abhängt. Die Herleitung der Funktion ist im Anhang unter Ziff. 1(b) dargestellt.

¹⁷ Nach Art. 693 Abs. 2 OR darf der Nennwert einer Stammaktie das Zehnfache des Nennwerts einer Stimmrechtsaktien nicht übersteigen. Der Stimmkrafthebel ist folglich begrenzt auf 10:1.

Abbildung 2: Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre für Beschlüsse nach Art. 704 Abs. 1 OR bei Stimmrechtsaktien



Erläuterung: Die Grafik bezieht sich auf eine Gesellschaft, in der ein Grossaktionär alle Stimmrechtsaktien hält und die Minderheitsaktionäre alle Stammaktien halten. Für weitere Modellannahmen siehe Abschnitt III. Die Grafik zeigt für verschiedene Stimmkrafthebel, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei gegebenem Stimmenanteil des Grossaktionärs zusätzlich zu dessen Stimmen erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach Art. 704 Abs. 1 OR zustande kommt.

In Abbildung 2 fett markiert ist einerseits das Erfordernis des Zweidrittelmehrers der Stimmen und andererseits das Erfordernis der Kapitalmehrheit, soweit dieses strenger ist als jenes. Der Schnittpunkt zwischen der steiler abfallenden Kurve „2/3 der Stimmen“ und der flacher abfallenden Kurvenschar markiert den Punkt, bei dem die Kapitalmehrheit das Zweidrittelmehr als strengeres Erfordernis ablöst.¹⁸

Wie sich aus Abbildung 2 ergibt, ist das Erfordernis einer Kapitalmehrheit nicht immer strenger als das Zweidrittelmehr der Stimmen. Namentlich hat das Erfordernis der Kapitalmehrheit bei Stimmkrafthebeln von 2:1 oder weniger keine selbständige Bedeutung. Das Zweidrittelmehr ist bei einem Stimmkrafthebel von genau 2:1 mindestens so streng wie jenes der Kapitalmehrheit – und folglich strenger bei Stimmkrafthebeln von weniger als 2:1.¹⁹

¹⁸ Es gibt eine Formel, um zu berechnen, wo dieser Punkt liegt. Siehe Anhang Ziff. 2.

¹⁹ Bei einem Stimmkrafthebel von 2:1 berühren sich die Kurven genau auf der horizontalen Achse.

Abbildung 2 illustriert überdies, dass das Erfordernis der Kapitalmehrheit gegenüber dem Zweidrittelmehr der Stimmen umso mehr ins Gewicht fällt, je grösser der Stimmkrafthebel ist.²⁰ Einerseits ist der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre umso grösser, je grösser der Stimmkrafthebel ist – die Kurve, die das Erfordernis der Kapitalmehrheit wiedergibt, ist dementsprechend umso weiter rechts. Andererseits ist der Stimmenanteil des beherrschenden Aktionärs, ab dem das Erfordernis der Kapitalmehrheit strenger ist als das Zweidrittelmehr der Stimmen, umso geringer (und der Schnittpunkt der Kurven in Abbildung 2 umso weiter links), je grösser der Stimmkrafthebel ist.

In drei Punkten wirkt sich Art. 704 Abs. 1 OR bei Stimmrechtsaktien ähnlich aus wie bei Einheitsaktien:²¹ Erstens nimmt hier wie dort der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre mit zunehmendem Stimmenanteil des Grossaktionärs stetig ab. Zweitens ist ab einem Stimmenanteil des Grossaktionärs von 33⅓% immer nur die Zustimmung einer Minderheit der Minderheitsaktionäre erforderlich. Drittens verliert Art. 704 Abs. 1 OR auch bei Stimmrechtsaktien ab einem gewissen Stimmenanteil des Grossaktionärs seine Schutzwirkung für die Minderheitsaktionäre, da der Grossaktionär entsprechende GV-Beschlüsse aus eigener Kraft fassen kann. Bei Stimmkrafthebeln von mehr als 2:1 ist der hierfür erforderliche Stimmenanteil des Grossaktionärs höher als im Falle von Einheitsaktien. In Abbildung 2 lässt sich dieser Stimmenanteil am Punkt ablesen, an dem die Kurve zum entsprechenden Stimmkrafthebel die horizontale Achse berührt (also z.B. 75% bei einem Stimmkrafthebel von 3:1). Bei einem maximalen Stimmkrafthebel von 10:1 verliert Art. 704 Abs. 1 OR seine Wirkung, wenn der Grossaktionär mit seinen Stimmrechtsaktien 90,9% der Stimmen auf sich vereinigt.²²

C. Kritik

Dass die Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR die Minderheitsaktionäre nicht schützt, wenn der beherrschende Aktionär sie aus eigener Kraft überwinden kann, ist nichts Neues. Die Arithmetik von Art. 704 Abs. 1 OR befriedigt indes auch unterhalb dieser Schwelle wenig:

Da der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre mit zunehmendem Stimmenanteil des Grossaktionärs stetig abnimmt, werden die Minderheitsaktionäre ausgerechnet in jenen Situationen am besten geschützt, in denen sie dieses Schutzes am wenigsten bedürfen, nämlich wenn der Grossaktionär über einen tiefen Stimmenanteil verfügt. Hält der Grossaktionär etwa 25% der Stimmen, ist für das Zustandekommen eines GV-Beschlusses die Zustimmung von 55,6% der Minderheitsaktionäre erforder-

²⁰ Vgl. die Nachweise vorne in Fn. 9.

²¹ Siehe vorne Abschnitt IV.A.

