

Die Vorteile der Einheitsaktie – Schweizer Siegeszug eines effizienten Wertpapiers

*Roger M. Kunz **

Innerhalb von vier Jahren haben nicht weniger als 50 Gesellschaften ihre Partizipationsscheine in Aktien umgetauscht. Gleich 38 Unternehmen verknüpften diese Massnahme mit der Schaffung von Einheitsaktien. Dieser Artikel geht auf die Ursachen dieser Entwicklung ein.

In den vergangenen sechs Jahren hat die Mehrheit der an der Börse kotierten schweizerischen Gesellschaften ihre Eigenkapitalstruktur verändert. Dabei handelte es sich meist um Vereinfachungen, indem die Zahl ausstehender Beteiligungspapiere reduziert wurde. Die historisch gewachsenen, komplizierten Eigenkapitalstrukturen waren Ausdruck eines nur sehr begrenzten Willens zu einem wirklichen Going public: Externe Risikoträger waren zwar erwünscht, aber ein der Kapitalbeteiligung entsprechendes Mitspracherecht wurde ihnen oftmals verwehrt. Erst in der jüngeren Vergangenheit hat die vermehrte Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre an Bedeutung gewonnen. Wie stark sich die Eigenkapitalstrukturen der schweizerischen Publikumsaktiengesellschaften innerhalb weniger Jahre verändert haben, zeigt die Zusammenstellung in der Tabelle. Die typische Aktiengesellschaft hatte 1989 Inhaber- (I) und Namenaktien (N) sowie stimmrechtslose Partizipations- (PS) oder Genussscheine (GS) als Beteiligungspapiere ausstehend. Hatten damals über 40% der Gesellschaften diese Eigenkapitalstruktur besessen, so ist sie bis heute mit einem Anteil von nur noch rund 6% fast zur Ausnahmerecheinung geworden. Eine Ursache für diese Entwicklung liegt im massiven Bedeutungsverlust des Partizipationsscheins: Während sich bis 1991 rund die Hälfte der Unternehmungen dieses Finanzierungsinstruments bedienten, sind es heute nur noch etwa ein Siebtel.

Folgen des neuen Aktienrechts

Die dargestellte Entwicklung kann mit dem neuen Aktienrecht erklärt werden, das am 1. Juli 1992 in Kraft getreten ist. Es hat mit der erstmaligen gesetzlichen Regelung des Partizipationsscheins als stimmrechtslose Aktie diesem Finanzierungsinstrument wichtige Vorteile genommen: Zunächst ist die völlig frei wählbare Ausgestaltung der Rechte der PS-Besitzer verlorengelassen. Auch konnten früher eigene Titel nur in Form von PS gekauft und gehalten werden, während dies heute für alle Beteiligungspapiere bis zu 10% erlaubt ist. Zudem konnte das Eigenkapital nur durch die Ausgabe von PS auf Vorrat und ohne erneute Einberufung einer Aktionärsversammlung erhöht werden. Das neue Aktienrecht erlaubt jedoch mit der bedingten und der genehmigten Kapitalerhöhung eine rasche und flexible Kapitalbeschaffung auch durch die Emission von Aktien. Wahrscheinlich von geringerer, aber trotzdem nicht zu unterschätzender Bedeutung war die freie Wahl des PS-Nennwertes. Dadurch konnte der minimale Aktiennennwert von 100 Fr. unterschritten und konnten "leichte" Titel geschaffen werden. Gemäss dem neuen Aktienrecht gilt nun für beide Titelkategorien ein Wert von mindestens 10 Fr. Der Unterschied zwischen Aktie und PS besteht somit heute nur noch im fehlenden Stimmrecht des letztgenannten. Dieser Vorteil ist offensichtlich für die meisten Gesellschaften nicht ausreichend, um eine zusätzliche Titelkategorie zu rechtfertigen.

