

# Der Partizipationsschein – eine Auslegeordnung

## Andreas Binder

Prof. Dr. iur. et lic. oec., Rechtsanwalt, Honorarprofessor an der Universität St. Gallen

## Meinrad Vetter

Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M., Stv. des Präsidenten und Vizepräsidenten des  
Handelsgerichts des Kantons Aargau, Lehrbeauftragter an der Universität St. Gallen

*Sonderdruck aus «Innovatives Recht». Festschrift für Ivo Schwander  
Herausgegeben von Franco Lorandi und Daniel Staehelin*



DIKE Zürich/St. Gallen 2011



---

# Der Partizipationsschein – eine Auslegeordnung

ANDREAS BINDER / MEINRAD VETTER

## Inhaltsübersicht

I.	Einführung	275
II.	Erfindung der Praxis	276
III.	Gesetzliche Regelung von 1992	278
	A. Grundsätzliche Gleichstellung mit der Aktie	278
	B. Voraussetzungen	279
	C. Umfang und Schranken	280
	D. Rechtsstellung des Partizipanten	281
IV.	Tatsächliches Vorkommen	283
	A. Kotierte Gesellschaften	283
	B. Private Gesellschaften	285
	C. Fazit: Der Partizipationsschein existiert	286
V.	Rechtsvergleich	286
	A. Rechtslage in 19 Ländern	286
	B. Vorkommen von stimmrechtslosen Aktien in diesen 19 Ländern	288
VI.	Kollision mit dem Grundsatz der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht	289
	A. Grundsatz	289
	B. Ausnahmen	289
	C. Das rechte Mass	291
VII.	Regelung des Partizipationsscheins de lege ferenda	292
	A. Ausgangspunkt: Vertrags- und Organisationsfreiheit	292
	B. Öffentliches Interesse an Rechtssicherheit und Transparenz	293
	C. Suche nach einem Ausgleich zwischen Proportionalitätsprinzip und Organisationsfreiheit	294

## I. Einführung

Der Partizipationsschein als «Aktie ohne Stimmrecht» ist ein Kind der Praxis<sup>1</sup>. In der Lehre fristet er ein Schattendasein, neuere Publikationen zum Partizipationsschein

---

<sup>1</sup> Statt vieler: ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl. Bern 2007, § 16 N 330 ff.; zur Qualifikation als «Aktie ohne Stimmrecht» vgl. Kap. III.A.

sind rar. Aufgrund der vom Bundesrat in der laufenden Aktienrechtsrevision vorgeschlagenen Abschaffung der Obergrenze des Partizipationskapitals für börsennotierte Partizipationsscheine<sup>2</sup> gelangt er neuerdings wieder etwas stärker in den Fokus der Lehre<sup>3</sup>.

Ziel dieses Aufsatzes ist es, einen Blick auf die Stellung des Partizipationsscheins im System der Aktiengesellschaft zu werfen. Zu diesem Zweck wird zunächst die Entstehungsgeschichte des Partizipationsscheins nachgezeichnet und die heutige gesetzliche Regelung dargestellt. In rechtstatsächlicher Hinsicht wird sodann der Frage nachgegangen, wie weit der Partizipationsschein in der Praxis der über 189'000 Aktiengesellschaften<sup>4</sup> Eingang gefunden hat. Nach einer rechtsvergleichenden Tour d'Horizon wird aufgezeigt, dass der Partizipationsschein als Eigenkapitalpapier ohne Stimmrecht gegen die kapitalgesellschaftliche Grundregel der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht («one share – one vote») verstösst und wie dieser Verstoss einzuordnen ist. Schliesslich werden einige Postulate de lege ferenda gestellt. Es wäre erfreulich und vermutlich auch im Sinne des Jubilars, wenn das eine oder andere Postulat noch in die laufende Aktienrechtsrevision einfliessen würde.

## II. Erfindung der Praxis

Als Mittel der Kapitalbeschaffung wurden Partizipationsscheine in den 1960er Jahren bekannt. Die auf die Förderung von Erdöl und Erdgas in der Schweiz spezialisierte Swisstopetrol Holding AG emittierte 1960 zwecks Kapitalbeschaffung 300'000 Genussscheine zu einem Ausgabepreis von je CHF 100.00<sup>5</sup>. Der Genussschein war vom Gesetzgeber als *Kapitalersatzmittel* geschaffen worden für Personen, «die mit dem Unternehmen durch frühere Kapitalbeteiligung, Aktienbesitz, Gläubigeranspruch oder durch ähnliche Gründe verbunden sind» (Art. 657 Abs. 1 aOR), und wurde bis anhin vor allem als Sanierungspapier gegen Forderungsverzichte von Gläubigern

---

<sup>2</sup> Art. 656b Abs. 1 E-OR; Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, in: BBl 2008, S. 1656 (zit.: Botschaft 2007).

<sup>3</sup> Vgl. TILL SPILLMANN, Partizipationsscheine, in: GesKR Sondernummer 2008, S. 45 ff. (zit.: Partizipationsscheine).

<sup>4</sup> Vgl. Handelsregister-Statistik 2010 des Eidgenössischen Amtes für das Handelsregister (EHRA), <<http://www.zefix.ch>>, Suchfunktion «Statistiken», besucht am 29. Mai 2011 (zit.: EHRA-Statistik 2010).

<sup>5</sup> CHRISTOPH HOFFMANN, Der Partizipationsschein oder die stimmrechtslose Aktie, Diessenhofen 1976, S. 3; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl. Zürich/Basel/Genf 2009, § 5 N 2.

eingesetzt<sup>6</sup>. Die neue Art seiner Verwendung löste in der Literatur die Frage aus, ob der Genussschein auch zur *Kapitalbeschaffung* eingesetzt werden durfte<sup>7</sup>. Rasch setzte sich dabei die Meinung durch, dass dieser erweiterte Verwendungszweck des Genussscheins rechtmässig war<sup>8</sup>. Auch das Bundesgericht bejahte die Zulässigkeit des Partizipationsscheins als Sonderart des Genussscheins, obwohl dieser mit seinem Zweck der Kapitalbeschaffung vom Wortlaut des Art. 657 Abs. 1 aOR nicht abgedeckt war<sup>9</sup>.

Den Begriff «Partizipationsschein» für solche Kapitalbeschaffungs-Genussscheine führte 1963 die Gebrüder Sulzer AG ein<sup>10</sup>. Diese Bezeichnung fand rasch Akzeptanz<sup>11</sup>. Damit war der Partizipationsschein als Sonderform des Genussscheins terminologisch vom Genussschein im klassischen Sinn – als Ersatz für verlorene Rechte oder nicht honorierte Leistungen – abgegrenzt<sup>12</sup>.

Nach seiner ersten Verwendung fand der Partizipationsschein schnell grosse Verbreitung<sup>13</sup>. So wurde er mehr und mehr als Ausweichpapier für ausländische Investoren eingesetzt, da diesen der Erwerb von Aktien angesichts der verbreitet eingesetzten strengen Vinkulierungsvorschriften vielerorts verwehrt war. Denn aus Angst vor Überfremdung hatten nach dem Zweiten Weltkrieg viele Gesellschaften ausländischen natürlichen und juristischen Personen die Eintragung ins Aktienbuch verweigert, was nach damaligem Recht (Art. 686 Abs. 2 aOR) noch «ohne Angabe von Gründen» möglich war<sup>14</sup>. Zusätzlich erlaubte es der Partizipationsschein, den damals hohen Mindestnennwert der Aktie von CHF 100.00 (Art. 622 Abs. 4 aOR) zu umgehen. Mangels gesetzlicher Vorschriften wurde sogar gelegentlich statutarisch bestimmt, dass der Verwaltungsrat der emittierenden Gesellschaft die Partizipationsscheine jederzeit wieder zurückkaufen konnte, und zwar in unbegrenzter Höhe<sup>15</sup>.

---

<sup>6</sup> Vgl. statt vieler CHRISTOPH VON GREYERZ, Die Aktiengesellschaft, in: Schweizerisches Privatrecht VIII/2, Basel/Frankfurt a.M. 1982, S. 264 f.

<sup>7</sup> HOFFMANN (Fn. 5), S. 3 mit Verweis auf den Disput in der Lehre.

<sup>8</sup> HOFFMANN (Fn. 5), S. 104 ff., m.w.N.; ANDREAS BINDER, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Grösch 1988, S. 123, m.w.N.

<sup>9</sup> BGE 113 II 528 E. 3, m.w.N.

<sup>10</sup> HOFFMANN (Fn. 5), S. 3. Die Gebrüder Sulzer AG war auch die erste Gesellschaft, welche Partizipationsscheine an der Börse kotieren liess; BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 2.

<sup>11</sup> Zwischenbericht des Präsidenten und des Sekretärs der Arbeitsgruppe Tschopp für die Überprüfung des Aktienrechts zum Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechts, Lausanne/Bern 1972, S. 125.

<sup>12</sup> Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II, S. 799 (zit.: Botschaft 1983).

<sup>13</sup> Vgl. zu dieser Entwicklung ROLF BÄR, Der Kapitalbeschaffungsgenussschein, in: ZBJV 1965, S. 201 ff.

<sup>14</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 7; HOFFMANN (Fn. 5), S. 107 f.

<sup>15</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 8; HOFFMANN (Fn. 5), S. 109 ff.

Schliesslich wurde der Partizipationsschein auch zur Kapitalbeteiligung der eigenen Mitarbeiter eingesetzt<sup>16</sup>.

Im Rahmen der Vernehmlassung zur Aktienrechtsrevision 1992 war unbestritten, dass der Partizipationsschein gesetzlich geregelt werden musste<sup>17</sup>. Der Bundesrat vertrat die Auffassung, der Partizipant sei völlig ungeschützt, was zwar bisher zu keinen Missbräuchen geführt habe, doch gelte es, die Gefahren rechtzeitig zu beseitigen<sup>18</sup>. Dabei stellte sich die Frage, ob das Aktienrecht den Partizipationsschein als solchen regeln oder konsequenterweise direkt die stimmrechtslose Aktie einführen sollte<sup>19</sup>. Aus praktischen und dogmatischen Gründen<sup>20</sup> entschied sich der Gesetzgeber weitgehend für eine «Kodifizierung dessen, was man nach Landesbrauch ohnehin schon gemacht hatte»<sup>21</sup>.

