

Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien *

Inhaltsübersicht

- | | |
|------------------------------------|--|
| I. Grundlagen | III. Ökonomische Grundlagen und Rechtsvergleichung |
| II. Ausgangslage und Regelungsziel | IV. Revisionsvorschlag |

I. Grundlagen

A. Auftrag

Gemäss Auftrag des Bundesamts für Justiz vom 4. Mai 2001 sind im vorliegend erstatteten ersten Bericht über eine Teilrevision des Aktienrechts die folgenden Bereiche zu behandeln:

- a. Die Einführung nennwertloser Aktien als Option neben dem heutigen Nennwertsystem. Dabei sind verschiedene Arten nennwertloser Aktien zu evaluieren (echte und unechte nennwertlose Aktie; Quoten- und Stückaktie). In die Untersuchung einzubeziehen sind weiter auch der Wechsel von einem System in das andere sowie die Regelung der Fusion von Gesellschaften mit unterschiedlichen Systemen. Zu untersuchen ist ferner die Möglichkeit der Ausgabe von Stimmrechtsaktien.
- b. Die gesetzliche Regelung der ordentlichen Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag.
- c. Die gesetzliche Regelung der Kapitalerhöhung mit Festübernahme.
- d. Die Einführung des Verfahrens der genehmigten Kapitalherabsetzung sowie die Verbindung einer genehmigten Kapitalerhöhung mit einer genehmigten Kapitalherabsetzung im Sinne eines flexiblen Aktienkapitals im Rahmen einer vorgegebenen Bandbreite.
- e. Die gesetzliche Regelung der Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag.
- f. Die Schaffung gesetzlicher Grundlagen für die Barliberierung in (bestimmten) Fremdwährungen.
- g. Die Wünschbarkeit der Ergänzung oder Modifikation der Regelung von Sacheinlagen und Sachübernahmen sowie der Liberierung durch Verrechnung. Es ist zu prüfen, ob für Sacheinlagen und Sachübernahmen unterschiedliche Vorschriften zu statuieren sind.

* Unter Mitarbeit von lic. iur. DANIEL DÉDEY-AN, der insbesondere die rechtsvergleichenden und ökonomischen Grundlagen erarbeitet hat,

und lic. iur. EVELINE WYSS, beide wissenschaftliche Assistenten am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich.

Die Erarbeitung steuerrechtlicher Regelungsvorschläge ist nicht Gegenstand dieses Auftrags.

B. Postulate

Dem Auftrag liegen die folgenden Postulate zugrunde:

1. SR 00.3598 – Postulat: Einführung der nennwertlosen Aktie

Eingereicht von: Kommission für Wirtschaft und Abgaben NR (WAK-NR)

Einreichungsdatum: 30.10.2000

Eingereicht im: Nationalrat

Der Bundesrat wird eingeladen, die Einführung der nennwertlosen Aktie im schweizerischen Recht zu prüfen und den eidgenössischen Räten bis zum 31. Dezember 2001 Bericht zu erstatten. Dabei sind insbesondere auch die Fragen zu erörtern, die sich beim Übergang einer Aktiengesellschaft vom System der Aktie mit Mindestnennwert zur nennwertlosen Aktie ergeben. Daneben sind namentlich die steuerlichen Konsequenzen der Einführung der nennwertlosen Aktie vertieft zu untersuchen.

2. SR 00.3423 – Postulat: Nennwertlose Aktie

Eingereicht von: Kommission für Wirtschaft und Abgaben SR (WAK-SR)

Einreichungsdatum: 11.09.2000

Eingereicht im: Ständerat

Der Bundesrat wird eingeladen, die Einführung der nennwertlosen Aktie im schweizerischen Recht zu prüfen und den eidgenössischen Räten Bericht zu erstatten. Dabei sind insbesondere auch die Fragen zu erörtern, die sich beim Übergang einer Aktiengesellschaft vom System der Aktie mit Mindestnennwert zur nennwertlosen Aktie ergeben.

II. Ausgangslage und Regelungsziele

A. Ausgangslage

1. Nennwertlose Aktien

Nennwertlose Aktien haben weder in den Statuten noch auf einer allenfalls ausgegebenen Urkunde einen Nennwert. Zu unterscheiden sind unechte und echte nennwertlose Aktien, die beide als Stückaktien¹ oder als Quotenaktien ausgestaltet sein können. Bei *Quotenaktien* weist der Aktientitel die Beteiligungsquote aus. Bei *Stückaktien* fehlt ein solcher Hinweis auf dem Aktientitel; die Beteiligungsquote ergibt sich hier ausschliesslich aus den Statuten bzw. aus dem Handelsregister.²

¹ In den Berichten JÄGGI und TSCHOOP sowie bei SEGESSER ist die Rede von «nennwertlosen Aktien im engeren Sinn».

² Vgl. ZINDEL/BURKHALTER, 50 ff.; BÜCHI/STEINER, 177 f.; SEGESSER, 61; HOMBURGER, 116 f.

Bei *unechten* nennwertlosen Aktien wird das Nennwertsystem als solches beibehalten: Die Ausgabe neuer Aktien setzt eine proportionale Erhöhung des Aktienkapitals voraus. Das Aktienkapital ist zugleich Gesamteinlageziffer, gebundener Teil der eigenen Mittel sowie Basis für die Zuteilung der Mitgliedschaftsrechte. Das Aktienkapital unechter nennwertloser Aktien stellt wie gehabt eine Position auf der Passivseite der Bilanz dar. Aus Aktienkapital und Anzahl Aktien lässt sich jederzeit der rechnerische Nennwert der einzelnen Aktie ermitteln.³

Bei *echten* nennwertlosen Aktien wird das Nennwertsystem aufgegeben. Die Bilanz weist kein festes Aktienkapital mehr aus. An seine Stelle tritt die variable Bilanzposition «Emissionserlös».⁴ Werden neue Aktien ausgegeben, so erhöht sich die Position «Emissionserlös» um den Emissionspreis – werden Aktien zurückgenommen, so reduziert sie sich um den Rücknahmepreis. Mitgliedschaftsrechte wie das Stimmrecht, die Gewinnbeteiligung oder der Anteil am Liquidationserlös bestimmen sich nach der Anzahl der ausgegebenen Aktien.⁵ Das System der echten nennwertlosen Aktien kann mit einer Mindestkapitalziffer verbunden werden. Die Statuten definieren in diesem Fall den Mindestbetrag, den das Eigenkapital (Emissionserlös und Reserven) erreichen muss. Ausschüttungen sind nur zulässig, soweit dieser Mindestbetrag unangetastet bleibt. Zur Erhöhung der Kreditwürdigkeit kann die Mindestkapitalziffer erhöht werden. Im Fall einer Herabsetzung der Mindestkapitalziffer sind Gläubigerschutzbestimmungen einzuhalten.

2. Diskussion in der Schweiz

Die Einführung von *unechten* nennwertlosen Aktien stand bis heute in der Schweiz kaum zur Diskussion. Die in der Praxis früher häufig vorkommenden so genannten stummen Titel, auf denen sich kein Nennwert befand und die deshalb bei Kapitalveränderungen nicht angepasst zu werden brauchten, stellten zwar unechte nennwertlose Stückaktien dar; ob das geltende Aktienrecht – das die Angabe eines Nennwerts nicht ausdrücklich verlangt – den stummen Titel zulässt, ist allerdings umstritten.⁶

Im Anschluss an die Postulate Weibel und Rohner beurteilte der Bericht Jäggi aus dem Jahr 1961 – in dessen Folge es zur grossen Aktienrechtsrevision von 1991 kam⁷ – die Einführung *echter* nennwertloser Aktien grundsätzlich als sinnvoll; die Notwendigkeit einer «derart umfangreichen Gesetzesrevision» wurde zu jenem Zeitpunkt allerdings verneint.⁸ Der Bericht Tschopp von 1972 übernahm im Wesentlichen die Aussagen des Berichts Jäggi und begründete seine ablehnende Haltung gegenüber echten nennwertlosen Aktien zusätzlich damit, dass es dazu noch «der eingehenden Erörterung durch Fachkreise bedürfte».⁹ In neuester Zeit sind wieder Stimmen laut geworden, welche die Einführung echter nennwertloser Aktien nach amerikanischem Vorbild postulieren und darin einen potenziellen Wettbewerbsvorteil gegenüber dem EU-Raum erblicken. Es wird dabei unter an-

³ So die europarechtliche Terminologie; vgl. z.B. Art. 9 Abs. 1 der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie.

⁴ Vgl. z.B. BOEMLE 1998, 259 f.; BOEMLE 2000, 33.

⁵ SEGESSER, 73.

⁶ Vgl. Bericht JÄGGI, 15; Bericht TSCHOPP, 173; für Zulässigkeit: BÄR, 447.

⁷ Vgl. BÖCKLI, N 301.

⁸ Bericht JÄGGI, 20.