Seit 1993 weisen die meisten Gesellschaften eine Eigenkapitalstruktur auf, die aus Inhaber-

und Namenaktien besteht. Dieser Typ hat allerdings in jenem Jahr den Höhepunkt überschritten. Immer mehr Gesellschaften bleiben nicht bei der Abschaffung des Partizipationsscheins stehen, sondern führen gleich die Einheitsaktie ein: Während 1989 erst 13,2% der Gesellschaften nur eine Titelkategorie (Inhaber- oder Namenaktien) ausstehend hatten, sind es 1995 bereits über 40%.

Präferenz für Namenaktien

In der beigestellten Graphik sind die Möglichkeiten, die Eigenkapitalstruktur zu verändern, systematisch dargestellt. Die Zahl der ausstehenden Titelkategorien nimmt von oben nach unten ab. Die Darstellung enthält zudem die Häufigkeit, mit der einzelne Massnahmen von 1992 bis Ende September 1995 durchgeführt wurden. Darunter befinden sich überwiegend Verschiebungen von oben nach unten, selten horizontal und nur einmal von unten nach oben. Als einzige Gesellschaft hat Edipresse ihre bereits bestehenden Einheitsaktien im März 1995 in Stimmrechtsnamen- und Inhaberaktien aufgeteilt. Insgesamt zeigt sich jedoch ein eindeutiger Trend zu vereinfachten Eigenkapitalstrukturen.

Innerhalb von knapp vier Jahren haben nicht weniger als 50 Gesellschaften ihre PS in Aktien umgetauscht. 38 Gesellschaften haben gleich die Einheitsaktie eingeführt. Mit einem Anteil von über 70% (27 Gesellschaften) wird die Namenaktie deutlich bevorzugt. Der Grund liegt vermutlich darin, dass Publikumsgesellschaften nur so ihre Eigentümer kennen, direkt ansprechen und Eintragungsbeschränkungen durchsetzen können. Als Ziel der Vereinfachung der Eigenkapitalstruktur wird meist eine verbesserte Handelsliquidität der Beteiligungspapiere genannt. Bei gleichbleibendem Umsatzvolumen aller Titel einer Gesellschaft führt die Zusammenlegung einzelner Kategorien direkt zu einer höheren Liquidität der betreffenden Valoren. Die Auswirkungen sind naturgemäss bei der Einführung der Einheitsaktie am stärksten. Die aus der Theorie abgeleiteten Erwartungen werden durch erste Ergebnisse einer am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel durchgeführten empirischen Untersuchung bestätigt.

Aus der Sicht des Anlegers ist eine transparente Eigenkapitalstruktur in Form der Einheitsaktie wünschenswert, da der Erfolg seiner Anlagestrategie nicht von der zufällig unterschiedlichen Performance einzelner Titelkategorien (etwa auch auf Grund von Veränderungen der Eigenkapitalstruktur) abhängig ist. Damit entfallen auch Ecart-Diskussionen. Ein weiterer Vorteil der Einheitsaktie zeigt sich bei Kapitalerhöhungen: Unternehmen, welche nur eine einzige Titelkategorie ausstehend haben, können einen höheren Preis für die neuen Titel festlegen, da sie die Emissionskonditionen nicht auf die am niedrigsten bewertete Titelkategorie ausrichten müssen. Dadurch werden die Eigenkapitalkosten reduziert.

Maximierung des Marktwerts

Schliesslich zeigen Grossmann und Hart ("Journal of Financial Economics", 1988), dass mit der Einheitsaktie der Markt für Unternehmenskontrolle besonders wirksam funktioniert. Wenn ein ineffizientes Managementteam eine Stimmenmehrheit hält oder kaufen will, kann es bei der Existenz von Stimmrechtsaktien die Unternehmung mit einer Kapitalminderheit kontrollieren. Es kann somit die Privilegien des Eigentümers voll geniessen, während die Kosten seines Missmanagements in Form eines reduzierten Unternehmenswertes zum Teil auf die übrigen Aktionäre abgewälzt werden können. Da bei der Einheitsaktie hingegen Stimmrechts- und Kapitalbeteiligung deckungsgleich sind, können wertvermindernde Unternehmensübernahmen ausgeschlossen werden, während umgekehrt wertsteigernde Übernahmen besonders einfach möglich sind. Die Eigentumsrechte der Aktionäre bleiben damit gewahrt, und in aller Regel wird der Marktwert der Unternehmung maximiert.