### III. Gesetzliche Regelung von 1992

#### A. Grundsätzliche Gleichstellung mit der Aktie

Das Aktienrecht von 1992 regelt den Partizipationsschein in den Art. 656a-656g OR relativ ausführlich. Wesensmerkmale des Partizipationsscheins sind gemäss Art. 656a Abs. 1 OR der Nennwert, die Ausgabe gegen Einlage sowie das Fehlen des Stimmrechts.

Formell sind Partizipationsscheine keine Aktien. Materiell werden sie aber in fast jeder Hinsicht nach dem *Leitbild der stimmrechtslosen Aktien* geregelt<sup>22</sup>. Partizipationsscheine können daher als «Aktien ohne Stimmrecht» bezeichnet werden<sup>23</sup>.

---

<sup>16</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 9.

<sup>17</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 800. Vgl. dazu auch den Bericht von PETER JÄGGI an die Arbeitsgruppe von Greyerz mit dem Titel Der Partizipationsschein (PS), in: Probleme der Aktienrechtsrevision, Berner Tage für die juristische Praxis 1972, S. 10 ff. Ein weiterer Abdruck findet sich in: Peter Jäggi, Privatrecht und Staat, Gesammelte Aufsätze, Zürich 1976, S. 419 ff.

<sup>18</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 766.

<sup>19</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 800.

<sup>20</sup> Vgl. dazu Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 800.

<sup>21</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 11.

<sup>22</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 13; HANS CASPAR VON DER CRONE/NINA REISER/EVGENY PLAKSEN, Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse, in: SZW 2010, S. 103; Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 771, 775 und 799 ff.

<sup>23</sup> PETER FORSTMOSER, Zur Revision des schweizerischen Aktienrechts (Erweiterte Fassung eines Vortrages, gehalten am 1. Februar 1973 vor der Gesellschaft der Notar-Stellvertreter des Kantons Zürich), in: ZBGR 54 (1973), S. 91; vgl. auch Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 771 und 775.

Art. 656a Abs. 2 OR enthält den Grundsatz der Gleichstellung des Partizipationsscheins mit der Aktie. Danach gelten die Bestimmungen über das Aktienkapital, die Aktie und den Aktionär auch für das Partizipationskapital, den Partizipationsschein und den Partizipanten, soweit das Gesetz keine andere Regelung enthält<sup>24</sup>. Der Partizipationsschein ist damit weitgehend dem Recht der Aktie unterstellt<sup>25</sup>. Folglich können im geltenden Aktienrecht mit Partizipationsscheinen weder die aktienrechtlichen Vorschriften zum Nennwert noch diejenigen zum Rückkauf eigener Aktien<sup>26</sup> umgangen werden<sup>27</sup>.

## **B. Voraussetzungen**

Die Schaffung von Partizipationskapital bedarf einer ausdrücklich statutarischen Grundlage (Art. 627 Ziff. 9 sowie Art. 656a Abs. 1 OR). Bei ihrer Einführung sind neben den erforderlichen Beschlussquoren der Generalversammlung immer auch die allgemeinen Grundsätze der Mitgliedschaft zu beachten, namentlich das Gleichbehandlungsprinzip (Art. 717 Abs. 2 OR), das Sachlichkeitsgebot (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR) und das Prinzip der schonenden Rechtsausübung (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR)<sup>28</sup>.

Partizipationsscheine können bei der Gründung einer Aktiengesellschaft ausgegeben werden<sup>29</sup>. Gemäss Art. 656a Abs. 2 i.V.m. Art. 629 Abs. 1 OR müssen diesfalls die Gründer anlässlich des Gründungsakts die Bestimmungen über die Partizipationsscheine in den Statuten festlegen, womit die Einführung von Partizipationsscheinen bei der Gründung dem Einstimmigkeitsprinzip unterliegt<sup>30</sup>.

Oft werden Partizipationsscheine im Verfahren der Kapitalerhöhung gemäss Art. 650 ff. OR eingeführt. Dazu kommen alle drei Arten der Kapitalerhöhung in Frage, die ordentliche, die genehmigte und die bedingte. Die Möglichkeit der ordentlichen Kapitalerhöhung wird von Art. 656b Abs. 5 OR zwar nicht erwähnt, doch wird

---

<sup>24</sup> BSK OR II-HESS/RAMPINI/SPILLMANN, 3. Aufl. Basel 2008, N 5 zu Art. 656a OR.

<sup>25</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 801; BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 13; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 5 zu Art. 656a OR. Für eine erschöpfende Aufzählung der auf die Partizipationsscheine anwendbaren aktienrechtlichen Bestimmungen vgl. BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 5 zu Art. 656a OR. Zum Grundsatz der Gleichstellung vgl. auch Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 801 ff.

<sup>26</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 17 mit Ausführungen zu den «redeemable non-voting shares» gemäss US-amerikanischer Praxis; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 6 zu Art. 656a OR.

<sup>27</sup> Vgl. zu diesen im alten Aktienrecht mittels Partizipationsscheinen praktizierten Umgehungsmöglichkeiten Kap. II.

<sup>28</sup> Zum Sachlichkeitsgebot und zum Prinzip der schonender Rechtsausübung vgl. statt vieler PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 39 N 87 ff. und N 95 ff.; MARTIN LIEBI, Vorzugsaktien, Zürich/St. Gallen 2008, S. 94 ff., m.w.N.

<sup>29</sup> BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 4 zu Art. 656b OR.

<sup>30</sup> MARC BAUEN/ROBERT BERNET, Schweizer Aktiengesellschaft, Zürich/Basel/Genf 2007, N 26.

diese einhellig als selbstverständlich erachtet<sup>31</sup>. Für die Einführung von Partizipationsscheinen mittels genehmigter oder bedingter Kapitalerhöhung ist gemäss Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR stets ein qualifizierter Generalversammlungsbeschluss erforderlich, der mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte auf sich vereinigt. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung reicht grundsätzlich das einfache Mehr (Art. 703 OR), es sei denn, es handle sich um eine Kapitalerhöhung aus Eigenkapital, gegen Sacheinlage oder zwecks Sachübernahme, es würden besondere Vorteile gewährt oder es liege eine Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts vor (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und 6 OR)<sup>32</sup>.

Partizipationsscheine sind gemäss Art. 656a Abs. 3 OR ausdrücklich als solche zu bezeichnen. Dieser Bezeichnungszwang soll jede Verwirrung ausschliessen und insbesondere die Partizipationsscheine von den Genussscheinen abgrenzen<sup>33</sup>. Letztere dürfen gemäss Art. 657 Abs. 3 OR weder Partizipationsscheine genannt noch gegen Einlagen ausgegeben werden.

### C. Umfang und Schranken

Gemäss Art. 656b Abs. 2 OR finden die Bestimmungen über das Mindestkapital und über die Mindestgesamteinlage für das Partizipationskapital keine Anwendung. In Abweichung zum Prinzip der Gleichbehandlung mit der Aktie darf das Partizipationskapital das für das Aktienkapital geltende Mindestkapital von CHF 100'000 (Art. 621 OR) unterschreiten, und die Gesamteinlage muss entgegen Art. 632 Abs. 2 OR nicht mindestens CHF 50'000 betragen<sup>34</sup>. Weil der Mindestnennwert auch für Partizipationsscheine gilt (Art. 656a Abs. 2 OR), muss der Nennwert eines Partizipationsscheins mindestens einen Rappen betragen (Art. 622 Abs. 4 OR). Ebenso müssen mindestens 20% des Partizipationskapitals liberiert sein (Art. 632 Abs. 1 OR)<sup>35</sup>.

Gemäss ausdrücklicher Regelung von Art. 656b Abs. 1 OR darf das Partizipationskapital *das Doppelte des Aktienkapitals nicht übersteigen*. Für diese Begrenzung spielt es keine Rolle, ob das Partizipationskapital im Rahmen der Gründung oder später durch

---

<sup>31</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 21; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 5 zu Art. 656b OR; OFK-BURKHALTER, 2. Aufl. Zürich 2009, N 4 zu Art. 656b OR.

<sup>32</sup> OFK-LAMBERT/GERICKE (Fn. 31), N 3 zu Art. 650 OR.

<sup>33</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 804; BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 39.

<sup>34</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 31; OFK-BURKHALTER (Fn. 31), N 2 zu Art. 656b OR; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 2 zu Art. 656b OR.

<sup>35</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 31; OFK-BURKHALTER (Fn. 31), N 2 zu Art. 656b OR; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 2 zu Art. 656b OR.

ordentliche, genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung geschaffen wird<sup>36</sup> – sie kommt in allen diesen Fällen zum Tragen. Eine Ausnahme zu dieser Begrenzung soll gemäss BÖCKLI dann gelten, wenn das Aktienkapital herabgesetzt wird. Aufgrund des Stichtagsprinzips müsse in diesem Fall das Partizipationskapital nicht parallel zum Aktienkapital herabgesetzt werden, weshalb es möglich sei, dass das einst auf 200% des Aktienkapitals limitierte Partizipationskapital im Zuge von Aktienkapitalherabsetzungen diesen Plafond übersteigt<sup>37</sup>. Diese Lehrmeinung findet nach unserer Auffassung keine Stütze im Gesetzeswortlaut des Art. 656b Abs. 1 OR und ist auch vom Sinn und Zweck dieser Bestimmung (Verhinderung eines allzu starken Auseinanderklaffens von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht; vgl. die nachfolgenden Ausführungen sowie Kap. VI) nicht gedeckt<sup>38</sup>.