⁹ Bericht TSCHOPP, 180.

derem vorgeschlagen, die damit einhergehende grössere Freiheit des Verwaltungsrats mit einer strengen Verantwortlichkeit nach amerikanischem Modell abzufedern.¹⁰

B. Regelungsziele

1. Flexibilisierung der Kapitalstruktur

Die moderne Lehre der Unternehmungsfinanzierung verlangt Flexibilität bei der Gestaltung der Kapitalstruktur eines Unternehmens. Ein erster Schritt in diese Richtung ist im Rahmen der Aktienrechtsrevision von 1991 mit der Einführung der genehmigten und der bedingten Kapitalerhöhung erfolgt.¹¹ Das Ziel einer flexiblen Kapitalstruktur wurde damit allerdings erst zu einem Teil erreicht. So sind nach wie vor auch für unproblematische Sachverhalte verhältnismässig starre Formvorschriften zu beachten. Sodann kann die Ermächtigung zur Erhöhung des Aktienkapitals (genehmigtes Kapital) nur für eine Dauer von zwei Jahren erteilt werden. Schliesslich fehlt das Gegenstück in Form einer genehmigten Kapitalherabsetzung. Soll ein Unternehmen seine Ressourcen jederzeit, d.h. auch unter widrigen Umständen und auf volatilen Märkten, effizient beschaffen und einsetzen können, ist der heute bestehende Spielraum zu erweitern. Zugleich ist die Möglichkeit zu schaffen, das Aktienkapital in Fremdwährungen aufzunehmen und auszuweisen.

2. Gläubigerschutz

Eine Flexibilisierung der Kapitalstruktur betrifft das Haftungssubstrat der Gläubiger. Ausschüttungen von Gesellschaftsmitteln an die Aktionäre erhöhen das Ausfallrisiko der Gläubiger insbesondere dann, wenn anstelle der Eigenmittel neues Fremdkapital aufgenommen wird. Während Banken und Anleihensgläubiger den Unternehmen in Schutzklauseln (*covenants*) bestimmte Verhaltenspflichten und die Einhaltung gewisser Kennzahlen auferlegen können, sind die übrigen Gläubiger auf einen minimalen gesetzlichen Schutz angewiesen.

Der heutige aktienrechtliche Gläubigerschutz beruht im Wesentlichen¹² auf der Koppelung des Aktienkapitals (als Summe der Nennwerte) mit dem Grundkapital (als Sperrziffer für Ausschüttungen). Die Grundkapitalziffer sichert den gebundenen Teil der eigenen Mittel und schützt damit vor Ausschüttungen von Gesellschaftsmitteln.¹³ Die Grundkapitalziffer und die mit ihr verbundenen Einlagevorschriften erschweren ausserdem missbräuchliche Gründungen, indem sie die Kapitalaufbringung sichern und Transparenz schaffen. Die Koppelung der Aktienzahl mit einem Grundkapital leistet auf einfache Weise einen Beitrag zum

¹⁰ STOFFEL, 29.

¹¹ Vgl. Art. 651 ff. OR. Eine weitere Erleichterung brachte die Zulassung einer ordentlichen Kapitalerhöhung mit statutarischem Maximalbetrag, die auch mit einer geringeren Zahl von Zeichnungen zustande kommt, durch die Handelsregisterpraxis; vgl. dazu VON DER CRONE, I ff.

¹² Mit Ausnahme der Bestimmungen zur Liquidation und zur Fusion; vgl. Art. 739 ff. und Art. 748 OR.

¹³ Art. 678 OR, 680 Abs. 2 OR, aber auch Art. 659 ff. und Art. 732 ff. OR.

Gläubigerschutz.¹⁴ Immerhin liesse sich ein ähnliches Mass an Sicherheit für die Gläubiger auch mit einer Verbindung von echten nennwertlosen Aktien mit einer Mindestkapitalziffer erreichen.

Mit fortschreitender Unternehmenstätigkeit verliert das Grundkapital seinen Bezug zum effektiven Unternehmenswert. Nach der eigentlichen Gründungsphase kann deshalb von einem «Gläubigergarantiefonds» nicht mehr die Rede sein.¹⁵ Die limitierte wirtschaftliche Bedeutung des Grundkapitals für den Gläubigerschutz bei der «reifen» Aktiengesellschaft rechtfertigt einerseits die Einräumung zusätzlicher Flexibilität, wirft andererseits aber auch die Frage nach alternativen Schutzbehelfen auf. Einen über das Grundkapital hinausgehenden Schutz könnten Instrumente wie Ratings oder Kennzahlen etwa für die minimale Eigenkapitalquote bieten. Angesichts des grossen Spektrums von Kennzahlen, die in den einzelnen Branchen zur Anwendung gelangen, wäre es allerdings nicht sinnvoll und wohl auch gar nicht möglich, einheitliche Kriterien gesetzlich vorzuschreiben. Statt dessen sollte klargestellt werden, dass die Einführung solcher Kennzahlen auf statutarischer Grundlage zulässig ist.

3. Aktionärsschutz

Aktionäre können unter anderem dadurch geschädigt werden, dass andere Aktionäre ihre Anteile nicht korrekt liberieren. An den besonderen Schutzvorschriften, welche sich auf Sacheinlagen¹⁶ und auf die Rückerstattung von Leistungen an die Aktionäre¹⁷ beziehen, ist deshalb festzuhalten.

Im Zusammenhang mit der Unternehmungsfinanzierung sind die Aktionäre in erster Linie vor einer Verwässerung ihres Stimmrechts und ihres Gewinn- und Kapitalanteils zu schützen. Zentrale Bedeutung hat dabei das Bezugsrecht. Mit seiner Ausübung können die Aktionäre sowohl eine Stimmrechts- als auch eine Kapitalverwässerung verhindern. Verzichten Aktionäre auf die Teilnahme an einer Kapitalerhöhung, so führt dies notwendigerweise zu einer Stimmrechtsverwässerung. Demgegenüber muss der Verzicht auf die Zeichnung zusätzlicher Aktien nicht zu einer Kapitalverwässerung führen: Entspricht der Ausgabepreis dem inneren Wert der Aktien, so haben die Aktien nach der Kapitalerhöhung den gleichen Wert wie zuvor. Im Interesse der Entscheidungsfreiheit der Aktionäre soll deshalb eine Emission neuer Aktien zum inneren Wert verlangt werden.¹⁸ Die Verwässerungsproblematik kann sich umgekehrt auch beim Rückkauf eigener Aktien und bei der Kapitalherabsetzung stellen. Schutz kann hier, als Spiegelbild zum Bezugsrecht, ein anteiliges Verkaufsrecht der Aktionäre schaffen.

Bezugs- und Verkaufsrecht gewährleisten einen vollwertigen Schutz der Aktionärsrechte im Zusammenhang mit der Gestaltung der Finanzierungsstruktur der Gesellschaft. Aus Aktionärssicht spricht deshalb vor allem dann nichts gegen

¹⁴ Vgl. Art. 628, 632 ff. OR. In Ländern mit gesetzlich vorgeschriebenem Mindestkapital fallen statistisch signifikant weniger Kapitalgesellschaften in Konkurs als in Ländern ohne ein solches; vgl. hierzu die Studie von WYMEERSCH 1991, 170.

¹⁵ Vgl. Bericht JÄGGI, 17.

¹⁶ Art. 628, 634, 635 f. OR.

¹⁷ Art. 675 ff. OR.

¹⁸ Vgl. dazu den legendären «Weltwoche»-Entscheid des Bundesgerichts (BGE 99 II 55 ff.).

mehr Flexibilität bei der Gestaltung der Finanzierungsstruktur, wenn diese Rechte gewährleistet sind.

III. Ökonomische Grundlagen und Rechtsvergleichung

A. Ökonomische Grundlagen

Die moderne Lehre der Unternehmungsfinanzierung unterscheidet zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheiden, d.h. zwischen der Frage, wie Mittel zu verwenden sind, und der Frage, wie die Mittel beschafft werden.¹⁹ Es wird heute von einer relativen Unabhängigkeit von Investition und Finanzierung ausgegangen, weil im Falle von effizienten Märkten bei gegebener Investition die Finanzierung keinen Einfluss auf den Unternehmenswert habe.²⁰ Keinen Einfluss auf den Unternehmenswert habe – effiziente Finanzmärkte vorausgesetzt – insbesondere das Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital.²¹ Die beiden Annahmen sind allerdings zu relativieren, weil infolge Transaktionskosten und Steuern eine Finanzierungsform mehr Wert im Unternehmen generieren kann als eine andere – man denke an die ungleiche steuerliche Behandlung von ausgeschüttetem Eigenkapital und Fremdkapital oder an die Kosten der Ausgabe neuer Aktien.²² Trotz dieser Relativierung haben die Annahmen der modernen Unternehmungsfinanzierung praktische Konsequenzen: Einerseits geht die Frage, welche Investitionen getroffen werden sollen, der Frage nach der entsprechenden Finanzierung vor und wird in der Regel im Rahmen eines jährlichen Geschäftsplans (*capital expenditure*) festgelegt.²³ Andererseits ist die Finanzierung weitgehend unabhängig von den einzelnen Investitionen auf die gesamte Finanzierungssituation des Unternehmens und die aktuellen Marktkonditionen auszurichten. Dazu gehört unter anderem auch die Möglichkeit, Mittel in anderen Währungen aufzunehmen oder – weitergehend – das Aktienkapital in einer anderen Währung auszuweisen.

Das heutige Aktienrecht weist dem Verwaltungsrat die alleinige Kompetenz zur Entscheidung über Investitionen zu,²⁴ räumt aber zugleich der Generalversammlung einen bedeutenden Einfluss auf die Finanzierungsentscheide ein (Gestaltung der Eigenkapitalfinanzierung). Konzeptionell steht also der Finanzierungsentscheid vor dem Investitionsentscheid. Aus der Sicht der modernen Finanzierungslehre müsste es der Generalversammlung demgegenüber freigestellt werden, dem Verwaltungsrat in weiten Grenzen parallel zur Investitionskompetenz auch die Finanzierungskompetenz einzuräumen.