²² Der Stimmenanteil lässt sich berechnen, indem man in Ausdruck (4) gemäss Anhang Ziff. 1(b) einen Stimmkrafthebel von 10 und einen erforderlichen Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre von 0 einsetzt und die Gleichung auflöst.

lich.²³ Hält der Grossaktionär 50% der Stimmen, so ist bloss die Zustimmung einer Minderheit der Minderheitsaktionäre erforderlich, nämlich – je nach Stimmkrafthebel – zwischen 33⅓% und 45%.²⁴

Anders gesagt: Bei einem Stimmanteil des beherrschenden Aktionärs von unter 33⅓% wirkt sich Art. 704 Abs. 1 OR wie eine qualifizierte Mehrheit-der-Minderheit-Regel aus und bei einem Stimmenanteil von mehr als 33⅓% wie eine *Minderheit-der-Minderheit-Regel*. Ausgerechnet ab einem Stimmenanteil des Grossaktionärs, bei dem das Übernahmerecht eine Beherrschung fingiert (Art. 135 Abs. 1 FinfraG), ist nach Art. 704 Abs. 1 OR nur noch die Zustimmung einer Minderheit der Minderheitsaktionäre notwendig.

Immerhin erscheint bei Art. 704 Abs. 1 OR das Holdout-Problem nicht als gravierend. Erreicht der Grossaktionär die Doppelhürde aus eigener Kraft, so schützt sie die Minderheit nicht – womit auch kein Risiko eines Holdout besteht. Unterhalb dieser Schwelle haben Minderheitsaktionäre, die gesamthaft entweder mehr als einen Drittel aller Stimmen oder mehr als die Hälfte des Aktienkapitals vertreten, zwar eine Sperrminorität. Das Risiko eines Holdout scheint hier trotzdem gering zu sein. Art. 704 Abs. 1 OR enthält nämlich eine Art Sicherung gegen kleine Sperrminoritäten, bei denen das Holdout-Problem am grössten ist²⁵: Je grösser der Stimmenanteil des Grossaktionärs, desto geringer ist der (je nach Stimmkrafthebel variierende) erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre.

V. Die Minderheitenschutzwirkung der Mehrheit-der-Minderheit-Regel

A. Der Vorschlag für eine MdM-Regel

Der Schreibende hat bereits früher vorgeschlagen, für GV-Beschlüsse von Aktiengesellschaften, die von einem Aktionär beherrscht werden, im Gesetz eine abdingbare Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel) vorzusehen.²⁶ Gemäss dieser wäre für GV-Beschlüsse zusätzlich zur (absoluten oder relativen) Stimmenmehrheit die Mehrheit der Stimmen der Minderheitsaktionäre erforderlich. Die MdM-Regel sollte für alle GV-Entscheide gelten und dispositiv sein, was einige flankierende Massnahmen erfordert.²⁷

²³ Der Wert lässt sich errechnen, indem man in Ausdruck -(1) gemäss Anhang Ziff. 1(a) einen Stimmenanteil des Grossaktionärs von 25% einsetzt und die Gleichung auflöst.

²⁴ Setzt man in Ausdruck -(1) gemäss Anhang Ziff. 1(a) einen Stimmenanteil des Grossaktionärs von 50% ein, ergibt sich ein erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre von 33⅓%. Setzt man in Ausdruck (4) gemäss Anhang Ziff. 1(b) einen Stimmenanteil des Grossaktionärs von 50% und einen Stimmkrafthebel von 10 ein, ergibt sich ein erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre von 45%.

²⁵ Vgl. Häusermann (Fn. 10), 220.

²⁶ Dazu und zum Folgenden ausführlich a.a.O. 213 ff.

²⁷ Näheres a.a.O., 214 f.

Die MdM-Regel kompensiert den fehlenden Interessengleichlauf des beherrschenden Aktionärs und der Minderheitsaktionäre,²⁸ indem Minderheitsaktionäre ein kollektives Veto gegen GV-Beschlüsse erhalten. Da der beherrschende Aktionär mit seiner Stimmenmehrheit ebenfalls jeden GV-Beschluss blockieren kann und somit ein Veto hat, schafft die MdM-Regel ein gewisses Machtgleichgewicht zwischen dem beherrschenden Aktionär und den Minderheitsaktionären. Wegen des gegenseitigen Vetos sind an der GV nur noch „Win-Win“-Entscheide möglich, die im beidseitigen Interesse liegen. Zu einer Umverteilung von Ressourcen von den Minderheitsaktionären auf den beherrschenden Aktionär wird es nicht kommen.

Auch bei der MdM-Regel kann das Holdout-Problem auftreten.²⁹ Um dieses zu entschärfen, soll ein GV-Beschluss ungeachtet der MdM-Regel jedenfalls dann zustande kommen, wenn er 90% des ausstehenden Aktienkapitals auf sich vereinigt („90%-Regel“, vgl. Art. 18 Abs. 5 FusG).