Die bundesrätliche Botschaft sah noch vor, dass das Partizipationskapital das Aktienkapital nicht übersteigen dürfe, «da sonst ein Missverhältnis zwischen Risikokapitalien mit und ohne Stimmrecht entsteht. Es darf nicht zugelassen werden, dass Personen mit ihrem Stimmrecht die Gesellschaft beherrschen, ohne sich wesentlich an der Aufbringung des Wagniskapitals zu beteiligen.»<sup>39</sup> Die heutige gesetzliche Regelung von Art. 656b Abs. 1 OR gründet auf einem Kompromiss zwischen dem Nationalrat, welcher für Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien oder Partizipationsscheinen jegliche Begrenzung streichen wollte, und dem Ständerat, der am bundesrätlichen Vorschlag festhalten wollte<sup>40</sup>.

## D. Rechtsstellung des Partizipanten

Die Rechtsstellung des Partizipanten wird in den Art. 656c-656g OR geregelt. Verschiedene *Mitwirkungsrechte* stehen den Partizipanten gemäss Art. 656c Abs. 3 und Art. 656d OR *zwingend* zu: Die Orientierung über die Einberufung der Generalversammlung mit Angabe der Traktanden und Anträge, das Auskunfts- und das Einsichtsrecht, das Antragsrecht auf Einleitung einer Sonderprüfung, die Orientierung über die von den Aktionären gefassten Beschlüsse sowie die Klagerechte wie Anfecht-

---

<sup>36</sup> OFK-BURKHALTER (Fn. 31), N 1 zu Art. 656b OR; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 zu Art. 656b OR.

<sup>37</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 42; vgl. auch OFK-BURKHALTER (Fn. 31), N 1 zu Art. 656b OR.

<sup>38</sup> Vgl. auch Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 802 und S. 876, wonach das Partizipationskapital das Aktienkapital niemals übersteigen dürfe (der Bundesrat hatte ein maximales Verhältnis von 1:1 vorgeschlagen), sowie Art. 2 Abs. 2 Satz 4 SchlB zum 26. Titel des OR vom 4. Oktober 1991: «Gesellschaften, deren Partizipationskapital am 1. Januar 1985 das Doppelte des Aktienkapitals überstieg, sind von dessen Anpassung an die gesetzliche Begrenzung ausgenommen».

<sup>39</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 802.

<sup>40</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 42, m.w.N.

tungs-, Verantwortlichkeits- oder Auflösungsklage<sup>41</sup>. Im Übrigen lässt das Gesetz den Gesellschaften viel *Gestaltungsraum*, indem diese statutarisch den Partizipanten weitere Mitwirkungsrechte wie das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung, das Teilnahmerecht an der Generalversammlung, das generelle Recht zur Stellung von Anträgen (Art. 656c Abs. 1 und 2 OR)<sup>42</sup> oder einen Anspruch auf Vertretung im Verwaltungsrat (Art. 656e OR)<sup>43</sup> einräumen können.

Hingegen bestimmt Art. 656c Abs. 1 OR, dass die Partizipanten *kein Stimmrecht* haben. Der Ausschluss des Stimmrechts ist *zwingend*<sup>44</sup>, Statutenbestimmungen, die den Partizipanten in der Generalversammlung ein Stimmrecht einräumen, sind nichtig<sup>45</sup>. Vorbehalten bleibt das Stimmrecht in der Partizipantenversammlung als Sonderversammlung, welche gestützt auf Art. 656f Abs. 4 OR einzuberufen ist, falls den Partizipanten nachträglich Vorrechte oder statutarisch eingeräumte Mitwirkungsrechte entzogen werden sollen<sup>46</sup>.

*Vermögensrechtlich* sind die Partizipanten mit den Aktionären gleichgestellt<sup>47</sup>. Art. 656f Abs. 1 OR hält ausdrücklich fest, dass die Statuten die Partizipanten bei der Verteilung des Bilanzgewinns und des Liquidationsergebnisses sowie beim Bezug neuer Aktien nicht schlechter stellen dürfen als die Aktionäre. Diesbezüglich besteht zwischen Aktionären und Partizipanten eine Schicksalsgemeinschaft<sup>48</sup>. Diese Schicksalsgemeinschaft manifestiert sich auch im Bezugsrecht der Partizipanten. Gemäss Art. 656g Abs. 2 und 3 OR werden die Partizipanten bei einer Erhöhung von Partizipations- und/oder Aktienkapital vor einer Verwässerung ihrer Vermögensrechte gleich wie die Aktionäre geschützt<sup>49</sup>. Allerdings geht das Prinzip der Gleichbehandlung der Partizipanten mit den Aktionären gemäss Art. 656f Abs. 2 OR nur so weit, als dass die Partizipationssscheine zumindest *der am wenigsten bevorzugten Aktienkategorie gleichzustellen* sind; es ist dagegen zulässig, neben Partizipationssscheinen Vorzugsaktien mit weitergehenden Vermögensrechten zu schaffen<sup>50</sup>.

---

<sup>41</sup> Vgl. statt vieler BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 52 ff., m.w.N.

<sup>42</sup> Vgl. statt vieler BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 f. zu Art. 656c OR, m.w.N.

<sup>43</sup> Vgl. statt vieler BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 f. zu Art. 656e OR, m.w.N.

<sup>44</sup> BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 zu Art. 656c OR.

<sup>45</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 44.

<sup>46</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 45; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 zu Art. 656c OR und N 5 zu Art. 656g OR.

<sup>47</sup> MAJA R. BAUMANN, Die Familienholding, Zürich 2005, S. 140.

<sup>48</sup> BAUMANN (Fn. 47), S. 133; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 zu Art. 656f OR.

<sup>49</sup> Vgl. BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1 zu Art. 656g OR. Zum Bezugsrecht der Partizipanten vgl. statt vieler BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 65, m.w.N.

<sup>50</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 19; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 3 zu Art. 656f OR.

## IV. Tatsächliches Vorkommen

### A. Kotierte Gesellschaften

Es grenzt an Ironie, dass sich der Partizipationsschein während dreissig Jahren, zu einer Zeit, als er gesetzlich nicht geregelt war, einer recht grossen Beliebtheit in der Praxis börsenkotierter Gesellschaften erfreut hat, dass in der Folge aber praktisch gleichzeitig mit dem Inkrafttreten des revidierten Aktienrechts mit den neuen Art. 656a ff. OR der Niedergang des kotierten Partizipationsscheins begann<sup>51</sup>. Denn inzwischen hatte man entdeckt, dass das Stimmrecht, anders als bisher vermutet, auch in kotierten Gesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat durchaus einen ökonomischen Wert hat, wenn nur genügend Stimmrechte gepoolt werden<sup>52</sup>. Und mit dem gegen Ende der 1980er und zu Beginn der 1990er Jahre aufkommenden Markt für Unternehmenskontrolle gab es tatsächlich mehr und mehr Beispiele, bei denen mittels öffentlicher Übernahmeangebote solche zersplitterten Stimmrechte zusammengefasst wurden. Der Partizipationsschein als stimmrechtslose Aktie verlor als Eigenkapitalpapier für Kapitalgeber und damit auch für die Emittenten an Attraktivität, wurde er doch regelmässig mit einem Abschlag zur stimmberechtigten Aktie gehandelt<sup>53</sup>. Hinzu kam als weiteres ökonomisches Element das Interesse der Emittenten an einem möglichst liquiden Markt für ihre Beteiligungspapiere; die Unterteilung des Eigenkapitals in zwei oder gar drei verschiedene Papiere führte zu einer künstlichen Verknappung der Liquidität in den Titeln und damit ebenfalls zu einem mittlerweile unerwünschten Kursabschlag<sup>54</sup>. Beide Elemente, der aufkommende Markt für Unternehmenskontrolle ebenso wie der Trend zur Einheitsaktie, führten

---

<sup>51</sup> Vgl. BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 1 und 11 ff.

<sup>52</sup> Zum ökonomischen Wert des Stimmrechts vgl. TILL SPILLMANN, Institutionelle Investoren im Recht der Publikumsgesellschaften, Zürich 2004, S. 83 Fn. 468 (zit.: Institutionelle Investoren); ROGER M. KUNZ, Shareholder Value durch Financial Engineering – Stimmrechte, Einheitsaktien und Aktiensplits, Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 65; CHRISTIAN VON BALLMOOS/PASCAL PERNET, Welchen Marktwert haben Stimmrechte?, NZZ Nr. 103 vom 14. Mai 1999, S. 33; GION GIGER, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Zürich 2003, S. 181 f.; MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaften, Zürich 2000, S. 193 f.

<sup>53</sup> PETER BÖCKLI/CLAIRE HUGUENIN/François DESSEMONTET, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts vom 30. September 2003, Bundesamt für Justiz (Hrsg.), Bern 2003, auch in: Schriften zum Aktienrecht 21, Zürich 2004, S. 155; ROLF WATTEY/CORRADO RAMPINI, Proxy Fights, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, S. 2 Fn. 1; VON BALLMOOS/PERNET (Fn. 52), S. 33; KUNZ (Fn. 52), S. 66.

<sup>54</sup> BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET (Fn. 53), S. 155; KUNZ (Fn. 52), S. 63 f.

dazu, dass kotierte Gesellschaften ihre Partizipationsscheine zunehmend in Aktien umwandelten<sup>55</sup>.

Der Partizipationsschein ist allerdings nicht vollends von den Kurstableaus verschwunden. Im elektronischen Aktienführer der FINANZ UND WIRTSCHAFT<sup>56</sup>, in welchem alle wichtigen an der Schweizer Börse kotierten Gesellschaften aufgeführt sind, weisen aktuell *von 238 Gesellschaften* deren sieben ein Partizipationskapital auf, wovon *fünf* in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft<sup>57</sup>. Es handelt sich um folgende Aktiengesellschaften:

Gesellschaft	Grundkapital (in Mio. CHF)	Aktienkapital (in Mio. CHF)	Partizipationskapital (in Mio. CHF)	Verhältnis Partizipations- zu Aktien- kapital
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli Aktiengesellschaft	23.02	14.00	9.02	64%
Loeb Holding AG	3.10	1.50 <sup>58</sup>	1.60	107%
Perrot Duval Holding SA	5.50	4.15 <sup>59</sup>	1.35	33%
Repower AG	3.41	2.78	0.63	23%
Schindler Holding AG	12.04	7.18	4.86	68%

<sup>55</sup> BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONTET (Fn. 53), S. 154; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 1a zu Art. 656a OR; RETO SANWALD, Bedeutung und Zukunft der Inhaberaktien in der Schweiz, in: Reprax 2000/2, S. 22 ff.