¹⁹ BREALEY/MYERS, 3; MODIGLIANI/MILLER, 261 ff.; ROSS/WESTERFIELD/JORDAN, 4 und passim.

²⁰ Seit der sog. *Proposition I* von MODIGLIANI/MILLER; vgl. BREALEY/MYERS, 447.

²¹ Implizite aus *Proposition II* von MODIGLIANI/MILLER.

²² Im Hinblick auf die durch die Kapitalstruktur gesetzten Anreize: LAUX, 1 ff.

²³ Vgl. BREALEY/MYERS, 293 f., 311, 321 f.

²⁴ Art. 716a OR.

B. Rechtsvergleichung

Echte nennwertlose Aktien gibt es in den USA seit 1912²⁵, in Kanada seit 1918 und in Japan seit 1950. In der EU wird von der Unzulässigkeit echter nennwertloser Aktien ausgegangen. In England empfahlen die Kommissionen von 1954 und 1962 erfolglos ihre Einführung.²⁶ Zur Zeit setzt sich die britische Regierung in der EU für die Zulassung echter nennwertloser Aktien ein.²⁷ In Deutschland wurde die Einführung echter nennwertloser Aktien in den 1920er und 1950er Jahren diskutiert und verworfen.²⁸

Unechte nennwertlose Aktien gibt es als Stückaktien in Belgien und Luxemburg seit den 1950er Jahren. In Deutschland, Österreich, Frankreich, Finnland und in den Niederlanden wurden sie im Hinblick auf den Euro eingeführt. In Spanien und Portugal wird darüber diskutiert. Als Quotenaktien kommen unechte nennwertlose Aktien in Belgien, Luxemburg und Liechtenstein vor. Sie haben sich nicht weiter verbreitet, weil hier bei jeder Ausgabe neuer Aktien alle Titel eingezogen und ersetzt werden müssen. Keine unechten nennwertlosen Aktien kennen England, Irland und Italien.

1. Deutschland

Das Stückaktiengesetz (in Kraft seit 1998) änderte die einschlägigen Gesetze, insbesondere das Aktiengesetz, im Sinn einer Einführung von nennwertlosen Aktien. Ziel war die Erleichterung der Umstellung auf den Euro. Durch die Einführung von nennwertlosen Aktien fallen nämlich sowohl die Umstellung der einzelnen Titel von D-Mark auf Euro als auch eine Glättung von Bruchteilen durch Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung weg.²⁹ Aufgrund der Abhängigkeit des fixen Grundkapitals von der Anzahl Aktien sind diese Stückaktien unechte nennwertlose Aktien. Daneben gibt es weiterhin die Nennbetragsaktie (die deutsche Bezeichnung für Nennwertaktie). Eine Gesellschaft muss sich aber für ein System entscheiden. Die Nennbetragsaktien müssen mindestens auf einen Euro lauten. Auch der auf die einzelne Stückaktie entfallende Anteil am Grundkapital darf einen Euro nicht unterschreiten, doch oberhalb des einen Euro besteht anders als bei Nennbetragsaktien keine Betragsstufung.³⁰ Auf Aktien mit gleichen Nennbeträgen entfällt das gleiche Stimmrecht, bei Stückaktien bemisst es sich nach der Anzahl Aktien.

Die Bestimmungen zur Kapitalerhöhung und -herabsetzung sind den schweizerischen vergleichbar. Für eine Herabsetzung nach Rückerwerb genügt allerdings eine einfache Stimmenmehrheit. Die Kapitalerhöhung ist – anders als nach Schwei-

²⁵ RUDIN, 3; POPP, 12 ff.

²⁶ Vgl. Report of the Committee On Shares of No Par Value, London 1954 und Report of the Company Law Committee, London 1962, der im Wesentlichen den Report von 1954 empfiehlt.

²⁷ Vgl. WIESNER, 619.

²⁸ Vgl. COING/KRONSTEIN, 14 ff. Auch das befürwortende Gutachten von JAHR/STÜTZEL von 1963 blieb folgenlos.

²⁹ HOPT/WIEDEMANN, § 207 N 14; SEMLER, Einleitung, N 83, in KROPFF, Münchener Kommentar, Bd. 1; Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Justiz vom Juni 1997.

³⁰ § 8 Abs. 2 Satz 3 AktG; HEIDER zu § 6 N 83, in KROPFF, Münchener Kommentar.

zer Recht³¹ – ausschliesslich durch die Ausgabe neuer Aktien möglich. Nennbetragsaktien dürfen wie bei uns nicht unter ihrem Nennbetrag, Stückaktien nicht unter dem auf die einzelne Aktie entfallenden Anteil am Grundkapital ausgegeben werden (Verbot der Unterpriori-Emission). Zu einer genehmigten Kapitalerhöhung darf der Vorstand für maximal fünf Jahre (in der Schweiz heute: zwei Jahre) und bis zur Hälfte des Grundkapitals ermächtigt werden. Bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln können Gesellschaften mit Stückaktien ihr Grundkapital auch ohne Ausgabe neuer Aktien erhöhen, was eine erhebliche Erleichterung darstellt.

Exkurs: Das japanische Aktienrecht basierte auf dem deutschen und wurde 1950 in komplizierter Weise mit einem System der echten nennwertlosen Aktien neben Nennwertaktien und mit dem *authorized capital* nach amerikanischem Vorbild verflochten.³² Das Konstrukt hat sich nicht bewährt und wurde nach rund 50 Jahren per 1. Oktober 2001 mit der gänzlichen Abschaffung des Nennwertsystems beseitigt.³³

2. Frankreich

Die Regelungen betreffend Kapitalerhöhung und -herabsetzung sowie Kapitalschutz stimmen weitgehend mit jenen in der Schweiz überein. Frankreich kennt (seit 1998) unechte nennwertlose Aktien in der Form von Stückaktien.³⁴ Ausserdem darf eine Gesellschaft Vorzugsaktien ausgeben, welche so ausgestaltet werden können, dass sich ihr Stimmrecht erst dann aktualisiert, wenn die auf sie entfallende Vorzugsdividende während dreier Geschäftsjahre nicht ausgerichtet worden ist (Aktien mit ruhendem Stimmrecht).³⁵

3. Europa

Die europäischen Richtlinien stellen Mindestvorschriften für mitgliedstaatliche Rechtsordnungen auf. Im Zusammenhang mit der Kapitalstruktur der Aktiengesellschaft ist hauptsächlich die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie von 1976 (77/91/EWG) von Bedeutung. Zur Zeit laufen Initiativen zu ihrer Überarbeitung (die so genannten *SLIM-Initiativen*, Simpler Legislation for the Internal Market, seit 1996).³⁶

³¹ Trotz fehlender gesetzlicher Bestimmung gilt die Kapitalerhöhung ohne Aktienaussgabe durch Heraufsetzung des Nennwerts als zulässig; vgl. FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N 36 und BGE 67 I 114 E. 2.

³² Vgl. § 166 JHGB; KAWAMOTO, 61; BAUM 1995, 144; ODA 1999, 224; ODA, 1997, 207; IGARASHI, 146 f.; RAMSEYER/NAKAZATO, 111; MARUTSCHKE, 5.

³³ Von der Kombination von Nennwert und Nennwertlosigkeit rieten JAHR/STÜTZEL, 66 schon im Jahr 1963 ab.

³⁴ Vgl. Art. L. 228-8 Code de commerce; MERLE, N 277.

³⁵ «*Actions à dividende prioritaire sans droit de vote*», beschränkt auf $\frac{1}{4}$ des Grundkapitals; vgl. Art. L. 228-12 ff., insbesondere 228-14 Code de commerce. Zu den verschiedenen Aktienkategorien vgl. LEGEAIS, N 477; VIDAL, N 1036 ff.

³⁶ Vgl. WIESNER, 619; WYMEERSCH 2001, 123 ff.; näheres im Bericht der Kommission, Ergebnisse der vierten Phase der SLIM-Initiative, vom 4. 2. 2000, 5 f. (verfügbar auf http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/rpt/2000/com2000_0056de01.pdf).

Die zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie verlangt ein Mindestkapital von EUR 25'000. Dieses soll die Kapitalgesellschaft grossen und mittleren Unternehmen vorbehalten (so explizit Art. 6 Abs. 3) und dient somit nicht primär dem Gläubigerschutz.

Die Mitgliedstaaten können nennwertlose Aktien zulassen. Die überwiegende Zahl der Stimmen geht davon aus, dass nennwertlose Aktien nur in Form der unechten möglich sind.³⁷ Dies gilt nicht für Investmentgesellschaften, da diese von der Richtlinie ausgenommen sind.³⁸ Ein ausdrückliches Verbot von echten nennwertlosen Aktien besteht allerdings nicht. Ein solches lässt sich auch nicht aus den Bestimmungen der zweiten Richtlinie, wie zum Beispiel aus der Notwendigkeit eines Mindestkapitals, ableiten. Auch die Ausschüttungsbeschränkungen für Einlagen setzen keinen Nennwert voraus. Das Verbot, Aktien «unter dem Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, [...] unter dem rechnerischen Wert» (unter *pari*) auszugeben,³⁹ ist zwar nicht auf echte nennwertlose Aktien anwendbar, vermag solche aber auch nicht auszuschliessen. Bemerkenswert ist, dass heute das Schweigen der Richtlinie als Verbot ausgelegt wird. Politischen Bestrebungen zu einer Änderung dieses Zustands scheint zur Zeit kein Erfolg beschieden.