B. Wirkung der MdM-Regel bei Einheitsaktien

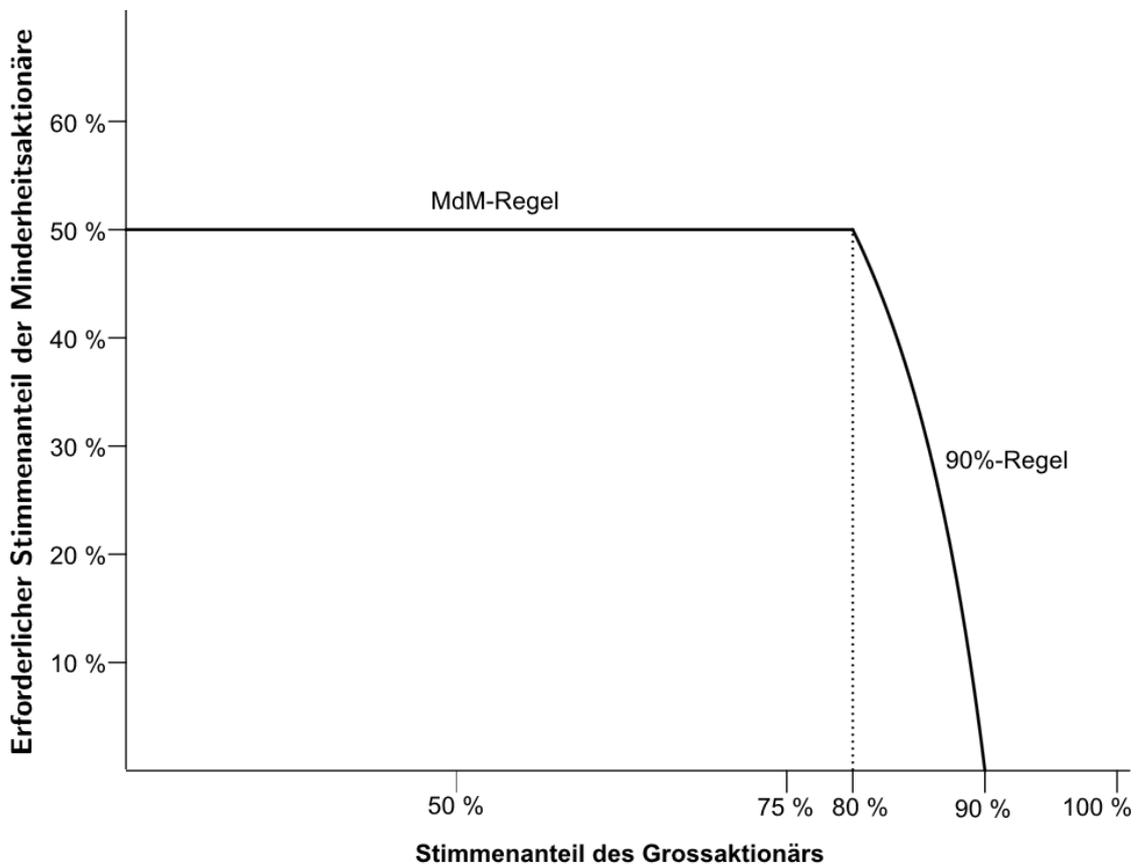
Verfügt eine Gesellschaft über Einheitsaktien, so beträgt der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre im Normalfall 50%, unabhängig vom Stimmenanteil des Grossaktionärs. Bei sehr hohen Stimmenanteilen des Grossaktionärs kommt jedoch die 90%-Regel zum Tragen. Hier entspricht der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre der Anzahl Stimmen der Minderheitsaktionäre, die dem Grossaktionär fehlen, um 90% der Stimmen (und somit des Kapitals) zu erreichen, geteilt durch die Gesamtzahl der Stimmen der Minderheitsaktionäre.

Abbildung 3 gibt diesen Zusammenhang – wiederum unter den Annahmen gemäss Grundszenario in Abschnitt III – für Stimmenanteile des Grossaktionärs ab 25% wieder. Die Herleitung der Funktion ist im Anhang unter Ziff. 3(a) dargestellt.

²⁸ Dieter Dubs/Urs Gasser, Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting out-Klausel gemäss Börsengesetz, SZW 2001, 88., 101; Adriano R. Huber/Hans Caspar von der Crone, Opting out nach Art. 22 Abs. 3 BEHG, SZW 2012, 543, 556.

²⁹ Siehe vorne Abschnitt II.B sowie Häusermann (Fn. 10), 217 f.

Abbildung 3: Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre gemäss der Mehrheit-der-Minderheit-Regel bei Einheitsaktien



Erläuterung: Die Grafik zeigt die Wirkungsweise einer Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel), die durch Zustimmung von 90% des Kapitals übersteuert werden kann. Sie zeigt für eine Gesellschaft mit Einheitsaktien, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei gegebenem Stimmenanteil des Grossaktionärs zusätzlich zu dessen Stimmen erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss zustande kommt. Für weitere Modellannahmen siehe Abschnitt III.

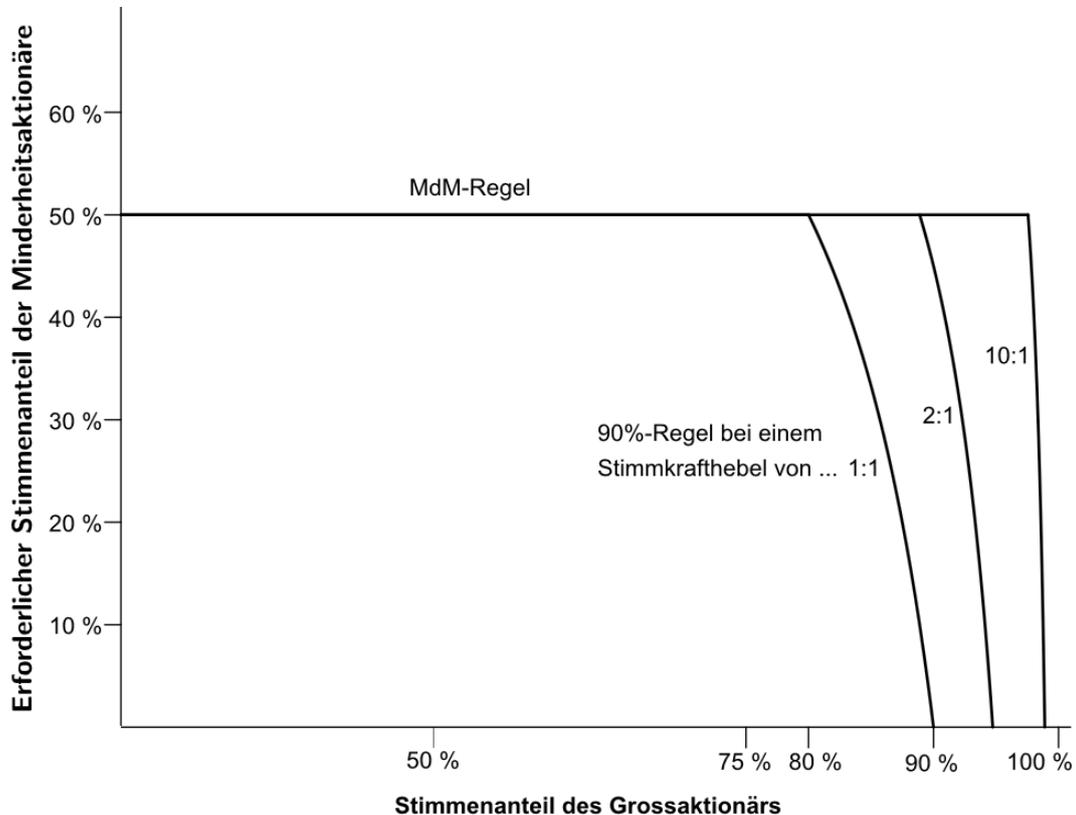
Wie man sieht, bleibt der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bis zu einem Stimmenanteil des Grossaktionärs von 80% konstant bei 50% und fällt nachher allmählich ab, bis er bei 90% einen Wert von null erreicht.