<sup>56</sup> FINANZ UND WIRTSCHAFT, Elektronischer Aktienführer, <<http://www.fuw.ch/de/aktienfuehrer.html>>; alle nachfolgenden Angaben in diesem Kapitel zu den einzelnen Gesellschaften stammen aus einem Besuch dieser Website am 15. Mai 2011 und wurden anhand der elektronischen Handelsregistrauszüge dieser Gesellschaften verifiziert.

<sup>57</sup> Die Basler Kantonalbank und die Graubündner Kantonalbank sind öffentlich-rechtliche Körperschaften, weshalb die Ausgestaltung ihrer Partizipationsscheine auf öffentlichem Recht und nicht auf Art. 656a ff. OR beruht.

<sup>58</sup> CHF 0.74 Mio. Stammaktien und CHF 0.76 Mio. Stimmrechtsaktien mit einem Hebel von 10:1.

<sup>59</sup> CHF 3.4 Mio. Stammaktien und CHF 0.75 Mio. Stimmrechtsaktien mit einem Hebel von 5:1.

Zusätzlich zu beachten sind die altrechtlichen Genussscheine der Roche Holding AG, welche ebenfalls kein Stimmrecht gewähren: Gemäss § 3 und 4 der Statuten<sup>60</sup> verfügt die Roche Holding AG über 160 Mio. Aktien à nominal CHF 1 sowie 702.6 Mio. Genussscheine, welche keinen Bestandteil des Aktienkapitals bilden und kein Stimmrecht haben, aber den gleichen Anteil am Bilanzgewinn vermitteln wie die Aktien. Das Verhältnis Genussscheine zu Aktien beträgt somit 439%.

Abgesehen von den altrechtlichen Genussscheinen der Roche Holding AG lässt sich feststellen, dass das Verhältnis des Partizipations- zum Aktienkapital bei allen Gesellschaften mit zwischen 23% und 107% deutlich unter der gesetzlichen Maximalgrenze von 200% gemäss Art. 656b Abs. 1 OR (vgl. Kap. III.C) liegt.

## **B. Private Gesellschaften**

Eine rechtstatsächliche Übersicht über das Vorkommen der Partizipationsscheine bei den ca. 189'000 nicht-kotierten Aktiengesellschaften ist weit schwieriger zu erlangen. Das Eidgenössische Handelsregisteramt verfügt über keine entsprechenden Statistiken. Eine Online-Untersuchung der Zahlen einiger repräsentativer Kantone zeigt folgendes Bild<sup>61</sup>: Im Kanton Zürich gibt es 104<sup>62</sup> Aktiengesellschaften, die ein Partizipationskapital aufweisen, im Kanton Zug 71, im Kanton Bern 44<sup>63</sup>, im Kanton Aargau 29 und im Kanton Basel-Stadt 18. Setzt man diese Zahlen ins Verhältnis zur Gesamtzahl der Aktiengesellschaften in diesen Kantonen, so zeigt sich, dass *ungefähr 0.3 bis 0.4% aller nicht-kotierten Aktiengesellschaften über Partizipationsscheine verfügen*<sup>64</sup>. Aus eigenen praktischen Erfahrungen wissen wir, dass Partizipationsscheine gelegentlich als Instrument bei Nachfolgeplanungen in Familienunternehmen eingesetzt werden, ermöglichen sie doch die Beteiligung aller Nachkommen am Vermögen der Gesellschaft unter gleichzeitiger klarer Zuweisung der Stimmenherrschaft an einen oder einzelne Nachfolger. In der Regel ist dieses Ziel aber auch über den weniger einschneidenden Weg der Schaffung von Stimmrechtsaktien erreichbar, welche einen maximalen Stimmrechtshebel von 10:1 (Art. 693 Abs. 2 OR) und

---

<sup>60</sup> Statuten der Roche Holding AG vom 1. März 2011.

<sup>61</sup> Zahlen jeweils Stand 10. Mai 2011; alle kantonalen Daten am 10. Mai 2011 abgerufen auf der jeweiligen Website des kantonalen Handelsregisteramts, Suchfunktion «Diverse», Suche nach Begriff «Partizipationsschein», Typ der Eintragung «Aktienstückelung», Suche in «aktuellen Eintragungen» und «aktiven Firmen».

<sup>62</sup> Darunter die oben erfasste Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli Aktiengesellschaft.

<sup>63</sup> Darunter die oben erfasste Loeb Holding AG.

<sup>64</sup> Kanton Zürich 104 von 30'897 = 0.34%; Kanton Zug 71 von 17'063 = 0.42%; Kanton Aargau 29 von 9'503 = 0.31%; Kanton Bern 44 von 15'278 = 0.29%; Kanton Basel-Stadt 18 von 4'595 = 0.39%; Gesamtzahl der Aktiengesellschaften je Kanton jeweils Stand 31. Dezember 2010; vgl. EHRA-Statistik 2010 (Fn. 4).

nicht wie bei Partizipationsscheinen von unendlich ermöglichen. Partizipationsscheine können ferner ein Instrument zur Realisierung steueroptimierter Strukturen bei privaten Gesellschaften darstellen<sup>65</sup>. Gelegentlich werden sie auch bei Sanierungen eingesetzt<sup>66</sup>.

## C. Fazit: Der Partizipationsschein existiert

Es ergibt sich, dass der Partizipationsschein heute bei einer Handvoll teilweise grosser Publikumsgesellschaften und bei hochgerechnet etwa 500 bis 800<sup>67</sup> privaten Aktiengesellschaften vorkommt. In rechtstatsächlicher Hinsicht kann damit festgehalten werden, dass in der Praxis gelegentlich das Bedürfnis nach diesem Eigenkapitalpapier besteht.

## V. Rechtsvergleich

### A. Rechtslage in 19 Ländern

Wir haben in Kap. III.A festgestellt, dass der Partizipationsschein des schweizerischen Rechts in materieller Hinsicht weitestgehend eine stimmrechtslose Aktie ist<sup>68</sup>. Ein Rechtsvergleich mit dem Ausland zeigt, dass verschiedene Länder eine solche stimmrechtslose Aktie kennen, wobei diese typischerweise in zwei Formen vorkommt: Als stimmrechtslose Aktie mit Vorzugsrecht oder als stimmrechtslose Aktie ohne Vorzugsrecht.

Die Ausführungen in diesem Kapitel basieren auf einer im Auftrag der Europäischen Kommission durchgeführten umfangreichen Analyse von insgesamt 13 Abweichungen vom Grundsatz «one share – one vote» (sog. Control Enhancing Mechanisms, CEMs) in 19 verschiedenen Ländern, nämlich den 16 EU-Mitgliedsländern Belgien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Grossbritan-

---

<sup>65</sup> Wir haben solche Strukturen in der Praxis umgesetzt.

<sup>66</sup> Vgl. auch CHRISTOPH B. BÜHLER, Aussergerichtliche Sanierung der Aktiengesellschaft, in: ST 2010, S. 449 ff.

<sup>67</sup> 0.3 bis 0.4% der gesamten Aktiengesellschaften in der Schweiz von 189'515 (Stand 31.12.2010); vgl. EHRA-Statistik 2010 (Fn. 4).

<sup>68</sup> Vgl. BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 13 ff; BSK-HESS/RAMPINI/SPILLMANN (Fn. 24), N 5 zu Art. 656a OR.

nien, Holland, Irland, Italien, Luxemburg, Polen, Schweden, Spanien und Ungarn sowie den USA, Japan und Australien<sup>69</sup>.

Die *stimmrechtslose Aktie mit Vorzugsrecht* ist in 16 der 19 untersuchten Länder zulässig, wobei häufig Restriktionen bestehen, insbesondere bezüglich des maximalen Verhältnisses zwischen stimmrechtslosen und stimmberechtigten Aktien oder bezüglich der zwingenden Einräumung resp. Aktivierung des Stimmrechts in bestimmten Fällen, so bei Abstimmungen über besonders wichtige Themen oder im Falle eines Dividendenverzichts. Vereinzelt gewähren die Rechtsordnungen den Inhabern der stimmrechtslosen Aktien das Recht, einen Vertreter in das oberste Führungs- oder Kontrollorgan zu delegieren. Im Einzelnen präsentiert sich die Rechtslage gemäss der erwähnten Analyse von 16 Ländern der EU sowie den USA, von Japan und Australien wie folgt<sup>70</sup>:

Die stimmrechtlose Aktie mit Gewährung von Vorzugsrechten ist zulässig in Belgien (maximal 33.3% des Aktienkapitals), Deutschland (maximal 50% des Aktienkapitals), Estland (maximal 33.3% des Aktienkapitals), Frankreich (maximal 25% des Aktienkapitals), Griechenland (maximal 40% des Aktienkapitals), Italien (maximal 50% des Aktienkapitals), Luxemburg (maximal 50% des Aktienkapitals), Spanien (maximal 50% des Aktienkapitals), Ungarn (maximal 50% des Aktienkapitals), Japan (maximal 50% des Aktienkapitals) sowie ohne Begrenzung in Finnland, Grossbritannien, Irland, Polen, USA und Australien. Nicht zugelassen ist die stimmrechtslose Aktie mit Vorzugsrecht in den untersuchten Ländern einzig in Dänemark, Holland und Schweden.