Den genannten Vorteilen der Einheitsaktie stehen aus der Sicht der Unternehmung keinerlei Nachteile gegenüber. Sie sollten insgesamt eine Reduktion der Eigenkapitalkosten ermöglichen. Wie das Beispiel der Schweizerischen Bankgesellschaft zeigt, können jedoch für die bisherigen (Stimmrechts-)Aktionäre durch den Übergang zur Einheitsaktie unter Umständen substantielle Nachteile entstehen. Bei der geplanten SBG-Einheitsaktie lag der auf die Namenaktionäre entfallende Anteil aus dem erwarteten Gesamtnutzen für die Unternehmung offensichtlich wesentlich niedriger als ihr massiver Verlust an Stimmkraft. Obwohl die Einheitsaktie die effizienteste Eigenkapitalstruktur ist, liefert diese Erkenntnis keinerlei Angaben darüber, wie man am besten zu dieser Idealform (zurück)gelangt.

Der Trend zur Einheitsaktie wird sich fortsetzen: Alusuisse-Lonza, Schweizer Rück und die Waadtländer Kantonbank haben diesen Schritt bereits angekündigt. Die Generalversammlung der Schweizerischen Bankgesellschaft hat zwar im letzten Jahr beschlossen, die Einheitsaktie einzuführen, kann den Beschluss jedoch auf Grund der Klage der BK Vision bis auf weiteres nicht umsetzen. Der Höhepunkt der Entwicklung zu vereinfachten Eigenkapitalstrukturen dürfte in der Zwischenzeit allerdings überschritten sein, da diejenigen Gesellschaften, welche ihren Aktionärsbeziehungen einen hohen Stellenwert einräumen, den Schritt zu mehr Offenheit und Transparenz bereits vollzogen haben. Diese Offenheit gegenüber allen Kapitalanlegern zeigt sich im übrigen nicht bloss in einer möglichst einfachen Kapitalstruktur, sondern ebenso sehr in einer transparenten Rechnungslegung nach internationalen Standards, einer glaubwürdigen Informationspolitik und einer möglichst formlosen Übertragbarkeit der Aktien, die zudem in ihrer Stimmkraft nicht eingeschränkt sein sollten. Für durch einen festen (Familien-)Kern mit einer Kapitalminderheit beherrschte Gesellschaften dürften Stimmrechtsaktien trotz gewissen Nachteilen allerdings auch in Zukunft die Regel darstellen, solange diese unechten Publikumsgesellschaften (bzw. ihre Manager) den Kapitalmarkt nicht uneingeschränkt als Schiedsrichter über die gewählte Unternehmensstrategie akzeptieren wollen.

Mit den meisten Massnahmen, die schweizerische Aktiengesellschaften in bezug auf ihre Beteiligungspapiere in der jüngeren Vergangenheit durchführten, wurden Effizienz, Liquidität und Transparenz des Aktienhandels verbessert. Bei börsenkotierten Gesellschaften wird die Attraktivität ihrer Beteiligungspapiere auch für internationale Anleger immer wichtiger, um im Wettbewerb um möglichst niedrige Eigenfinanzierungskosten bestehen zu können. Ein verstärktes "Aktien-Marketing" und der Aufbau guter "investor relations" bilden die Grundlage für eine angemessene Börsenbewertung.

** Dr. Roger M. Kunz forscht und lehrt am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel mit Arbeitsschwerpunkten in Corporate Finance und Portfolio Management.*

186986, NZZ, 06.12.95, Words: 1268, NO: 373CR

© GBI-Genios Deutsche Wirtschaftsdatenbank GmbH