C. Wirkung der MdM-Regel bei Stimmrechtsaktien

Auch wenn eine Gesellschaft über Stimmrechtsaktien verfügt, beträgt der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre gemäss MdM-Regel normalerweise 50%, unabhängig vom Stimmenanteil des Grossaktionärs – und unabhängig vom Stimmkrafthebel. Dagegen beeinflusst der Stimmkrafthebel die Wirkung der 90%-Regel, da die 90%-Regel auf den Kapitalanteil und nicht auf den Stimmenanteil abstellt.

Abbildung 4 zeigt, wie der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre unter der MdM-Regel und der 90%-Regel bei Stimmkrafthebeln von 1:1, 2:1 und 10:1 vom Stimmenanteil des Grossaktionärs (ab 25%) abhängt. Die Herleitung der Funktion ist im Anhang unter Ziff. 3(b) dargestellt.

Abbildung 4: Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre gemäss der Mehrheit-der-Minderheit-Regel bei Stimmrechtsaktien



Erläuterung: Die Grafik zeigt die Wirkungsweise einer Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel), die durch Zustimmung von 90% des Kapitals übersteuert werden kann. Sie zeigt für verschiedene Stimmkrafthebel, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei gegebenem Stimmenanteil des Grossaktionärs zusätzlich zu dessen Stimmen erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss zustande kommt. Für weitere Modellannahmen siehe Abschnitt III.

Anders als die Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR ist die MdM-Regel in Verbindung mit der 90%-Regel bis zu einem Stimmenanteil des Grossaktionärs von 80% gegenüber verschiedenen Stimmkrafthebeln neutral. Bei noch höheren Stimmenanteilen des Grossaktionärs ist die MdM-Regel in Verbindung mit der 90%-Regel umso strenger, je grösser der Stimmkrafthebel ist. In Abbildung 4 verharrt die Kurve bei grösseren Stimmkrafthebeln länger bei 50%, bevor sie im Anwendungsbereich der 90%-Regel auf null abfällt.

Das spätere Eingreifen der 90%-Regel bei grossen Stimmkrafthebeln scheint gerechtfertigt. Einerseits ist der Anreiz des beherrschenden Aktionärs, seine Stellung zu missbrauchen, tendenziell umso grösser, je grösser der Stimmkrafthebel ist.³⁰ Andererseits kann der für die 90%-Regel massgebliche Kapitalanteil eines Grossaktionärs auch bei

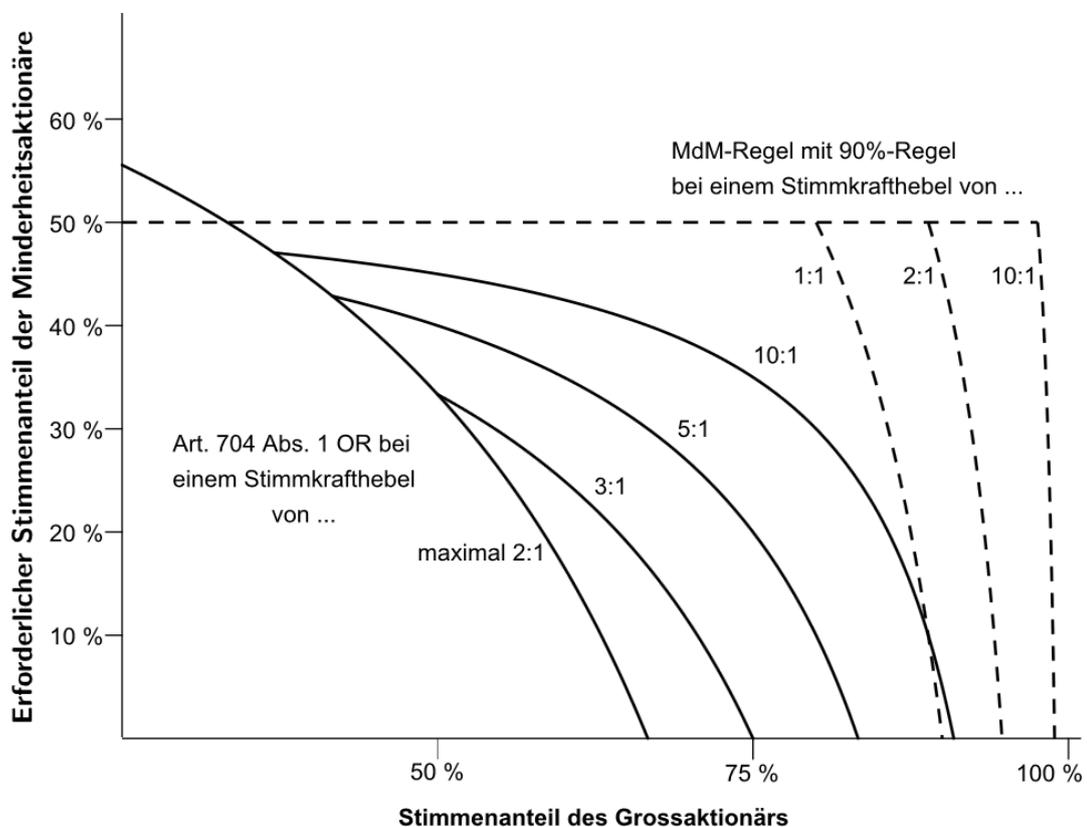
³⁰ Begründung bei Daniel M. Häusermann, Stimmrechtsaktien zwischen Gestaltungsfreiheit und Minderheitenschutz, SZW 2015, 239, 243. Ähnlich Markus Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000, 557.