In Belgien, Deutschland, Estland, Luxemburg, Spanien, Ungarn und Australien werden die Stimmrechte aktiviert, falls während einer gewissen Zeit (je nach Land ein bis drei Jahre) keine Dividende ausbezahlt wurde. In Belgien, Estland, Luxemburg und Australien werden den grundsätzlich stimmrechtslosen Aktien zudem Stimmrechte für bestimmte Entscheidungen, beispielsweise zur Änderung des Gesellschaftszwecks oder zu Aktienrückkaufprogrammen, gewährt. In den USA erhalten die Inhaber der stimmrechtslosen Aktien in der Regel bei zweimaligem Dividendenausfall das Recht, zwei oder mehr Directors zu wählen.

---

<sup>69</sup> INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES EUROPE (ISS EUROPE)/SHERMAN & STERLING LLP (S&S)/EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), Report on the Proportionality Principle in the European Union, Proportionality between Ownership and Control in: EU Listed Companies, External Study commissioned by the European Commission, 2007 (zit.: Proportionality Principle Report). In dieser Studie wurden neben den stimmrechtslosen Aktien unter anderem die folgenden Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip untersucht: Aktien mit Mehrfachstimmrechten, Vorzugsaktien, Stimmrechtsbegrenzungen, Eigentumsbegrenzungen an Aktien, Pyramidenstrukturen, Kreuzbeteiligungen und Aktionärsbindungsverträge. Bei den grossen kotierten Gesellschaften kommen dabei als Abweichungen zum Proportionalitätsgrundsatz am häufigsten Pyramidenstrukturen und Mehrfachstimmrechte vor; vgl. Proportionality Principle Report, S. 6.

<sup>70</sup> Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 15 und 19.

Die *stimmrechtslose Aktie ohne Vorzugsrecht*, mithin das Äquivalent zum Partizipationsschein schweizerischer Prägung, ist dagegen nur *in acht der untersuchten 19 Länder* zulässig. Es bestehen zudem häufig gleiche oder ähnliche Restriktionen wie bei stimmrechtslosen Aktien mit Vorzugsrechten, so bezüglich des maximalen Verhältnisses zwischen stimmrechtslosen und stimmberechtigten Aktien, der zwingenden Einräumung resp. Aktivierung des Stimmrechts in bestimmten Fällen oder des Rechts, einen Vertreter in das oberste Führungs- oder Kontrollorgan zu delegieren. Im Einzelnen präsentiert sich die Rechtslage gemäss der besagten Länderanalyse wie folgt<sup>71</sup>:

Die stimmrechtslose Aktie ohne Gewährung von Vorzugsrechten ist zulässig in Frankreich (maximal 25% des Aktienkapitals), Italien (maximal 50% des Aktienkapitals), Japan (maximal 50% des Aktienkapitals) sowie ohne Begrenzung in Finnland, Grossbritannien, Irland, USA und Australien. Nicht zugelassen ist die stimmrechtslose Aktie ohne Vorzugsrechte dagegen in Belgien, Dänemark<sup>72</sup>, Deutschland, Estland, Griechenland, Holland, Luxemburg, Polen, Schweden, Spanien und Ungarn.

## **B. Vorkommen von stimmrechtslosen Aktien in diesen 19 Ländern**

Obwohl in vielen Ländern in der einen oder andern Form zulässig, sind stimmrechtslose Aktien bei den im tatsächlichen Teil der besagten Untersuchung analysierten 464 europäischen *börsenkotierten* Gesellschaften *relativ selten* anzutreffen<sup>73</sup>. So haben nur zwei oder 0.5% der grösseren Publikumsgesellschaften in Europa stimmrechtslose Aktien ohne Vorzugsrechte, je eine mit Sitz in Dänemark resp. Irland. Stimmrechtslose Aktien mit Vorzugsrechten haben immerhin 29 oder 6% der untersuchten Publikumsgesellschaften, wobei die meisten dieser Gesellschaften ihren Sitz in Grossbritannien, Irland oder Italien haben; diese Gesellschaften kompensieren das fehlende Stimmrecht mit einer Vorzugsdividende<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 15 und 19.

<sup>72</sup> In Dänemark sind stimmrechtslose Aktien ohne Vorzugsrechte – ebenso wie solche mit Vorzugsrechten – seit 1974 nicht mehr zulässig; auf altrechtlicher Basis kommen sie in der Praxis vereinzelt vor (vgl. Kap. V.B); vgl. Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 19 und 39 sowie Exhibit C.I, S. 65 f.

<sup>73</sup> In der Analyse wurden total 464 börsenkotierte EU-Gesellschaften analysiert: 311 grosse Gesellschaften (die 20 grössten Gesellschaften in jedem der 16 untersuchten EU-Länder mit einer Marktkapitalisierung von max. € 2 Mia. [Stand 31. Dezember 2005], bereinigt um 9 Spezialsituationen) sowie 153 kleinere, kürzlich kotierte Gesellschaften; vgl. Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 19, 23 und 97 f.

<sup>74</sup> Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 28.

Was das Vorkommen der stimmrechtslosen Aktien bei *privaten* Gesellschaften betrifft, sind uns keine empirischen Daten aus den EU-Mitgliedsländern bekannt. In den USA soll ein erheblicher Anteil nicht-kotierter Gesellschaften über stimmrechtslose Aktien verfügen<sup>75</sup>.

## VI. Kollision mit dem Grundsatz der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht

### A. Grundsatz

Gemäss Art. 692 Abs. 1 OR üben die Aktionäre «ihr Stimmrecht in der Generalversammlung nach Verhältnis des gesamten Nennwerts der ihnen gehörenden Aktien aus». Damit gilt im schweizerischen Aktienrecht der Grundsatz der *Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht*, das heisst, die Stimmkraft der Aktionäre und somit ihr Einfluss auf die Aktiengesellschaft bestimmt sich nach der relativen Höhe ihrer Kapitalanteile<sup>76</sup>. In der Lehre wird für dieses Proportionalitätsprinzip regelmässig der Ausdruck «*one share – one vote*» verwendet<sup>77</sup>. Für die Ausübung des Stimmrechts ist der gesamte Nennwert der dem Aktionär gehörenden Aktien massgebend, unabhängig von deren Liberierung<sup>78</sup>.

### B. Ausnahmen

Zu diesem Grundsatz enthält das schweizerische Recht allerdings gewichtige Ausnahmen: So lässt es gemäss Art. 693 OR *Stimmrechtsaktien* zu, sie dürfen einen maximalen Hebel von 10:1 zu den Stammaktien aufweisen. Art. 692 Abs. 2 OR gestattet es, mittels Statutenbestimmung die *Stimmzahl* der Besitzer mehrerer Aktien zu *beschränken* und auf diese Weise vom Proportionalitätsprinzip abzuweichen. Eine ähnliche Wirkung haben statutarische *Vinkulierungsbestimmungen* bei kotierten

---

<sup>75</sup> VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (Fn. 22), S. 106.

<sup>76</sup> SPILLMANN, Partizipationsscheine (Fn. 3), S. 47; SPILLMANN, Institutionelle Investoren (Fn. 52), S. 163 f.; CAROLE LEA GEHRER, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Zürich 2003, S. 146.

<sup>77</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 12 N 467; GEHRER (Fn. 76), S. 146; BAUMANN (Fn. 47), S. 133; VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (Fn. 22), S. 94, 103 und 105 ff.; MIKE BURKART/SAMUEL LEE, The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective, in: ECGI Working Paper Series in Finance No. 176/2007 May 2007, <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=987486](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=987486)>, besucht am 29. Mai 2011.

<sup>78</sup> BSK-LÄNZLINGER (Fn. 24), N 3 zu Art. 692 OR, m.w.N.

Aktien, führen diese doch zu einem Auseinanderfallen der Eigentums- und Vermögensrechte an den Aktien einerseits und der Stimmrechte – welche ruhen – andererseits (Art. 685d und 685f OR). Schliesslich führt auch das Phänomen der *Dispoaktien* zu einem Auseinanderfallen von Stimmrecht und wirtschaftlichem Eigentum<sup>79</sup>.

Die in Kap. V erwähnte rechtsvergleichende Studie zeigt, dass der Grundsatz «one share – one vote» auch im Ausland nicht konsequent umgesetzt ist: Jedes der 19 untersuchten Länder kennt in seiner Gesetzgebung zwischen fünf und elf Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip<sup>80</sup>. Der Grund liegt darin, dass der Grundsatz «one share – one vote» mit einem anderen fundamentalen Prinzip des Gesellschaftsrechts kollidiert: dem *Prinzip der Vertrags- und Organisationsfreiheit* (inherent right to self organisation principle)<sup>81</sup>. Die vor geraumer Zeit auf EU-Ebene herrschende Idee, den Grundsatz «one share – one vote» zu etablieren, scheint heute nicht mehr aktuell zu sein<sup>82</sup>, und auch in den USA, dem Ursprungsland dieses Grundsatzes, gilt er heute lediglich noch als Grundregel<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> Eine börsenkotierte Namenaktie mutiert zu einer sog. Dispoaktie, wenn sich deren Eigentümer nach dem Erwerb über die Börse nicht im Aktienbuch eintragen lässt. Der Erwerber erwirbt diesfalls wohl – zwar nicht rechtlich, aber faktisch – das wirtschaftliche Substrat der Aktie, das Stimmrecht ruht dagegen. Dispoaktien sind damit Aktien ohne Stimmrecht. Vgl. zum Ganzen HANS CASPAR VON DER CRONE/MARTINA ISLER, Dispoaktien, in: GesKR Sondernummer 2008, S. 76 f.; HANS CASPAR VON DER CRONE/TIFFANY ENDER, Dispoaktien und Nominee-Modell in: Rolf Watter (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich/St. Gallen 2010, S. 136 f.; BÖCKLI (Fn. 5), § 6 N 152 ff.; Botschaft 2007 (Fn. 2), S. 1619.

<sup>80</sup> Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 5.

<sup>81</sup> Vgl. Kap. VII.A; Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 5.