Die Regelungen betreffend Aufbringung, Schutz, Erhöhung und Herabsetzung des Kapitals sind mit jenen der Schweiz vergleichbar. Allerdings kann die Ermächtigung des Verwaltungsrats zu einer genehmigten Kapitalerhöhung für maximal fünf Jahre erteilt und von der Generalversammlung verlängert werden. Der Erwerb eigener Aktien bedarf einer Genehmigung der Generalversammlung, die für maximal 18 Monate erteilt werden kann und auf 10% des Aktienkapitals beschränkt ist. Die Schranke gilt unter anderem nicht für so genannte rückerwerb-bare Aktien (vgl. *redeemable shares* in Grossbritannien)⁴⁰, zur Abwendung eines drohenden schweren Schadens und für den Erwerb zum Zweck der Kapitalherabsetzung.

4. USA

Für das Recht der USA ist die Unterscheidung zwischen *common law* (unkodifiziertes Richterrecht) und *statute law* (Gesetzgebungsakte) bezeichnend.⁴¹ Auf der Ebene der Gliedstaaten geht das *common law* dem *statute law* vor.⁴² Das Kapital-

³⁷ Vgl. Finanz und Wirtschaft vom 4. März 1998, S. 37; Prof. E. WYMEERSCH (Gent), Vorsitzender der SLIM-Kommission zur Änderung der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie, bestätigte diesen Meinungsstand innerhalb dieser Kommission und der EU (persönliche Auskunft vom 14. September 2001).

³⁸ Vgl. Art. 1 Abs. 2. Entsprechend kennt die luxemburgische SICAV, die Investmentgesellschaft mit schwankendem Kapital, echte nennwertlose Aktien (vgl. Art. 27 Abs. 8 u. 9 des *Gesetzes vom 30. März 1988 über die Organismen für gemeinschaftliche Anlagen* [OGAG]).

³⁹ Art. 8 Abs. 1 der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie.

⁴⁰ Art. 20 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 39 der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie. Vgl. zu England Companies Act (CA) 1985 in der Fassung von 1989, insbesondere Artikel 159, 159A, 160; hierzu GRIFFIN, 131, 156.

⁴¹ Vgl. ALLISON/PRENTICE/HOWELL, 47 ff.; REIMANN, 158. Berühmte Ausnahme: Louisiana.

⁴² BLUMENWITZ, 54; FIKENTSCHER, 264 (zur Auslegung). Daran darf man zweifeln, wenn sogar die Richterlegende BENJAMIN N. CARDOZO schreibt: «The constitution overrides a statute, but a statute, if consistent with the constitution, overrides the law of judges.» (CARDOZO, 14).

gesellschaftsrecht ist vorwiegend Gesetzesrecht und fällt in die Kompetenz der Gliedstaaten.⁴³ Weitaus der bedeutendste Inkorporationsstaat und Vorbild für zahlreiche andere Staaten ist Delaware. Der Grossteil der Staaten ist vom Modellgesetz Model Business Corporation Act (MBCA) der American Bar Association⁴⁴ bzw. von dessen Nachfolgeregelung, dem Revised Model Business Corporation Act von 1984 (RMBCA), beeinflusst, der sich mittlerweile dem Delaware-Modell angenähert hat.

Alle Staaten der USA mit Ausnahme Nebraskas kennen echte nennwertlose Aktien. Erstmals eingeführt wurden sie im Jahr 1912 in New York. In Bezug auf Nennwert und Grundkapital kann man die amerikanischen Rechtsordnungen in traditionelle und moderne einteilen. Traditionell sind noch rund 35 Staaten, darunter Delaware und New York, indem sie das Nennwertsystem neben nennwertlosen Aktien (*shares of no par value*) beibehalten. Die Statuten der Gesellschaften dieser Staaten müssen bestimmen, ob ihre Aktien nennwertlose oder Nennwertaktien sind. Eine Gesellschaft kann beide Arten zugleich ausgeben. Modern sind dagegen etwa 15 Rechtsordnungen, darunter seit 1977 der beliebte Sitzstaat Kalifornien⁴⁵, sowie der RMBCA, indem sie gänzlich auf das Nennwertsystem verzichten und Aktienausgaben sowie Ausschüttungen von Gesellschaftsmitteln vereinfachen. Geben Gesellschaften in diesen Staaten einen Nennwert an, hat dieser keine weitere Bedeutung.

In den USA besteht ein sehr grosser Spielraum für die Ausgestaltung von Aktien. *Preferred shares* (Vorzugsaktien) gewähren im Unterschied zu *common shares* (Stammaktien) unterschiedliche Mitgliedschafts- und Vermögensrechte. Stimmrechtslose Aktien, so genannte *nonvoting shares*, sind nur neben Stammaktien möglich und gewähren nach dem Recht der meisten Bundesstaaten dennoch ein Stimmrecht bei grundlegenden Änderungen wie Übernahmen. Aktien mit *contingent voting rights* gewähren immerhin ein bedingtes Stimmrecht, zum Beispiel wenn eine bestimmte Dividende nicht ausgeschüttet werden kann. Oft lassen Börsenreglemente *nonvoting shares* nur zum Handel zu, wenn diese gewisse minimale *contingent voting rights* sowie Stimmrechte im Falle einschneidender Veränderungen der Gesellschaft einräumen.⁴⁶

Zur Gründung gehört die Ermächtigung des Verwaltungsrats zur Ausgabe von Aktien (*authorized capital*). Gibt er sie aus, wird daraus *issued capital*. Werden davon die von der Gesellschaft selbst gehaltenen Aktien abgezogen, ist dies das *outstanding capital*. Ein gesetzliches Mindestkapital (*minimal capital*) gibt es nur in wenigen Staaten, wo es zwischen USD 500 und 1'000 beträgt. *Stated capital* stellt eine Ziffer des nicht als *dividends* (Dividenden) ausschüttbaren Kapitals dar. Es darf jedoch als *distribution* (nicht als Gewinn bezeichnete Ausschüttungen) ausgeschüttet werden, solange dadurch die Rechte von Vorzugsaktionären gewahrt bleiben.⁴⁷ Das *stated capital* besteht aus einem allenfalls vom

⁴³ Vgl. Art. IV und Am. X der Federal Constitution. Ausnahmen stützen sich auf Art. I Sec. 8 Cl. 3.

⁴⁴ Aufgrund des Illinois Business Corp. Act von 1933; vgl. DOOLEY, 25; COING/KRONSTEIN, 24; Merkt 19, 177.

⁴⁵ §§ 409, 418 Cal.Gen.Corp.L.; der Nennwert von \$ 1 hat ausschliesslich steuerrechtliche Bedeutung (§ 205).

⁴⁶ Vgl. N.Y.S.E. Company Manual § A15.

⁴⁷ § 170(a) Del.Gen.Corp.L.

Verwaltungsrat bestimmen Teil des Emissionserlöses sowie in der Höhe der vom Verwaltungsrat festgelegten Nennwerte. Auch eine Gesellschaft, welche nur Nennwertaktien ausgibt, kann ein *stated capital* festlegen, das die Summe der Nennwerte übersteigt. Eine Änderung des *stated capital* sowie des *authorized capital* bedarf in der Regel eines Verwaltungsratsbeschlusses und eines einfachen Mehrs in der Generalversammlung.⁴⁸ Moderne Ordnungen wie Kalifornien (seit 1977) und RMBCA (seit 1979) kennen kein *stated capital* mehr.

Die Einlagen auf Aktien können in Bargeld, Sachwerten oder erbrachten Diensten, in modernen Ordnungen sogar in künftigen Diensten bestehen. Bei der Bewertung der Einlagen genügt für die Annahme, dass der Aktionär seiner Einlagepflicht nachgekommen sei, in der Regel der gute Glaube des Verwaltungsrats, selbst wenn die Sache wertlos ist (*good faith rule*). Bestehen Nennwerte, dürfen Aktien nicht darunter ausgegeben werden; bestehen keine, wird die Einlage vom Verwaltungsrat frei bestimmt, diese muss aber gemäss Rechtsprechung gegenüber den bisherigen Aktionären fair sein.⁴⁹ Auf einen weitergehenden aktienrechtlichen Gläubigerschutz wird zugunsten privater Instrumente wie *ratings* und *covenants* (Verträge mit Gläubigern insbesondere über Dividendenausschüttungen) verzichtet. Die liberale Haltung der Staaten wird durch die Bundesgesetzgebung relativiert: Eine bewusste oder fahrlässige Überbewertung von Sacheinlagen und Sachübernahmen für zwischenstaatlich oder an nationalen Börsen gehandelte Aktien verstösst gegen Offenlegungsvorschriften und hat weitreichende Haftungsfolgen.⁵⁰ Somit sind die in den USA für die überwiegende Zahl der Gesellschaften geltenden Sacheinlage- und Sachübernahmenvorschriften mit jenen in der Schweiz vergleichbar.