einem erdrückenden Stimmenanteil immer noch vergleichsweise moderat sein. Beispielsweise könnte ein Grossaktionär mit einer knappen Kapitalmehrheit von 50,1% mit einem Stimmkrafthebel von 10:1 rechnerisch über bis zu 90,9% der Stimmen verfügen. Nach der MdM-Regel wäre diesfalls für einen GV-Beschluss zusätzlich die Zustimmung von Minderheitsaktionären erforderlich, die zusammen über knapp 25% des Kapitals verfügen.³¹

D. Vergleich mit Art. 704 OR

Abbildung 5 zeigt die Minderheitenschutzwirkung von Art. 704 Abs. 1 OR und der MdM-Regel im direkten Vergleich.

Abbildung 5: Art. 704 OR im Vergleich zur Mehrheit-der-Minderheit-Regel



Erläuterung: Die Grafik bezieht sich auf eine Gesellschaft, in der ein Grossaktionär alle Stimmrechtsaktien hält und die Minderheitsaktionäre alle Stammaktien halten. Für weitere Modellannahmen siehe Abschnitt III. Die durchgezogenen Kurven entsprechen jenen aus Abbildung 2. Die gestrichelten Kurven zeigen für verschiedene Stimmkrafthebel, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei gegebenem Stimmenanteil des Grossaktionärs zusätzlich zu dessen Stimmen erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss gemäss der – durch die 90%-Regel durchbrochenen – Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel) zustande kommt.

³¹ Die Mehrheit der Minderheitsaktionäre vertritt in diesem Fall 4,5% der Stimmen und 24,95% des Kapitals.

Die Grafik zeigt, dass die MdM-Regel ab einem Stimmenanteil des Grossaktionärs von 33⅓% strenger ist als die Doppelhürde nach Art. 704 Abs. 1 OR. Letztere Bestimmung schützt die Minderheitsaktionäre bei einem Stimmenanteil des Grossaktionärs zwischen 66⅔% und 90,9% (je nach Stimmkrafthebel) nicht und hat bei tieferen Stimmenanteilen den Charakter einer Minderheit-der-Minderheit-Regel – mit entsprechend schwacher Schutzwirkung. Die MdM-Regel hingegen schützt die Minderheit auch bei sehr hohen Stimmenanteilen des Grossaktionärs.

Umgekehrt ist mit einer MdM-Regel die Holdout-Problematik tendenziell grösser als unter Art. 704 Abs. 1 OR.³² Auch mit der 90%-Regel können Aktionäre, die mindestens 10% des Kapitals vertreten, einen GV-Beschluss blockieren. Sollte sich herausstellen, dass bei einer Sperrminorität von 10% das Holdout-Problem zu gravierend ist, könnte der für ein Überstimmen der Minderheit erforderliche Kapitalanteil tiefer angesetzt werden als 90%, etwa auf 80% oder 75%.³³

Abbildung 5 zeigt ferner, dass sich die Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR mit zunehmendem Stimmkrafthebel der MdM-Regel annähert.³⁴ Insoweit ist Art. 704 Abs. 1 OR eine gewisse Eleganz nicht abzusprechen. Die MdM-Regel verdient jedoch trotzdem den Vorzug, da sie die Minderheitsaktionäre besser schützt und sich das Holdout-Problem durch die 90%-Regel bewältigen lässt.

VI. Erweiterungen des Grundszenarios auf komplexere Sachverhalte

Die Überlegungen in den Abschnitten IV und V beruhen auf dem in Abschnitt III eingeführten Grundszenario, welches auf stark vereinfachenden Annahmen beruht. Die dortigen Aussagen lassen sich wie nachfolgend beschrieben auf komplexere Sachverhalte übertragen.

A. *Nicht vertretene und nicht stimmberechtigte Aktien*

An der GV einer Publikumsgesellschaft ist bekanntlich jeweils nur ein Teil der Aktien vertreten, oftmals kaum mehr als die Hälfte des *free float*. Ein Grund dafür sind Dispo-Aktien, deren Erwerber kein Gesuch auf Eintragung ins Aktienbuch gestellt haben und daher nicht stimmberechtigt ist.³⁵

Für die Interpretation der Aussagen in Abschnitt IV und V kommt es nicht darauf an, aus welchem Grund nicht alle Aktien vertreten sind. Ist nur ein Teil der Aktien vertreten, sind die Aussagen zu Art. 704 Abs. 1 OR sowie jene zur MdM-Regel so zu interpretieren, dass sie sich ausschliesslich auf die vertretenen Aktien beziehen. Damit die

³² Dazu siehe vorne Abschnitt IV.C a.E.

³³ Zum Vergleich: Art. 648 Abs. 1 des OR von 1936, der Vorgänger von Art. 704 OR, schrieb für bestimmte GV-Beschlüsse eine Mehrheit von zwei Dritteln des Gesamtkapitals vor.

³⁴ Bei einem unendlich grossen Stimmkrafthebel tendiert die Funktion gemäss Ausdruck (4) in Anhang Ziff. 1(b) zu ½.