<sup>82</sup> Der EU-Bericht der High Level Group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids aus dem Jahr 2002 enthielt ein starkes Plädoyer für die Berücksichtigung des Grundsatzes der Proportionalität zwischen ökonomischem Risiko und Stimmrecht: Im Normalfall solle nur Eigenkapital Mitwirkungsrechte haben, und zwar proportional zum getragenen Risiko, da es den Inhabern das unbegrenzte Recht auf den Gewinn und den Residualwert bei der Liquidation gewährt; die Inhaber dieser Rechte seien am Besten legitimiert, über die Geschäfte der Gesellschaft zu entscheiden, da sie auch die Auswirkungen ihrer Entscheide zu tragen hätten (vgl. Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids vom 10. Januar 2002, S. 3); EU-Kommission, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 12. Dezember 2007, S. 4 ff. (zit.: EU-Kommission, Impact Assessment); Vorschlag für eine 5. gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie (Strukturrichtlinie), KOM (1972), 887, nie verabschiedet und schliesslich zurückgezogen mit KOM (2001) 763, S. 22; OECD Steering Group on Corporate Governance, Lack of Proportionality between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion, Dezember 2007; CLAIRE HUGUENIN/BEATRICE GROB, Schutz der Kapitalmehrheit, Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts vom 3. August 2006 (4C.165/2006), BGE 132 III 707, i.S. A. AG (Beklagte und Berufungsklägerin) gegen B.C. und C.C. (Kläger und Berufungsbeklagte), in: SZW 2007, S. 95; KARL HOFSTETTER, Corporate Governance in der Schweiz, Begleitbericht zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, economiesuisse (Hrsg.), Zürich 2002, S. 25; vgl. auch BURKART/LEE (Fn. 77), S. 1 ff.

<sup>83</sup> VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (Fn. 22), S. 94 und 104 ff.; HOFSTETTER (Fn. 82), S. 24.

Eine fundamental neue und extreme Ausprägung der Abweichung vom Proportionalitätsprinzip stellt das sogenannte *Empty Voting* dar. Unter *Empty Voting* versteht man das Phänomen der Entkoppelung von ökonomischem und rechtlichem Eigentum an Aktien (decoupling of economic ownership and voting power) mittels neuartiger derivativer Finanzinstrumente sowie des Instituts der Wertschriftenleihe. Diese ermöglichen es Investoren, Stimmrechte in der Generalversammlung einer Gesellschaft auszuüben unter gleichzeitigem Einsatz von weniger, im Extremfall unter Einsatz von null oder gar negativem ökonomischem Interesse<sup>84</sup>. Das *Empty Voting* ist in höchstem Masse problematisch, da es im Gegensatz zu den andern Abweichungen vom Grundsatz «one share – one vote» nicht auf der Basis eines bewussten Entscheides der Aktionäre der Gesellschaft beruht, ohne jegliche Transparenz erfolgt, extreme Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip von gegen 1:10'000 zulässt und damit grundsätzliche Governance-Fragen aufwirft<sup>85</sup>.

### C. Das rechte Mass

Als stimmrechtslose Aktie kollidiert der Partizipationsschein in besonders krasser Weise mit dem Grundsatz der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht<sup>86</sup>, haben die Partizipanten doch überhaupt kein Stimmrecht, auch kein unterproportionales, während auf der andern Seite das Stimmrecht der Aktionäre überproportional zu dem von ihnen eingesetzten Kapital ist. Im abschliessenden Kap. VII soll versucht werden, diese extreme Abweichung vom Proportionalitätsprinzip einzuordnen, das Prinzip der Vertrags- und Organisationsfreiheit und das Proportionalitätsprinzip bezogen auf den Partizipationsschein in eine Harmonie zu bringen und daraus Postulate de lege ferenda abzuleiten.

---

<sup>84</sup> Vgl. HENRY T.C. HU/BERNARD BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in: *Southern California Law Review* 2006, S. 811 ff.; HENRY T.C. HU/BERNARD BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions*, in: *University of Pennsylvania Law Review* 2008, S. 625 ff.

<sup>85</sup> Vgl. ANDREAS BINDER, *M&A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn*, in: Günter Müller-Stewens/Sven Kunisch/Andreas Binder (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices*, Stuttgart 2010, S. 502 f., auch publiziert in *GesKR Online* 3/2010, S. 13, <<http://www.geskr.ch>>, besucht am 29. Mai 2011; ANDREAS BINDER, *Corporate Governance vor einem Paradigmawechsel? Neue Rolle des Aktionärs im Corporate Governance-System*, Referat am 1. St. Galler Corporate Management Forum vom 5. November 2010, <http://www.binderlegal.ch/publikationen.html>, besucht am 29. Mai 2011; ROLF WATTER/ANDREAS HINSEN, *Empty Voting und verwandte Taktiken*, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XI*, Zürich 2009, S. 1 ff., m.w.N.; *Paper of the European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality*, Juni 2007, S. 23; EU-Kommission, *Impact Assessment* (Fn. 82), S. 24 und 55.

<sup>86</sup> Vgl. VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN (Fn. 22), S. 103.

## VII. Regelung des Partizipationsscheins de lege ferenda

### A. Ausgangspunkt: Vertrags- und Organisationsfreiheit

Die schweizerische Wirtschaftsverfassung ist geprägt vom Grundrecht der Wirtschaftsfreiheit (Art. 27 und 94 Abs. 1 BV) sowie von der Eigentumsgarantie (Art. 26 BV)<sup>87</sup>. Die *Privatautonomie* und die aus dieser abgeleitete *Vertragsfreiheit* sind *Grundprinzipien der Privatrechtsordnung* und «gehören zum unantastbaren Kern der Wirtschaftsfreiheit»<sup>88</sup>. Gemäss Bundesgericht gehört das in Art. 1 und 19 OR und damit auf Gesetzesstufe formulierte Prinzip der Vertragsfreiheit zum integrierenden Bestandteil der verfassungsmässigen Wirtschaftsfreiheit<sup>89</sup>. Art. 94 Abs. 3 BV verpflichtet Bund und Kantone, im Rahmen ihrer Zuständigkeiten für günstige Rahmenbedingungen für die private Wirtschaft zu sorgen. Als Gesetzgeber konkretisiert der Bund, namentlich mit Mitteln des Privatrechts, den verfassungsmässigen Grundentscheid für eine wettbewerbskoordinierte Privatwirtschaft<sup>90</sup>. Art. 5 BV steckt den Rahmen staatlichen Handelns ab. Gemäss dessen Abs. 2 muss staatliches Handeln im *öffentlichen Interesse* liegen und *verhältnismässig* sein. Art. 36 BV regelt die Voraussetzungen für die Einschränkung von Grundrechten und stellt klar, dass der Bund diese grundlegenden Prinzipien auch im Rahmen seiner verfassungsmässigen Regelungskompetenz im Bereich des Zivilrechts gemäss Art. 122 BV beachten muss. Das Verhältnismässigkeitsprinzip verlangt, dass «eine staatliche Massnahme in der Rechtsetzung oder Rechtsanwendung geeignet und erforderlich sein muss und dass die angestrebte Wirkung nicht in einem Missverhältnis zu anderen zu beachtenden Interessen stehen darf»<sup>91</sup>.

*Gesellschaften sind Verträge* (Art. 530 Abs. 1 OR) und geniessen damit den Schutz der *Vertragsfreiheit*<sup>92</sup>, im gesellschaftsrechtlichen Kontext auch *Organisationsfreiheit* genannt<sup>93</sup>. Jede zwingende Regelung im Bereich des Gesellschaftsrechts setzt als Ein-

---

<sup>87</sup> KLAUS A. VALLENDER, St. Galler Kommentar zur Bundesverfassung, 2. Aufl. Zürich/St. Gallen 2008, N 37 zu Art 27 BV.

<sup>88</sup> VALLENDER, St. Galler Kommentar (Fn. 87), N 38 zu Art 27 BV; KLAUS A. VALLENDER/PETER HETTICH/JENS LEHNE, Wirtschaftsfreiheit und begrenzte Staatsverantwortung, 4. Aufl. Bern 2006, § 5 N 58 f. und 113; REGINA KIENER/WALTER KÄLIN, Grundrechte, Bern 2007, S. 303; vgl. auch JÖRG PAUL MÜLLER/MARKUS SCHEFER, Grundrechte in der Schweiz, 4. Aufl. Bern 2008, S. 1079.

<sup>89</sup> BGE 131 I 333 E. 4.

<sup>90</sup> VALLENDER, St. Galler Kommentar (Fn. 87), N 12 zu Art 94 BV.

<sup>91</sup> YVO HANGARTNER, St. Galler Kommentar (Fn. 87), N 36 zu Art. 5 BV; zum öffentlichen Interesse und zum Verhältnismässigkeitsprinzip vgl. auch KIENER/KÄLIN (Fn. 88), S. 319 ff.

<sup>92</sup> Daran ändert nichts, dass Aktiengesellschaften (gemäss Art. 625 OR) und GmbHs (gemäss Art. 775 OR) neuerdings auch von einer einzigen Person gegründet werden können.

<sup>93</sup> Vgl. PETER BADURA, Mitbestimmung und Gesellschaftsrecht – Verfassungsrechtliches Korollarium zur Rolle des Privatrechts in der Rechtsordnung, in: Manfred Löwitsch/Christian Schmidt-

schränkung der Vertrags- und Organisationsfreiheit ein öffentliches Interesse voraus und muss den Grundsatz der Verhältnismässigkeit wahren. Das Prinzip der Organisationsfreiheit ist weltweit verankert und bildet einen starken Gegenpol zum Proportionalitätsprinzip<sup>94</sup>. Einschränkungen der gesellschaftsrechtlichen Organisations- oder Gestaltungsfreiheit können im Wesentlichen aus Gründen des Schutzes von Drittinteressen (Gläubiger), aus einem öffentlichen Interesse an einem Interessenausgleich unter den Mitgliedern (Minderheitenschutz) oder aus Allgemeininteressen (Verkehrerschutz, namentlich auch Schutz eines funktionsfähigen Kapitalmarkts) geboten sein<sup>95</sup>.