Es kann festgestellt werden, dass die flexible Kapitalstruktur angloamerikanischer Gesellschaften auf das System der Ermächtigung des Verwaltungsrats und nicht auf das Vorhandensein von echten nennwertlosen Aktien zurückzuführen ist. Würden die Statuten das *authorized capital* auf das *outstanding capital* beschränken und für jede Veränderung der Aktienzahl die Zustimmung der Aktionäre verlangen, dann wäre die Kapitalstruktur einer Gesellschaft starr, auch wenn sie im übrigen echte nennwertlose Aktien ausstehend hätte.

C. Fazit

Aus der Sicht der Unternehmungsfinanzierung sollte das schweizerische Aktienrecht den Gesellschaften, soweit diese bzw. ihre Aktionäre dies wünschen, zusätzlichen Spielraum für eine flexible Ausgestaltung der Kapitalstruktur einräumen. Zugleich sollte der Ausweis des Aktienkapitals in Fremdwährungen ermöglicht werden. Die Rechtsvergleichung zeigt, dass sich die beiden Ziele mit

⁴⁸ Zum *stated capital*: vgl. § 802 und § 803(a) N.Y.Bus.Corp.L.; HENN/ALEXANDER, 893 Fn. 24, 972 Fn. 4; zum *authorized capital*: vgl. § 216 i.V.m. § 242(a)(3) und (b)(1) Del.Gen.Corp.L.; § 602(a) Cal.Corp.Code.

⁴⁹ Bodell v. General Gas & Electric Corp. 15 Del.Ch. 119, 132 A 442 (Ch.1926) (verfügbar auf <http://www.findlaw.com>).

⁵⁰ Vgl. Securities Act 1933, § 77g i.V.m. § 77aa Schedule A (ehem. § 7), insbesondere Abs. 19, 25, 21; zu Haftungsfolgen: § 77k (a), (b) und (e) (ehem. § 11); hierzu JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN, 882 ff.

dem Übergang zu einem System der nennwertlosen Aktien und mit einer Erweiterung des Ermächtigungssystems für Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen erreichen lassen. An der Koppelung der Aktien mit einem Aktienkapital kann demgegenüber ohne wesentliche Einschränkungen bei der Flexibilität festgehalten werden. Es genügt mit anderen Worten der Übergang zu einem System unechter nennwertlosen Aktien. Dabei steht die Stückaktie im Vordergrund: Die Funktion des Aktientitels als Informationsträger ist heute angesichts des schnellen und einfachen Zugangs zum Handelsregister unter anderem über elektronische Medien und über das Internet bedeutungslos geworden. Die bei jeder Änderung der Gesamtzahl der Aktien auszutauschende Quotenaktie schafft damit zusätzlichen Aufwand, dem keine ersichtlichen Vorteile gegenüberstehen.

IV. Revisionsvorschlag

A. Aktienkapital

Das Revisionsziel einer Flexibilisierung des Aktienrechts bedingt keinen Verzicht auf ein nominelles Aktienkapital. Deshalb wird an der Koppelung von Aktienkapital und Grundkapital festgehalten: Neue Aktien werden auch in Zukunft über eine Erhöhung des nominellen Aktienkapitals ausgegeben, die Reduktion der Anzahl ausstehender Aktien setzt auch in Zukunft eine Herabsetzung des nominellen Aktienkapitals voraus.

Am Mindestaktienkapital von CHF 100'000.– ist festzuhalten. Die Kapitalaufbringung erfolgt nach dem aktuellen System, d.h. die Aktien müssen vollständig gezeichnet, Inhaberaktien vollständig, Namenaktien zumindest teilweise liberiert werden. Mit Blick auf die Europakompatibilität ist der Mindestliberierungssatz für neu ausgegebene Namenaktien von 20% auf 25% zu erhöhen.⁵¹ Eine Emission der Aktien unter ihrem rechnerischen Anteil am Aktienkapital ist verboten.⁵²

B. Aktien

Aktien weisen keinen Nennwert mehr auf, sondern verkörpern eine Aktienstelle. Der so genannte rechnerische Wert einer Aktie ergibt sich aus dem Aktienkapital geteilt durch die Gesamtzahl der Aktien. Dieser rechnerische Wert kann sich bei Kapitalerhöhungen aus frei verfügbaren Gesellschaftsmitteln sowie bei Kapitalherabsetzungen unter Beibehaltung der Anzahl Aktien ändern. Stimmkraft, Dividenden- und Liquidationsanteil der einzelnen Aktie bestimmen sich aufgrund der Gesamtzahl der ausstehenden Aktien. Technisch gesprochen sind die Aktien neu also Stückaktien und damit eine Form der unechten nennwertlosen Aktien.

⁵¹ Art. 9 Abs. 1 der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie. Eine Pflicht zur Anhebung des Mindestliberierungssatzes für bereits ausgegebene, aber nur zu 20% liberierte Namenaktien ist nicht sinnvoll.

⁵² Vgl. auch Art. 8 Abs. 1 der zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie.

C. Rechnungslegung

In den internationalen Regelwerken für den konsolidierten Abschluss⁵³ ist eine Tendenz zur Verbuchung des ausstehenden anstelle des nominellen Kapitals festzustellen. Beim Erwerb von eigenen Aktien ist danach ein dem Anteil der zurückgekauften Aktien am Nominalkapital entsprechender Betrag vom Aktienkapital, der Rest des Rückkaufsbetrags von den frei verfügbaren Reserven abzuziehen. Die Position Aktienkapital umfasst somit nur das am Stichtag tatsächlich von den Aktionären gehaltene Kapital.

Die Rechnungslegungsvorschriften für den Einzelabschluss («handelsrechtlicher Abschluss») der meisten europäischen Staaten ebenso wie vieler US-amerikanischer Gliedstaaten sehen nun allerdings wie das aktuelle schweizerische Recht eine Verbuchung des nominellen Aktienkapitals, die Aktivierung eigener Aktien und die Bildung einer Reserve für eigene Aktien vor. Vorteile bringt dieses System insbesondere beim Kapitalschutz, stellt es doch auf einfache Weise sicher, dass ein Aktienrückkauf nur möglich ist, wenn das ganze nominelle Aktienkapital gedeckt ist. Diese Vorteile überwiegen die Nachteile einer unterschiedlichen Erfassung einer doch zentralen Grösse im konsolidierten und im handelsrechtlichen Abschluss. Am bestehenden System der Verbuchung des Aktienkapitals und insbesondere der eigenen Aktien ist deshalb festzuhalten.

D. Stimmrechts- und Vorzugsaktien

Stimmrechts- und Vorzugsaktien werden verschiedentlich kritisch beurteilt. Ein Zwang zur Einheitsaktie stünde nun allerdings im Widerspruch zur international zu beobachtenden Tendenz zu mehr Freiheit bei der Gestaltung der Eigenkapitalfinanzierung. Eine gesetzliche Einheitsaktie liesse sich zudem aus rein praktischen Gründen kaum rückwirkend einführen. Ein bloss auf Neugründungen anwendbares Verbot der Stimmrechts- und Vorzugsaktien aber würde zu einer nicht erwünschten Zersplitterung des Aktienrechts führen und hätte zudem diskriminierenden Charakter. Deshalb sollen Stimmrechts- und Vorzugsaktien auch in Zukunft zulässig sein.

Der Übergang zu nennwertlosen Aktien verlangt nur unbedeutende Anpassungen der aktuellen Ordnung der Stimmrechts- und Vorzugsaktien. Am Grundsatz, wonach jeder Aktie eine Stimme zukommt, ist festzuhalten.⁵⁴ Es können unterschiedliche Aktienkategorien geschaffen werden (A-Aktien, B-Aktien). Jede Aktienkategorie bezieht sich auf einen bestimmten Teil des Aktienkapitals. Auch künftig können so (unechte) Stimmrechtsaktien geschaffen werden; Beispiel: 1'000 A-Aktien mit einem Anteil am Aktienkapital von 10 Mio., 1'000 B-Aktien mit einem Anteil am Aktienkapital von 1 Mio. Die Statuten können wie bisher einzel-

⁵³ Vgl. z.B. die International Accounting Standards (IAS), insbesondere SIC 16 zu IAS 32.

⁵⁴ Das Verbot so genannter echter Stimmrechtsaktien entspricht dem geltenden Recht. Eine Aufhebung dieses Verbots wäre an und

für sich denkbar. Sie brächte allerdings keine ersichtlichen Vorteile, wohl aber den Nachteil eines unübersichtlichen Nebeneinanders von altrechtlichen unechten und neurechtlichen echten Stimmrechtsaktien.

nen Aktienkategorien besondere Vorrechte einräumen (Vorzugsaktien). Unter dem Vorbehalt solcher besonderer Vorrechte, bemessen sich der Dividendenanteil und das Liquidationsbetreffnis nach dem rechnerischen Anteil der einzelnen Aktie am Aktienkapital.

E. Vinkulierung

Die bestehende Ordnung der Vinkulierung hat sich auf der technischen Ebene bewährt. Ordnungspolitisch sprächen gute Gründe für eine weitere Einschränkung der Vinkulierungsordnung, bzw. für eine Abschaffung der Vinkulierung zumindest bei kotierten Gesellschaften. Ein solcher Systemwechsel brächte allerdings einen nicht zu unterschätzenden Eingriff in bestehende, von den Beteiligten in Kenntnis der Umstände und Konsequenzen begründete oder erworbene Rechtspositionen mit sich. Er würde sich deshalb nur aus zwingenden Gründen rechtfertigen. Solche aber sind nicht ersichtlich. Dies gilt umso mehr, als gerade im Bereich der kotierten Gesellschaften mit einem zunehmend besseren Funktionieren der Marktkräfte gerechnet werden darf. Bringt eine Vinkulierung Nachteile mit sich, so wird sie sich deshalb langfristig nicht halten können. Unter den heute geltenden Voraussetzungen soll eine Vinkulierung deshalb auch in Zukunft zulässig sein.