³⁵ Statistische Angaben zum Dispobestand der Schweizer Publikumsgesellschaften bei *Daniel M. Häusermann*, Dispoaktien: ein 250-Milliarden-Problem?, GesKR 2012, 220, 223 f.

Aussagen in Abschnitt V zur 90%-Regel auch für diesen Fall gelten, sind die nicht vertretenen Stimmen als Neinstimmen zu zählen.

B. Enthaltungen und Leerstimmen

Enthaltungen oder leere Stimmen sind in Bezug auf die Aussagen zu Art. 704 Abs. 1 OR sowie zur 90%-Regel wie Neinstimmen zu behandeln, da sie unter dem Erfordernis einer absoluten Mehrheit faktisch als Neinstimmen zählen.³⁶ In Bezug auf die Aussagen zur MdM-Regel sind Enthaltungen oder leere Stimmen wie nicht vertretene Stimmen zu behandeln, da unter der MdM-Regel das relative Mehr (mehr Ja- als Neinstimmen) für das Minderheitsvotum genügen soll.³⁷

C. Grossaktionär hält neben Stimmrechtsaktien auch Stammaktien

Hält ein Grossaktionär neben Stimmrechtsaktien auch Stammaktien, gelten die Aussagen in Abschnitt IV und V betreffend Stimmrechtsaktien für den gewichteten Durchschnitt des Stimmkrafthebels der vom Grossaktionär gehaltenen Aktien. Dieser ist kleiner als der Stimmkrafthebel der Stimmrechtsaktien, da letzterer durch das Halten von Stammaktien gewissermassen verwässert wird. Angenommen, eine Gesellschaft hat 200 Stammaktien zu Fr. 400 und 200 Stimmrechtsaktien zu Fr. 100. Das Gesamtkapital beträgt folglich Fr. 100'000, der Stimmkrafthebel 4:1. Hält ein Aktionär sämtliche 200 Stimmrechtsaktien sowie 40 Stammaktien, so beträgt der gewichtete Durchschnitt seines Stimmkrafthebels $2\frac{2}{3}$.³⁸ Die Gesellschaft könnte nun die 200 Stimmrechtsaktien zu Fr. 100 und 40 Stammaktien zu Fr. 400 gegen 240 Stimmrechtsaktien zu Fr. 150 eintauschen, ohne dass sich der Kapital- und Stimmenanteil der Aktionäre ändern würde. Der Stimmkrafthebel der neuen Stimmrechtsaktien betrüge dann ebenfalls $2\frac{2}{3}$.³⁹

D. Mehrere beherrschende Aktionäre und Verbündete des Grossaktionärs

Beherrschen mehrere Aktionäre die Gesellschaft zusammen, sind sie – analog zum offenlegungs- und übernahmerechtlichen Handeln in gemeinsamer Absprache (Art. 12 FinfraV-FINMA u.a.) und zu den in vielen Statuten vorkommenden Gruppenklauseln⁴⁰ – wie ein einziger Aktionär zu behandeln.

Hat ein Grossaktionär unter den Stammaktionären Verbündete, sind deren Stimmen dem Grossaktionär wie bei gemeinsamer Beherrschung zuzurechnen. Der Stimmkraft-

³⁶ Statt vieler siehe *Böckli* (Fn. 2), § 12 N 391.

³⁷ Siehe *Häusermann* (Fn. 10), 217. Zur Behandlung nicht verteilter Stimmen siehe soeben Abschnitt VI.A.

³⁸ Der Kapitalanteil des Aktionärs beträgt $(200 \times 100.- + 40 \times 400.-) / 100'000.- = 36\%$, sein Stimmenanteil $240 / 400 = 60\%$. Der Kapitalanteil der übrigen Aktionäre beträgt somit 64% und ihr Stimmenanteil 40% . Der gewichtete Durchschnitt des Stimmkrafthebels beträgt $(60\% / 36\%) \times (64\% / 40\%) = 2\frac{2}{3}$.

³⁹ $400.- / 150.-$.

⁴⁰ Gruppenklauseln kommen bei der Prozentvinkulierung vor und bestimmen üblicherweise, dass die Prozentklausel auf Aktionäre, die in gemeinsamer Absprache handeln, anzuwenden ist, wie wenn diese bloss eine Person wären. Vgl. etwa Art. 5 Abs. 7 der Statuten der Nestlé AG vom 16. April 2015, abrufbar unter http://www.nestle.com/asset-library/documents/library/documents/corporate_governance/articles-of-association-of-nestle-de.pdf.

hebel ist folglich so anzupassen, wie wenn der Grossaktionär selbst zusätzliche Stammaktien hielte.⁴¹

VII. Zusammenfassung und Schluss

Besondere Mehrheitsvorschriften über die Beschlussfassung an der Generalversammlung sind ein wichtiges Element des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes. Im vorliegenden Aufsatz wurde die Wirkungsweise der Doppelhürde von Art. 704 Abs. 1 OR mit einer Mehrheit-der-Minderheit-Regel (MdM-Regel) verglichen.