## **B. Öffentliches Interesse an Rechtssicherheit und Transparenz**

Sucht man nach öffentlichen Interessen im Zusammenhang mit der Regelung des Partizipationsscheins, so findet man solche zweifelsfrei im Bereich von Rechtssicherheit und Transparenz. Von zentraler Bedeutung sowohl für das Funktionieren des Kapitalmarkts als Ganzes als auch für die Rechtsstellung des einzelnen Investors ist eine klare gesetzliche Regelung des Partizipationsscheins hinsichtlich dessen Zulässigkeit und Ausgestaltung. Transparenz ist oberstes Gebot, alle Eigenkapitalgeber, aber auch Dritte, die mit einer Gesellschaft in Kontakt treten, sollen wissen, wie sich das Eigenkapital strukturell zusammensetzt<sup>96</sup>. Diese Anforderungen sind im geltenden Recht erfüllt. Die Rechtsstellung des Partizipanten ist klar geregelt, die Eigenkapitalstruktur ist transparent und für jedermann im Handelsregister einsehbar. Ein gesetzgeberischer Handlungsbedarf besteht daher diesbezüglich<sup>97</sup> nicht.

---

Leithoff/Burkhard Schmiedel (Hrsg.), Beiträge zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Festschrift für Fritz Rittner zum 70. Geburtstag, München 1991, S. 13 f.; INES PÖSCHEL/ROLF WATTER, Die Zulässigkeit einer deklarativen Kapitalherabsetzung bei durch Rangrücktritt gemilderter Überschuldung, Umgang mit Pro forma Bilanzen, in: Reprax 2005/2, S. 12.

<sup>94</sup> Vgl. Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 5 und 14.

<sup>95</sup> Vgl. MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (Fn. 1), § 11 N 6; zum Anlegerschutz und zum Systemchutz als zentrale Regelungsziele des Börsengesetzes vgl. den Wortlaut von Art. 1 BEHG: «Dieses Gesetz regelt die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen sowie für den gewerbmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Es schafft den Rahmen, um die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten.»

<sup>96</sup> Die Bedeutung der Transparenz im Zusammenhang mit Abweichungen vom Proportionalitätsprinzip zeigt auch der Ländervergleich im Proportionality Principle Report (Fn. 69), S. 6: «Transparency of CEMs (Control Enhancing Mechanisms) is also an issue addressed in all jurisdictions which have been studied: CEMs are generally subject to a wide variety of disclosure obligations, including initial disclosure requirements and on-going disclosure requirements.»

<sup>97</sup> Anders als im Bereich der Dispoaktien, deren Bestand schwankend, vom Willen der Investoren abhängig und nicht transparent ist, und anders als im Bereich des Empty Voting, welches völlig

### C. Suche nach einem Ausgleich zwischen Proportionalitätsprinzip und Organisationsfreiheit

Schwieriger wird es, wenn es um die Frage geht, ob auch ein öffentliches Interesse besteht, den Partizipationsschein als stimmrechtsloses Risikopapier und damit extremen Verstoss gegen den Grundsatz der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht in gewisse Schranken zu weisen oder gar gänzlich zu verbieten. Die Beantwortung der Frage hängt von der Einschätzung dieses Grundsatzes ab. Für die Verfechter eines zwingenden aktienrechtlichen Grundsatzes «one share – one vote» ist der Partizipationsschein «eine Schöpfung des leibhaftigen Beelzebubs»<sup>98</sup>. Der Rechtsvergleich hat allerdings gezeigt, dass dieser zwingende Grundsatz in keinem Land in absoluter Form umgesetzt ist. Auch die Analyse des Schweizer Aktienrechts fördert eine Vielzahl weiterer Elemente zu Tage, die, in unterschiedlicher Intensität, gegen das Prinzip der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht verstossen: Stimmrechtsaktien, Stimmrechtsbeschränkungen, Vinkulierungen, Dispoaktien.

Die wesentlichen Treiber der Abweichungen zum Grundsatz «one share – one vote» sind die *vielfältigen Bedürfnisse* der unzähligen Gesellschaften und ihrer Kapitalgeber. Grundsätzlich steht es jedem *Investor frei*, in eine Gesellschaft zu investieren, niemand ist gezwungen, stimmrechtslose Risikopapiere zu zeichnen oder zu liberieren. Eine natürliche Vermutung spricht damit gegen einschränkende Vorschriften in diesem Bereich. Solange eine *Nachfrage* nach solchen Papieren besteht, soll es diese Papiere geben, der *Markt* regelt das von alleine und in der Regel effizient, es braucht keinen Eingriff des Gesetzgebers<sup>99</sup>. Ein Verbot von Partizipationsscheinen wäre eindeutig überschüssend, zumal angesichts der Vielzahl anderer Mechanismen, die den Grundsatz der Proportionalität verletzen. Wenn man denn im Bereich des Partizipationsscheins eine Durchsetzung des Proportionalitätsgedankens ins Auge fassen möchte, so wäre wenn schon eine umfassende Auslegeordnung aller sog. Kontroll-erhöhungsmechanismen (Control Enhancing Mechanisms) vorzunehmen und eine konsequente, differenzierte, in sich stimmige Regelung auszugestalten. Dies wäre allerdings äusserst anspruchsvoll, müsste man doch einerseits vielerorts in gewachsene Strukturen eingreifen – oder diese von den neuen Regelungen ausnehmen – und andererseits viele gesellschaftsextern wirkende Ausweichmöglichkeiten, wie zum Beispiel und insbesondere Pyramidenstrukturen oder Aktionärsbindungsverträge, ebenfalls ins Recht fassen. Die negativen Effekte einer solchen Regulierung werden

---

intransparent ist und die Corporate Governance der Aktiengesellschaft in ihrem Kern in Frage stellt (vgl. Kap. VI.B).

<sup>98</sup> Zitat aus BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 6a.

<sup>99</sup> Vgl. auch BÖCKLI/HUGUENIN/DESSEMONNET (Fn. 53), S. 155.

in einem Bericht der EU-Kommission zum Proportionalitätsprinzip anschaulich dargestellt<sup>100</sup>.

Gegen die liberale Sicht lassen sich indes zwei Argumentationslinien anführen, die eine bei privaten, die andere bei privaten und kotierten Gesellschaften. Bei *privaten Gesellschaften* liegt ein grundlegendes Problem darin, dass im Gegensatz zu kotierten Gesellschaften *kein funktionierender Markt* für den Handel von Gesellschaftsanteilen existiert. Anders als bei Publikumsgesellschaften fehlen daher hier die für die Governance wichtigen Elemente des *Exit* (via Aktienverkauf)<sup>101</sup> und des *Change of control* (via börsenrechtlichem Übernahmeangebot)<sup>102</sup>. Ein Eigenkapitalgeber, der sich in einer Minderheitsposition in einer privaten Aktiengesellschaft befindet, ist mit seinem Investment damit weitgehend in dieser Gesellschaft eingeschlossen, sein Vermögen ist hochgradig immobil. Dieses Problem ist aber nicht singulär für den Partizipanten, sondern betrifft jeden Eigenkapitalgeber, der in der Minderheit ist und einer Mehrheit gegenübersteht. Da das Mehrheitsprinzip ein mindestens ebenso grundsätzliches Charakteristikum der Aktiengesellschaft ist wie das Proportionalitätsprinzip<sup>103</sup>, muss dieses Problem via *Minderheitenschutz* oder, besser, effizienter und wirksamer und de lege ferenda deshalb zu fördern, via Verbesserung der *Exit-möglichkeiten* der Aktionäre und Partizipanten gelöst werden<sup>104</sup>.

Grundsätzlicher wiegt ein *systemischer Einwand*, der gegen ein zu weit gehendes Laissez-faire spricht, und zwar bei kotierten Gesellschaften ebenso wie bei privaten. *Aktionäre unterliegen weder einer Sorgfalts- noch einer Treuepflicht* gegenüber der Gesellschaft. Sie dürfen, anders als Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung oder auch jeder Arbeitnehmer, bei der Ausübung ihrer Rechte von Gesetzes wegen egoistisch ihre eigenen Interessen verfolgen. Damit dieses egoistische Verhalten in aller Regel nicht nur zum singulären Wohl des Aktionärs beiträgt, sondern zum Wohl aller Aktionäre und zum Gesellschaftsinteresse, verstanden als Interesse

---

<sup>100</sup> EU-Kommission, Impact Assessment (Fn. 82), S. 4 ff.

<sup>101</sup> Auch «Abstimmen mit den Füßen» oder «Wall Street Rule» genannt; vgl. SPILLMANN, Institutionelle Investoren (Fn. 52), S. 92; PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 4 N 64, m.w.N.

<sup>102</sup> Dieses muss sich gemäss Art. 9 Abs. 2 i.V.m. Art. 2 Bst. b UEV auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren und damit explizit auch auf Partizipations- und Genussscheine beziehen, und zwar unabhängig davon, ob es sich um ein Pflichtangebot oder ein freiwilliges Angebot handelt; vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND, 2. Aufl. Basel 2011, N 16 und 20 zu Art. 24 BEHG.

<sup>103</sup> Vgl. BÖCKLI (Fn 5), § 5 N 117; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (Fn. 28), § 41 N 5 ff.; BGE 4A\_205/2008 E. 4.1 («Le Temps-Entscheid»); BGE 99 II 55 E. 4b («Weltwoche-Entscheid»).