F. Ordentliche Kapitalerhöhung und -herabsetzung

Die bestehende Regelung der ordentlichen Kapitalerhöhung und -herabsetzung hat sich bewährt und ist deshalb beizubehalten. Klarzustellen ist immerhin, dass der Generalversammlungsbeschluss einen Vollzug im Umfang der tatsächlich eingegangenen Zeichnungen vorsehen kann (ordentliche Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag). Weiter ist das Verfahren der ordentlichen Kapitalherabsetzung demjenigen der ordentlichen Kapitalerhöhung anzupassen (Grundsatzbeschluss der Generalversammlung, Vollzug durch den Verwaltungsrat).

G. Bezugsrecht

Den Aktionären steht bei Kapitalerhöhungen auch künftig ein Bezugsrecht zu, das nur aus wichtigen Gründen (insbesondere: Übernahmen und Mitarbeiterbeteiligungen) eingeschränkt oder aufgehoben werden kann. Klarzustellen ist, dass Aktionäre, die von einem an und für sich bestehenden Bezugsrecht keinen Gebrauch machen, nicht unsachgemäss benachteiligt werden dürfen. Damit soll die Ausgabe neuer Aktien zu einem unter dem inneren Wert⁵⁵ liegenden Ausgabepreis verhindert werden – eine Konstellation, welche die Aktionäre bekanntlich vor die Wahl stellt, sich an der Kapitalerhöhung zu beteiligen oder eine Kapitalverwässerung in Kauf zu nehmen.⁵⁶

⁵⁵ Als Substanzwert (welcher sich nach dem Nettovermögen der Gesellschaft geteilt durch die Anzahl Aktien berechnet) zuzüglich der Ertragskraft der Gesellschaft; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 49 N 42; BÖCKLI, N 301 ff.; aus ökonomischer Sicht: als Sum-

me von in die Gegenwart abdiskontierten künftigen *free cash flows*; vgl. LODERER/JÖRG/PICHLER/ZGRAGGEN, 641 ff.

⁵⁶ Vgl. dazu den «Weltwoche»-Entscheid des Bundesgerichts in BGE 99 II 55 ff.

Der besonderen Ausgangslage bei kotierten Gesellschaften ist durch eine dreiteilige Spezialregelung Rechnung zu tragen: Erstens soll der Ausgabepreis frei festgesetzt werden können, wenn das Bezugsrecht seinerseits an der Börse gehandelt werden kann. Zweitens soll das vertragliche Bezugsrecht im Fall der Festübernahme dem direkten Bezugsrecht gleichgestellt sein. Drittens soll der Verkauf über die Börse als Äquivalent zur Einräumung eines Bezugsrechts gelten, falls innert sechs Monaten nicht mehr als 10% der bisherigen Aktienzahl ausgegeben werden.

H. Sacheinlagen und Sachübernahmen

1. Sacheinlagen

Im kontinentaleuropäischen wie im angelsächsischen Rechtsraum lässt sich eine bemerkenswert einheitliche Einschätzung der Risiken von Sacheinlagen feststellen: Selbst Rechtsordnungen, die bei Kapitalaufbringung und Ausgabe sonst grössten Freiraum lassen, stellen bei Sacheinlagen den Schutz vor Missbräuchen in den Vordergrund. Detaillierte Schutzbestimmungen und ein relativ förmliches Verfahren sind die Regel. An der bestehenden Ordnung der Sacheinlage ist deshalb festzuhalten. Gegenstand der Sacheinlage kann jedes übertragbare Vermögensobjekt sein, das einen feststellbaren wirtschaftlichen Wert hat und aktivierbar (bilanzierungsfähig) ist.⁵⁷

2. Sachübernahmen

Die bestehende gesetzliche Regelung⁵⁸ stellt die Sachübernahme auch in ihren Voraussetzungen der Sacheinlage gleich – mit der Konsequenz, dass die eingebrachten Vermögenswerte aktivierbar sein müssen. Werden deshalb mit dem Emissionserlös von Aktien nicht aktivierbare Güter erworben, so findet die Regelung bezüglich Sachübernahmen keine Anwendung, und es bestehen folglich keine Publizitätspflichten. Dem Gläubigerschutz wird damit gerade in diesen problematischen Situationen keine Rechnung getragen. Deshalb sind spezifische Transparenzvorschriften zu schaffen, die unmittelbar an die Relevanz der Sachübernahme für die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft und nicht bloss an ihre Auswirkungen auf die Aktivseite der Bilanz anknüpfen.

I. Verrechnungsliberierung

Das aktuelle Recht lässt eine Liberierung durch Verrechnung unter der Bedingung des Bestands und der Verrechenbarkeit der Gegenforderung zu. Von Bedeutung ist diese Liberierungsform insbesondere im Zusammenhang mit Sanierungen, erlaubt sie doch die Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital. Kontrovers ist, ob eine solche Verrechnungsliberierung auch zulässig sein soll, wenn die Gesellschaft überschuldet und die Gegenforderung damit nur noch be-

⁵⁷ Nicht einlegbar sind somit Arbeitsleistungen, persönliche Fähigkeiten, künftige Sachen oder Gewinne, künftige Forderungen oder Rechte, Naturalobligationen und höchstpersön-

liche Rechte; vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 15 N 12.

⁵⁸ Art. 628 OR.

schränkt werthaltig ist. Gläubiger wie Aktionäre profitieren aber auch dann von einer Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital, wenn die Gesellschaft vor der Umwandlung überschuldet ist. Weder der Gläubiger- noch der Aktionärsschutz gebieten deshalb die Beschränkung der Verrechnungsliberalisierung auf werthaltige Gegenforderungen. Hinzu kommt, dass es in einer Sanierungssituation oft nicht einfach ist, die finanzielle Lage eines Unternehmens zweifelsfrei zu beurteilen. Im Sanierungszeitpunkt wird sich deshalb häufig nicht mit absoluter Sicherheit feststellen lassen, in welchem Umfang die Forderungen werthaltig sind oder nicht. Ein Erfordernis der Werthaltigkeit lässt die Sanierung durch Umwandlung von Fremdkapital in Eigenkapital als potenziell riskant erscheinen und macht eine praktisch besonders einfache und wirkungsvolle Sanierungsform unattraktiv. Deshalb ist klarzustellen, dass es genügt, wenn die Forderung besteht und verrechenbar ist.

J. Kapitalband

Mit der Revision des Aktienrechts von 1991 wurde die Möglichkeit eines genehmigten Kapitals und damit einer Delegation der Kompetenz zur Kapitalerhöhung an den Verwaltungsrat ins schweizerische Aktienrecht eingeführt. Mit der zunehmenden Bedeutung von Aktienrückkaufsprogrammen besteht heute ein Bedürfnis nach einem spiegelbildlichen Institut in Form einer genehmigten Kapitalherabsetzung. Grundsätzlich könnte ein solches Institut im Rahmen der bisherigen ordentlichen Kapitalherabsetzung realisiert werden. Der geschaffene Freiheitsgrad bliebe in diesem Fall aber durch die Notwendigkeit beschränkt, die Gläubigerinteressen durch Schuldenruf und Sicherstellungsanspruch gezielt zu schützen.

1. Konzept

Dem Revisionsvorschlag liegt deshalb ein anderer Ansatz zu Grunde: Eine Gesellschaft kann in den Statuten an Stelle eines festen Kapitals ein Kapitalband vorsehen. Das Kapitalband ist durch ein Basiskapital und ein Maximalkapital definiert. Das Basiskapital ist nach den heutigen Bestimmungen über die Gründung bzw. Kapitalerhöhung aufzubringen; seine Herabsetzung untersteht den heutigen (strengen) Regeln einer ordentlichen Kapitalherabsetzung. Im Umfang des Basiskapitals besteht damit der heutige Grad an formeller Sicherheit. Innerhalb des Kapitalbands dagegen stehen vereinfachte Verfahren zur Kapitalerhöhung und -herabsetzung zur Verfügung, die dem Verwaltungsrat die Möglichkeit geben, schneller und einfacher zu handeln. Damit wird ein Ausgleich zwischen den Interessen der Gesellschaft an einer flexiblen Gestaltung der Kapitalstruktur und dem Kapitalschutzinteresse der Gläubiger geschaffen.

2. Einführung und Änderung

Die Generalversammlung kann jederzeit ein Kapitalband einführen. Die Bestimmung des Kapitalbands ist eine unübertragbare Kompetenz der Generalversammlung im Sinne von Art. 698 OR. Der GV-Beschluss zur Einführung eines Kapitalbands bedarf eines doppelten Quorums nach Art. 704 OR. Basiskapital und Maximalkapital sind in den Statuten ausgewiesen. Das Basiskapital muss mindes-

tens CHF 100'000.– betragen. Das Maximalkapital darf nicht mehr als 100% über dem Basiskapital liegen.