Es hat sich gezeigt, dass Art. 704 Abs. 1 OR eine beschränkte und paradoxe Schutzwirkung entfaltet:⁴² Vertritt ein Grossaktionär mehr als 33⅓% der Stimmen (egal, ob mittels Einheits- oder Stimmrechtsaktien), so stellt Art. 704 Abs. 1 OR eine Art Minderheit-der-Minderheit-Regel mit variablem Beschlussquorum dar, das umso geringer ist, je dominanter der Grossaktionär ist. Zudem kann hier oft eine Minderheit der Minderheitsaktionäre (mit Hilfe des Grossaktionärs) die Mehrheit der Minderheitsaktionäre überstimmen. Positiv zu vermerken ist, dass unter Art. 704 Abs. 1 OR die erforderliche Minderheit der Minderheit tendenziell umso grösser ist, je grösser der Stimmkrafthebel ist, und das Holdout-Problem unter dieser Bestimmung eher vernachlässigbar sein dürfte.⁴³

Gemäss der vom Schreibenden schon früher propagierten, dispositiven MdM-Regel sollen GV-Beschlüsse in beherrschten Gesellschaften die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre oder von 90% des ausstehenden Aktienkapitals voraussetzen.⁴⁴ Die Schwächen von Art. 704 Abs. 1 OR treten bei der MdM-Regel nicht auf. Vor allem aber verwirklicht die MdM-Regel das Mehrheitsprinzip besser als Art. 704 Abs. 1 OR. Bisher wurde das Mehrheitsprinzip⁴⁵ – teils mit Verweis auf den eben nur prinzipiellen Gleichlauf der Interessen von Mehrheit und Minderheit⁴⁶ – ungeachtet der tatsächlichen Machtverhältnisse der GV angewandt. Diese Sichtweise geht implizit davon aus, dass die alleinige Entscheidung eines beherrschenden Aktionärs gleich legitim sei wie ein Mehrheitsvotum eines atomistischen Aktionariats. Die MdM-Regel kommt ohne diese Fiktion aus. Stattdessen simuliert die MdM-Regel eine Abstimmung in einer Gesellschaft mit breit gestreutem Aktionariat, indem sie zusätzlich zu den Stimmen des beherrschenden Aktionärs die Zustimmung einer Mehrheit der Minderheitsaktionäre verlangt. Damit verschafft die MdM-Regel dem Mehrheitsprinzip, soweit dies möglich ist, auch in beherrschten Gesellschaften Geltung.

⁴¹ Siehe soeben Abschnitt VI.C.

⁴² Dazu und zum Folgenden siehe vorne Abschnitt IV.C.

⁴³ Siehe vorne Abschnitte IV.B und IV.C.

⁴⁴ Dazu und zum Folgenden siehe vorne Abschnitt V.

⁴⁵ Das Mehrheitsprinzip als Mittel kollektiver Entscheidungsfindung in der AG – und anderswo – ist nicht leicht zu begründen (vgl. den Versuch bei *Lorenz Fastrich*, Funktionales Rechtsdenken am Beispiel des Gesellschaftsrechts, Berlin/New York 2001, 19 ff.) und scheint in erster Linie mangels besserer Alternativen akzeptiert zu sein.

⁴⁶ Vgl. *Böckli* (Fn. 10), ■.

Anhang: Algebraische Herleitungen

Definitionen:

- s_G Stimmenanteil des Grossaktionärs ($0 \leq s_G \leq 1$)
- s_M erforderlicher Anteil der zustimmenden Minderheitsaktionäre ($0 \leq s_M \leq 1$)
- h Stimmkrafthebel (Nennwert der Stammaktien geteilt durch Nennwert der Stimmrechtsaktien; $1 \leq h \leq 10$, vgl. Art. 693 Abs. 2 OR)
- k_G Kapitalanteil des Grossaktionärs ($0 \leq k_G \leq 1$)

Es gelten zudem die Annahmen gemäss dem Grundszenario in Abschnitt III.

1. Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei Beschlüssen nach Art. 704 Abs. 1 OR

a) Gesellschaften mit Einheitsaktien

Gesucht ist eine Gleichung, die für Gesellschaften mit Einheitsaktien angibt, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach Art. 704 Abs. 1 OR zustande kommt.

Da bei Einheitsaktien Stimmen und Nennwerte gleichlaufen, ist das Zweidrittelmehr der Stimmen das strengere Mehrheitserfordernis. Die gesuchte Gleichung lautet folglich:

$$(1) \quad s_M = \frac{\frac{2}{3} - s_G}{1 - s_G}.$$

Der Zähler entspricht jenem Stimmenanteil, der dem Grossaktionär für das Erreichen des Zweidrittelmehrts fehlt. Der Nenner entspricht dem gesamten Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre.

b) Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien

Gesucht ist eine Gleichung, die für Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien angibt, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach Art. 704 Abs. 1 OR zustande kommt.

Wegen der Doppelhürde ist s_M zweimal zu berechnen, einmal anhand der Aktienstimmen (s_{Ma}) und einmal anhand der Kapitalanteile (s_{Mk})

Der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre in Abhängigkeit vom Stimmenanteil des Grossaktionärs errechnet sich nach der Formel

$$(2) \quad s_M = \max(s_{Ma}, s_{Mk}),$$

wobei

$$(3) \quad s_{Ma} = \frac{\frac{2}{3} - s_G}{1 - s_G}$$

und

$$(4) \quad s_{Mk} = \frac{1}{2} - \frac{s_G}{2h(1 - s_G)}.$$

Ausdruck (2) gibt die Doppelhürde wieder: Der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre ist der höhere Wert von deren jeweiligem Stimmenanteil, der für das Zweidrittelmehr der Stimmen bzw. für die Kapitalmehrheit erforderlich ist. Ausdruck (3) ist die Formel zur Berechnung des Zweidrittelmehr der Stimmen und entspricht somit Ausdruck (1).

Ausdruck (4) lässt sich wie folgt herleiten:

Der für das Erreichen der Kapitalmehrheit erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre in Abhängigkeit vom *Kapitalanteil* des Grossaktionärs berechnet sich nach der Formel

$$(5) \quad s_M = \frac{\frac{1}{2} - k_G}{1 - k_G}.$$

Der Zähler entspricht dem Stimmenanteil, der dem Grossaktionär zur Kapitalmehrheit von 50% fehlt. Der Nenner entspricht dem gesamten Kapitalanteil der Minderheitsaktionäre.