<sup>104</sup> Auf eine Vertiefung dieser Forderung soll hier aus Platzgründen verzichtet werden; vgl. dazu die Vorschläge in der Vernehmlassung des Schweizerischen Anwaltsverbandes zum Vorentwurf des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartements zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts vom 2. Dezember 2005, Tabellarischer Teil, S. 13 ff., <<http://www.bj.admin.ch/content/dam/data/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision/vernehmlassung/verbaende.pdf>>, besucht am 29. Mai 2011.

am nachhaltigen Gedeihen und Wohlergehen der Gesellschaft im Interesse aller Beteiligten, ist erforderlich, dass die *Verknüpfung von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht nicht allzu lose* wird. Nur wenn sich die Entscheide des stimmberechtigten Risikokapitalgebers mit genügender Intensität in der Wertentwicklung seines eigenen vermögensmässigen Engagements niederschlagen, ist gewährleistet, dass er mit der Wahrnehmung seiner eigenen Interessen in aller Regel auch die Interessen der übrigen Aktionäre und der Gesellschaft wahrt. Es besteht damit nach unserem Dafürhalten ein ausgewiesenes *öffentliches Interesse* daran, zwecks Sicherstellung der Repräsentativität und Gewährleistung der Legitimität der von den Gesellschaftern gefassten Beschlüsse ein allzu grosses Auseinanderklaffen von Kapitalbeteiligung und Stimmrecht zu verhindern, und zwar sowohl bei der kotierten als auch bei der nicht-kotierten Gesellschaft. Diese Einschätzung wurde bis vor kurzem weitherum geteilt: Während der Bundesrat 1983 ein maximales Verhältnis von Partizipationsscheinen zu Aktien von 1:1 vorgeschlagen hatte, einigte man sich im Parlament auf ein solches von 2:1<sup>105</sup>. Vergleicht man dieses Verhältnis mit den Regelungen im Ausland, so fällt auf, dass zwar einige Länder auf eine Limitierung verzichten, die Mehrheit aber ebenfalls ein Maximum vorsieht, welches in der Regel zwischen 1:4 und 1:2 und damit deutlich unter der schweizerischen Grenze liegt (vgl. Kap. V.A).

Im Rahmen der laufenden *Aktienrechtsrevision* soll dieser Plafond für nicht-kotierte Gesellschaften beibehalten, für kotierte Gesellschaften hingegen aufgehoben werden<sup>106</sup>. Der Bundesrat begründet dies in seiner Botschaft mit dem damit diesen Gesellschaften gewährten grösseren Spielraum bei der Ausgestaltung ihrer Kapitalstrukturen; dies erscheine «unproblematisch, weil die Partizipationsscheine an der Börse frei veräussert werden können, wenn die Partizipanten mit der Unternehmensführung nicht einverstanden sind»<sup>107</sup>. BÖCKLI sieht darin «eine unerträgliche Abweichung vom Grundsatz der kapitalbezogenen Governance der Aktiengesellschaft», ist aber immerhin bereit, die Limite auf 10:1 zu vervielfachen<sup>108</sup>. Auch SPILLMANN kritisiert die geplante Abschaffung, welche der Stossrichtung der letzten Aktienrechtsrevision diametral entgegenlaufe, und plädiert primär für ein Festhalten an der bestehenden, im internationalen Bereich bereits sehr flexiblen Regelung, ist dann aber im Sinne eines Kompromisses bereit, sich dem Vorschlag von BÖCKLI anzuschliessen<sup>109</sup>. Nach unserer Auffassung muss aus Gründen der Aktionärs-Governance unbedingt an einer Maximallimite auch bei börsenkotierten Partizipationsscheinen festgehalten werden. Wenn man sich vergegenwärtigt, dass im Markt weder in der

---

<sup>105</sup> Botschaft 1983 (Fn. 12), S. 802; BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 42.

<sup>106</sup> Art. 656b Abs. 1 E-OR; Botschaft 2007 (Fn. 2), S. 1656.

<sup>107</sup> Botschaft 2007 (Fn. 2), S. 1656.

<sup>108</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 42a f.; PETER BÖCKLI, Aktienrechtsrevision: Die Zwangsjacke wird enger geschnürt, in: GesKR 2011, S. 13.

<sup>109</sup> SPILLMANN, Partizipationsscheine (Fn. 3), S. 50 f.

Schweiz noch im Ausland ein Bedürfnis nach extrem hohen Partizipationskapitalanteilen auszumachen ist, dass im Ausland in vielen Jurisdiktionen ein deutlich unter 1:1 liegender Hebel zugelassen ist und dass zudem im Ausland die stimmrechtslose Aktie in manchen Ländern anders als in der Schweiz zwingend mit Vorzugsrechten auszugestalten ist, dann ist *nicht ersichtlich, weshalb ein solcher Plafond beseitigt werden soll*.

Nach einer in der Lehre vertretenen Auffassung<sup>110</sup> gilt die Begrenzung nicht, wenn das *Aktienkapital herabgesetzt* und aus diesem Grund die gesetzliche Maximallimite von 200% überschritten wird. Die Begründung für diese Auffassung ist für uns de lege lata nicht nachvollziehbar (vgl. Kap. III.C) und de lege ferenda nicht haltbar. Denn wenn man die Begrenzung aus Gründen des Systemschutzes einer funktionierenden Corporate Governance vorsieht, dann kann es keine Rolle spielen, auf welchem Weg der Grenzwert überschritten wird. Eine unterschiedliche Regelung birgt zudem die Gefahr des Missbrauchs. Wir halten daher dafür, die Limite auch im Fall der Aktienkapitalherabsetzung zur Anwendung zu bringen, was im konkreten Fall eine lineare Herabsetzung von Aktien- und Partizipationskapital bedingen kann.

Das heutige Aktienrecht enthält in Art. 656c OR das zwingende *Verbot* der Einräumung jeglicher *Stimmrechte* an die Partizipanten. Ein öffentliches Interesse für ein solches Verbot ist nicht auszumachen. Im Gegenteil besteht aus systemischer Sicht ein grundsätzliches Interesse, das Prinzip «one share – one vote» zu fördern, und eine möglichst repräsentative Beteiligung der Risikokapitalgeber an der gesellschaftsinternen Willensbildung ist erwünscht. Wenn deshalb Aktiengesellschaften im Rahmen ihrer *Organisationsfreiheit* statutarisch den Partizipanten in gewissen Fällen Stimmrechte einräumen möchten, so sollte dies vom Gesetzgeber nicht verhindert werden. Das diesbezügliche Verbot lässt sich nicht begründen und ist de lege ferenda aufzuheben.

Abzulehnen ist ferner das in der Aktienrechtsrevision (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 E-OR) neu vorgesehene *qualifizierte Mehr für die Umwandlung von Partizipationsscheinen in Aktien*<sup>111</sup>. Es ist nicht einzusehen, weshalb Annäherungen an das Proportionalitätsprinzip vom Gesetzgeber zwingend erschwert werden sollen; die neue Vorschrift stünde im Übrigen auch in Widerspruch zur Regelung bei den Stimmrechtsaktien und der Vinkulierung, bei welchen bloss die Einführung, nicht aber die Aufhebung dem qualifizierten Mehr des Art. 704 OR unterstellt ist und sein soll<sup>112</sup>.

Anders als in der Schweiz ist in vielen Ländern die stimmrechtslose Aktie nur zulässig, sofern sie ihren Inhabern gegenüber den stimmberechtigten Aktien *Vorzugsrech-*

---

<sup>110</sup> BÖCKLI (Fn. 5), § 5 N 42; vgl. auch OFK-BURKHALTER (Fn. 31), N 1 zu Art. 656b OR.

<sup>111</sup> Gl. M. BÜHLER (Fn. 66), S. 450.

<sup>112</sup> Vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 2 und 3 OR und Art. 704 Abs. 1. Ziff. 7 und 8 E-OR.

te einräumt. Dieses zwingende Gewähren von Vorzugsrechten im Gegenzug zum Entzug des Stimmrechts führt damit institutionell zu einem zumindest partiellen Ausgleich der mit dem Stimmrechtsausschluss verbundenen Schlechterstellung. Eine solche Regelung erscheint uns grundsätzlich auch für die Schweiz prüfenswert, wobei wir deren Einführung als ein Korrektiv zur mangelnden Exitmöglichkeit auf nicht-kotierte Partizipationsscheine beschränken würden. Als Spielvarianten könnten wir uns auch eine gesetzliche Gleichbehandlung des Partizipationsscheins mit der am bevorzugtesten behandelten statt wie heute bloss mit der am wenigsten bevorzugten Aktienkategorie vorstellen oder die Aktivierung des Stimmrechts bei Dividendenausfall wie in Deutschland, Belgien, Luxemburg, Spanien, Ungarn oder Australien<sup>113</sup>. Vielleicht findet der Jubilar einmal Lust und Musse, sich mit diesen Fragen näher zu beschäftigen.

*Zusammengefasst* plädieren wir für i) die Beibehaltung eines Plafonds auch bei kotierten Partizipationsscheinen, ii) die Anwendbarkeit dieses Plafonds auch bei Aktienkapitalherabsetzungen, iii) die Einführung der statutarischen Möglichkeit und damit des dispositiven Rechts, den Partizipanten in bestimmten Fällen Stimmrechte zu gewähren, iv) den Verzicht auf die zwingende Einführung eines qualifizierten Mehrs für die Umwandlung von Partizipationsscheinen in Aktien sowie v) die Verbesserung der Exitmöglichkeiten für Aktionäre und Partizipanten als effektives und effizientes Minderheitenschutzinstrument bei nicht-kotierten Gesellschaften. Im Weiteren schlagen wir vor, die Frage einer zwingenden Einführung von Vorzugs-Partizipationsscheinen bei nicht-kotierten Gesellschaften, die Frage der Gleichbehandlung der Partizipationsscheininhaber mit der bevorzugtesten statt wie heute bloss der am wenigsten bevorzugten Aktienkategorie sowie die Frage der gesetzlichen Aktivierung des Stimmrechts für Partizipanten in besonderen Fällen einer vertieften Prüfung zu unterziehen.

---

<sup>113</sup> Vgl. Kap. V.A; vgl. auch den diesbezüglichen Vorschlag von HANS CASPAR VON DER CRONE, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien, Zürich 2001, S. 23; ebenso BÜHLER (Fn. 66), S. 450.