Die Herabsetzung des Basiskapitals erfolgt nach den bisherigen Bestimmungen der ordentlichen Kapitalherabsetzung. Dasselbe gilt, wenn eine Gesellschaft ein Kapitalband einführt, dessen Basiskapital tiefer liegt als das bisherige feste Aktienkapital.⁵⁹ Die Heraufsetzung des Basiskapitals erfolgt nach den bisherigen Bestimmungen der ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. im Umfang, als das Aktienkapital bereits gestützt auf das Kapitalband erhöht wurde, durch einen einfachen statutenändernden GV-Beschluss gestützt auf einen geprüften Kapitalerhöhungsbericht.⁶⁰ Für die Herabsetzung der oberen Limite des Kapitalbands genügt ein einfacher statutenändernder GV-Beschluss.

Das Kapitalband kann für maximal fünf Jahre geschaffen werden. Wird es nach Ablauf nicht erneuert, so hat der Verwaltungsrat die Statuten anzupassen und das dazumalige Aktienkapital gestützt auf einen geprüften Kapitalerhöhungsbericht als festes Kapital einzutragen.

Als Unterfall des Kapitalbands können die Statuten den Spielraum des Verwaltungsrats nach der einen oder anderen Richtung begrenzen, also bloss eine Erhöhung oder bloss eine Herabsetzung des Aktienkapitals zulassen. Das Institut des Kapitalbands kann deshalb die heutige genehmigte Kapitalerhöhung ablösen.⁶¹

3. Kapitalerhöhung innerhalb des Kapitalbands

a) Kapitalerhöhung gegen bar und mit Bezugsrecht

In seiner Grundform gibt das Kapitalband dem Verwaltungsrat die Kompetenz zur Kapitalerhöhung unter Bareinzahlung und unter Wahrung des Bezugsrechts der Aktionäre (zur Kompetenz zur Kapitalherabsetzung vgl. hinten 4). Der Verwaltungsratsbeschluss über die Kapitalerhöhung muss in diesem Fall nicht öffentlich beurkundet, sondern kann unmittelbar beim Handelsregister angemeldet werden. Das aktuelle Kapital wird im Handelsregister und auf der Webseite des Handelsregisteramts publiziert. Anstelle der Einzahlung auf ein Sperrkonto, wie sie auch in Zukunft für die ordentliche Kapitalerhöhung notwendig sein wird, genügt die Einzahlung auf ein spezifisches Kapitalerhöhungskonto, das der Dokumentation der Einzahlung dient. Die einbezahlten Mittel sind sofort verfügbar. Die Aktien können vor der Eintragung ausgegeben werden. Die Gesellschaft bzw. ihre Organe tragen die Verantwortung für die Richtigkeit des anschliessenden Eintrags und dafür, dass die Anmeldung am Tag der Ausgabe veranlasst wird.

Kotierte Gesellschaften können neu geschaffene Aktien unmittelbar über die Börse platzieren. In diesem Fall wird die Einzahlung durch das Abwicklungssystem dokumentiert, so dass auf eine Einzahlung über das Kapitalerhöhungskonto verzichtet werden kann.

⁵⁹ Beispiel: Bisheriges Grundkapital CHF 800'000.–, Kapitalband CHF 500'000.– bis 1'000'000.–.

⁶⁰ Gilt nur soweit, als das ganze ausgegebene Aktienkapital zum Zeitpunkt der Erhöhung des Basiskapitals durch Aktiven gedeckt ist.

⁶¹ Für bereits erteilte Ermächtigungen ist eine Übergangsfrist bis zu deren Auslaufen (also für maximal zwei Jahre) vorzusehen. Die altrechtliche genehmigte Kapitalerhöhung untersteht in allen Teilen den Bestimmungen des alten Rechts, begründet also insbesondere kein Kapitalband.

b) Kapitalerhöhung gegen bar unter Ausschluss des Bezugsrechts

Bei Kapitalerhöhungen innerhalb des Kapitalbands steht den Aktionären wie bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung das Bezugsrecht zu. Die Generalversammlung kann den Verwaltungsrat mit der Einführung des Kapitalbands ermächtigen, dieses Bezugsrecht aus wichtigen Gründen (insbesondere: Übernahmen und Mitarbeiterbeteiligungen) einzuschränken oder aufzuheben.⁶²

Der Beschluss des Verwaltungsrats über eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts muss nicht öffentlich beurkundet werden. Mit der Anmeldung beim Handelsregisteramt ist ein von der Revisionsstelle geprüfter Kapitalerhöhungsbericht des Verwaltungsrats einzureichen, in dem dieser insbesondere Rechenschaft ablegt über die Einhaltung des ihm von der Generalversammlung eingeräumten Kompetenzrahmens und über die Wahrung der Aktionärsrechte. Die Aktien dürfen erst nach der Eintragung im Handelsregister ausgegeben werden.

c) Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage, unter Sachübernahme oder durch Verrechnung

Die Generalversammlung kann den Verwaltungsrat ermächtigen, eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage, unter Sachübernahme oder durch Verrechnung vorzunehmen. Macht der Verwaltungsrat von dieser Kompetenz Gebrauch, so hat er seinen Beschluss öffentlich zu beurkunden. Grundlage ist – dem aktuellen System entsprechend – ein Kapitalerhöhungsbericht des Verwaltungsrats, in dem dieser Rechenschaft ablegt über die Einhaltung des ihm von der Generalversammlung eingeräumten Kompetenzrahmens, über die Wahrung der Aktionärsrechte sowie über Art und Zustand der Sache und über die Angemessenheit der Bewertung. Der Kapitalerhöhungsbericht ist von der Revisionsstelle zu prüfen, wobei sich diese Prüfung insbesondere auf die Angemessenheit der Bewertung erstreckt. Mit der Anmeldung beim Handelsregisteramt sind wiederum die notwendigen Belege einzureichen (Kapitalerhöhungsbericht und Prüfungsbestätigung). Die Aktien dürfen erst nach der Eintragung im Handelsregister ausgegeben werden.

d) Delegation von Kompetenzen an eine Geschäftsleitung

Die Kompetenz, Aktien bar oder an der Börse auszugeben, kann an die Geschäftsleitung delegiert werden. Voraussetzung ist eine ausdrückliche Ermächtigung im Organisationsreglement, sowie ein Beschluss des Verwaltungsrats mit einer maximalen Gültigkeitsdauer von drei Monaten.⁶³

Die Kompetenz des Verwaltungsrats, das Bezugsrecht auszuschliessen und Aktien gegen Sacheinlage auszugeben, ist eine unübertragbare und unentziehbare Kompetenz im Sinne von Art. 716a OR und kann damit nicht weiter delegiert werden.

⁶² Dies entspricht der bereits geltenden Regelung im Bereich der genehmigten Kapitalerhöhung; vgl. BGE 121 III 219 ff., insbesondere zur grundsätzlichen Zulässigkeit einer Delegation der Kompetenz zum Entzug des Bezugsrechts an den Verwaltungsrat.

⁶³ Das Organisationsreglement ist aus Transparenzgründen auf der Webseite des Handelsregisteramts zur Verfügung zu stellen.

e) Stimmrechtsaktien und Vorzugsaktien

Die Ausgabe von Stimmrechtsaktien und Vorzugsaktien innerhalb des Kapitalbands muss proportional zum bisherigen Verhältnis erfolgen. Erfolgt sie nicht proportional, dann bedarf dies eines zusätzlichen qualifizierten GV-Beschlusses nach Art. 704 OR.

4. Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands

Innerhalb des Kapitalbands hat der Verwaltungsrat die Kompetenz zur Herabsetzung des Aktienkapitals. Die Herabsetzung erfolgt entweder durch eine Reduktion des Aktienkapitals bei gleichbleibender Aktienzahl oder durch eine Reduktion des Aktienkapitals verbunden mit einem Rückkauf zur Vernichtung eines Teils der ausgegebenen Aktien. Werden Aktien zurückgekauft, so ist der Rückkaufspreis so festzusetzen, dass niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt wird. Zudem ist den Aktionären ein anteiliges Verkaufsrecht einzuräumen, es sei denn, der Rückkauf erfolge bei kotierten Gesellschaften über die Börse unter Einhaltung der einschlägigen börsenrechtlichen Vorschriften. Soweit nach der Herabsetzung das ganze neue Aktienkapital und die gesetzlichen Reserven gedeckt sind, kann der Verwaltungsrat die Kapitalherabsetzung unmittelbar vollziehen und zur Eintragung ins Handelsregister anmelden. Mit der Anmeldung hat er einen geprüften Kapitalherabsetzungsbericht einzureichen, der Rechenschaft gibt über die Einhaltung des von der Generalversammlung gesetzten Kompetenzrahmens, über die Wahrung der Aktionärsrechte sowie über die Deckung des neuen Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven. Ein Schuldenruf ist nicht notwendig.

K. Splitting

Der Verwaltungsrat soll in den Statuten ermächtigt werden können, die bestehenden Aktien zu splitten. Voraussetzung ist ein öffentlich beurkundeter Verwaltungsratsbeschluss, mit dem alle einschlägigen Statutenbestimmungen angepasst werden.

L. Bedingtes Kapital

An der bestehenden Ordnung des bedingten Kapitals ist festzuhalten. Für kotierte Gesellschaften ist klarzustellen, dass ein Entzug des Vorwegzeichnungsrechts zulässig ist, wenn die neu ausgegebenen Titel in einem marktüblichen Platzierungsverfahren platziert werden und eine angemessene Streuung der neuen Titel im Publikum gewährleistet ist.