Nun müssen die Kapitalanteile in Stimmenanteile umgerechnet, d.h. k_G durch s_G ersetzt werden. Der Stimmenanteil des Grossaktionärs errechnet sich dabei aus dessen Kapitalanteil und unter Berücksichtigung des Stimmkrafthebels nach der Formel

$$(6) \quad s_G = \frac{k_G h}{k_G h + (1 - k_G)}.$$

Der Zähler entspricht dem um den Stimmkrafthebel korrigierten Kapitalanteil des Grossaktionärs. Der Nenner besteht aus dem Zähler und dem Kapitalanteil der Minderheitsaktionäre (der Differenz zwischen 1 und dem Kapitalanteil des Grossaktionärs). Nach k_G aufgelöst, entspricht Ausdruck (6)

$$(7) \quad k_G = \frac{s_G}{h(1 - s_G) + s_G}.$$

Ausdruck (7) in Ausdruck (5) eingesetzt, ergibt

$$(8) \quad s_M = \frac{\frac{1}{2} - \frac{s_G}{h(1 - s_G) + s_G}}{1 - \frac{s_G}{h(1 - s_G) + s_G}}.$$

Ausdruck (8) lässt sich zu Ausdruck (4) vereinfachen:

$$(4) \quad s_M = \frac{1}{2} - \frac{s_G}{2h(1 - s_G)}.$$

Anhand von Ausdruck (4) lässt sich der Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M) errechnen, der bei gegebenem Stimmkrafthebel (h) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss die Kapitalmehrheit nach Art. 704 Abs. 1 OR erreicht.

2. Stimmenanteil des Grossaktionärs, ab dem das Erfordernis der Kapitalmehrheit strenger ist als das Zweidrittelmehr der Stimmen

Gesucht ist für jeden zulässigen Stimmkrafthebel (h) der Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G), ab dem das Erfordernis der Kapitalmehrheit strenger ist als das Zweidrittelmehr der Stimmen.

Dazu müssen die Ausdrücke (3) und (4) aus Abschnitt 1(b) miteinander gleichgesetzt werden:

$$(9) \quad \frac{\frac{2}{3} - s_G}{1 - s_G} = \frac{1}{2} - \frac{s_G}{2h(1 - s_G)}.$$

Nach s_G aufgelöst, entspricht Ausdruck (9)

$$(10) \quad s_G = \frac{h}{3(h-1)}.$$

Ausdruck (10) ist die gesuchte Gleichung: der Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G), ab dem bei gegebenem Stimmkrafthebel das Erfordernis der Kapitalmehrheit strenger ist als das Zweidrittelmehr der Stimmen.

Durch Einsetzen des Ausdrucks (3) oder (4) in Ausdruck (10) gewinnt man überdies den erforderlichen Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre s_M , ab dem das Erfordernis der Kapitalmehrheit strenger ist als das Zweidrittelmehr der Stimmen:

$$(11) \quad s_M = \frac{h-2}{2h-3}.$$

3. Erforderlicher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre bei der (von der 90%-Regel durchbrochenen) Mehrheit-der-Minderheit-Regel

a) Gesellschaften mit Einheitsaktien

Gesucht ist eine Gleichung, die für Gesellschaften mit Einheitsaktien angibt, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach der (von der 90%-Regel durchbrochenen) MdM-Regel⁴⁷ zustande kommt.

Die gesuchte Gleichung lautet:

$$(12) \quad s_M = \min(0.5, s_M^*),$$

wobei

$$(13) \quad s_M^* = \frac{0.9 - s_G}{1 - s_G}.$$

⁴⁷ Siehe vorne Abschnitt V.A.

In Worten: Der erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre ist der tiefere Wert von (i) 0,5 (50% der Minderheitsaktionäre) und (ii) der Anzahl Stimmen der Minderheitsaktionäre, die dem Grossaktionär fehlen, um 90% der Stimmen (und somit des Kapitals) zu erreichen ($0,9 - s_G$), geteilt durch die Gesamtzahl der Stimmen der Minderheitsaktionäre ($1 - s_G$).

b) Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien

Gesucht ist eine Gleichung, die für Gesellschaften mit Stimmrechtsaktien angibt, welcher Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss nach der (von der 90%-Regel durchbrochenen) MdM-Regel zustande kommt.

Auch hier gilt:

$$(12) \quad s_M = \min(0,5, s_M^*).$$

Die Berechnung des gemäss 90%-Regel erforderlichen Stimmenanteils der Minderheitsaktionäre s_M^* ist hier, da Stimmrechtsaktien vorhanden sind, komplizierter.

Der unter der 90%-Regel für das Zustandekommen eines Beschlusses erforderliche Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre in Abhängigkeit vom *Kapitalanteil* des Grossaktionärs beträgt

$$(14) \quad s_M = \frac{0,9 - k_G}{1 - k_G}.$$

Der Zähler entspricht dem Stimmenanteil, der dem Grossaktionär zur Kapitalmehrheit von 90% fehlt. Der Nenner entspricht dem gesamten Kapitalanteil der Minderheitsaktionäre.

Nun müssen die Kapitalanteile in Stimmenanteile umgerechnet, d.h. k_G durch s_G ersetzt werden. Dies geschieht durch Einsetzen von Ausdruck (7) aus Abschnitt 1(b) in Ausdruck (14):

$$(15) \quad s_M = \frac{0,9 - \frac{s_G}{h(1-s_G) + s_G}}{1 - \frac{s_G}{h(1-s_G) + s_G}}.$$

Ausdruck (15) lässt sich zu folgendem Ausdruck vereinfachen:

$$(16) \quad s_M^* = 0,9 - \frac{s_G}{10h(1-s_G)}.$$

Anhand von Ausdruck (16) lässt sich der Stimmenanteil der Minderheitsaktionäre (s_M^*) errechnen, der bei gegebenem Stimmkrafthebel (h) zusätzlich zum Stimmenanteil des Grossaktionärs (s_G) erforderlich ist, damit ein GV-Beschluss 90% des Kapitals auf sich vereinigt.