M. Kennzahlen

Nach dem aktuellen Recht hat der Verwaltungsrat eine Generalversammlung einzuberufen, wenn die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr gedeckt ist. Diese Bestimmung hat sich als nur beschränkt wirksam erwiesen. Mangels eines anderen, für alle Gesellschaften geeigneten Kriteriums ist dennoch an ihr festzuhalten. Ergänzend wird allerdings der Generalversammlung die Kompetenz eingeräumt, in den Statuten zusätzliche Kriterien für das Eintreten

eines Sanierungsfalls, wie beispielsweise die Unterschreitung einer minimalen Eigenkapitalquote zu definieren. Damit wird es den Eigenkapitalgebern ermöglicht, sich in gleicher Weise abzusichern, wie dies heute im Bereich der kommerziellen Kreditverträge bereits der Praxis entspricht.

N. Aktie mit ruhendem Stimmrecht

Der heutige Partizipationsschein soll von der stimmrechtslosen Aktie zur Aktie mit ruhendem Stimmrecht werden. Zahlt die Gesellschaft während mehr als zwei von drei aufeinanderfolgenden Jahren keine Dividende, so aktiviert sich das Stimmrecht der Aktie für die nächsten drei Jahre. Entwickeln sich die Geschäfte unbefriedigend, erhalten die Partizipanten die Möglichkeit der unmittelbaren Einflussnahme in der Generalversammlung.⁶⁴

O. Aktienkapital in Fremdwährungen

Neu ist ein Aktienkapital in gewissen Fremdwährungen erlaubt. Dabei ist ein erhöhtes Mindestaktienkapital von CHF 500'000.– erforderlich.⁶⁵ Als Währungen kommen insbesondere Euro, US-Dollar und britische Pfund in Betracht. Die Währung kann unter Anwendung des Tageskurses jederzeit gewechselt werden, wobei sich eine Währungsänderung nicht auf die einzelnen Aktien auswirkt. Im Moment der Umrechnung in eine andere Fremdwährung (bzw. in Schweizer Franken) muss das Aktienkapital wiederum einen Wert von mindestens CHF 500'000.– (bzw. CHF 100'000.–) aufweisen. Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen sind in der jeweiligen statutarischen Währung vorzunehmen. Eine Sicherungsklausel gewährleistet, dass bei ausserordentlichen Umständen das EJPD ermächtigt ist, eine Fremdwährung für Gründungen und Umwandlungen auszuschliessen.

Bereits heute ist die Bareinzahlung auf ein Sperrkonto nach bestehender Praxis der Handelsregisterbehörden nicht nur in der Gesellschaftswährung erlaubt. Die Einzahlung in einer konvertiblen, ständig in der Schweiz gehandelten Währung als Barliberierung soll weiterhin als zulässig angesehen werden. Die Umrechnung in die Gesellschaftswährung erfolgt zum Tageskurs.

P. Fusion von Gesellschaften mit unterschiedlichen Systemen

1. Absorption

Wird eine Gesellschaft im Rahmen einer liquidationslosen Auflösung übernommen, so sind für die Kapitalstruktur die Statuten der übernehmenden Gesellschaft massgebend. Ob die untergehende oder die übernehmende Gesellschaft in ihren Statuten einen Nennwert für ihre Aktien vorsieht, ist rechtlich ohne Bedeutung.

⁶⁴ Vgl. im französischen Code de commerce Art. L. 228-12 ff., insbesondere Art. L. 228-14 («*actions à dividende prioritaire sans droit de vote*»).

⁶⁵ Dies wird dadurch gerechtfertigt, dass ein Fremdwährungsaktienkapital ein gewisses Risiko mit sich bringt, ist ein Aktienkapital doch auf längere Zeit ausgerichtet, wobei mit erheblichen Kursschwankungen gerechnet werden muss.

2. Kombination

Gehen beide Gesellschaften unter, um sich zu einer neu zu gründenden Gesellschaft zu vereinigen, muss für die neue Gesellschaft eine eigene Kapitalstruktur festgelegt werden. Wiederum ohne Belang ist, ob die Statuten der untergehenden oder der neuen Gesellschaft für ihre Aktien einen Nennwert vorsehen.

Q. Übergang zum neuen System

Bestehende Aktiengesellschaften haben keine Änderungen vorzunehmen, es sei denn, sie wollten von den neuen Optionen Gebrauch machen. Die Definition des Nennwerts der einzelnen Aktie in den Statuten hat zwar keine rechtliche Bedeutung mehr, schadet aber auch nicht und braucht deshalb nicht gelöscht zu werden. Bei künftigen Kapitalerhöhungen kann ganz auf die entsprechende Angabe verzichtet werden.

Literaturverzeichnis

- ALLISON, JOHN R. / PRENTICE, ROBERT A. / HOWELL, RATE A., *Business Law, Text & Cases*, 5. A., Chicago etc. 1991.
- BÄR, ROLF, Aktuelle Fragen des Aktienrechts, in ZSR NF 85 II (1966) 321–537.
- BAUM, HARALD, Markzugang und Unternehmenserwerb in Japan: Recht und Realität am Beispiel des Erwerbs von Publikumsgesellschaften, Schriftenreihe Recht der Internationalen Wirtschaft, Band 48, Heidelberg 1995 (zit. Baum 1995).
- BLUMENWITZ, DIETER, *Einführung in das anglo-amerikanische Recht*, 6. A., München 1998.
- BOARD OF TRADE (HG.), *Report of the Committee on Shares of No Par Value*, London 1954.
- BOARD OF TRADE (HG.), *Report of the Company Law Committee*, London 1962.
- BÖCKLI, PETER, *Schweizer Aktienrecht*, 2. A., Zürich 1996.
- BOEMLE, MAX, *Unternehmensfinanzierung*, 12. A., Zürich 1998 (zit. Boemle 1998).
- BOEMLE, MAX, Aktien-Nennwert – ein Relikt, in *Finanz und Wirtschaft* Nr. 45 vom 07.06.2000, S. 33 (Boemle 2000).
- BREALEY, RICHARD A. / MYERS, STEWART C., *Principles of Corporate Finance*, 5. A., New York etc. 1996.
- BÜCHI, RAFFAEL / STEINER, CHRISTOPH, Was lange währt, wird endlich gut – ein Plädoyer für einen Rappen Mindestnennwert, SZW 2000, 177–182.
- CARDOZO, BENJAMIN N., *The Nature of the Judicial Process*, New Haven 1921.
- COING, HELMUT / KRONSTEIN, HEINRICH, Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem, Rechtsvergleichende Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung des amerikanischen Rechts, Schriften des Instituts für ausländisches und internationales Wirtschaftsrecht, Bd. 11, Frankfurt/M 1959.
- DOOLEY, MICHAEL P., *Fundamentals of Corporation Law*, New York 1995.
- EIDGENÖSSISCHES VOLKSWIRTSCHAFTSDEPARTEMENT (HG.), Kleinaktien und nennwertlose Aktien, Bericht der vom Eidg. Volkswirtschaftsdepartement eingesetzten Studiengruppe, Sonderheft 69 der «Volkswirtschaft», Bern 1961 (zit. Bericht Jäggi).
- EIDGENÖSSISCHES JUSTIZ- UND POLIZEIDEPARTEMENT (HG.), Zwischenbericht des Präsidenten und des Sekretärs der Arbeitsgruppe für die Überprüfung des Aktienrechtes, zum Vorschlag einer Teilrevision des Aktienrechts, Lausanne/Bern 1972 (zit. Bericht Tschopp).
- FIKENTSCHER, WOLFGANG, *Methoden des Rechts in vergleichender Darstellung*, Bd. II: Anglo-amerikanischer Rechtskreis, Tübingen 1975.
- FORSTMOSER, PETER / MEIER-HAYOZ, ARTHUR / NOBEL, PETER, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996.
- GRIFFIN, STEPHEN, *Company Law. Fundamental Principles*, 2. A., London etc. 1996.
- HENN, HARRY G. / ALEXANDER, JOHN R., *Laws of Corporations and other Business Enterprises*, 3. A., 1983.

- HOMBURGER, ERIC, SAG 48 (1976) 115–118.
- HOPT, KLAUS J. / WIEDEMANN, HERBERT (HG.), AktG: Grosskommentar, 4. A., Berlin 1992.
- IGARASHI, KIYOSHI, Einführung in das Japanische Recht, Darmstadt 1990.
- JAHR, G. / STÜTZEL, W., Aktien ohne Nennbetrag, Ein Beitrag zur Überwindung von Missverständnissen im Aktienwesen, Frankfurt/M 1963.
- JENNINGS, RICHARD W. / MARSH, HAROLD / COFFEE, JOHN C. / SELIGMAN, JOEL, Securities Regulation, 8. A., New York 1998.
- KAWAMOTO, ICHIRO, Handels- und Gesellschaftsrecht, in Baum, Harald / Drobnig, Ulrich (Hg.), Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, Berlin 1994.
- KROPFF, BRUNO (HG.), Münchener Kommentar zum Aktienrecht, Bd. 1, 2. A., München 2000.
- LAUX, CHRISTIAN, Kapitalstruktur und Verhaltenssteuerung. Finanzierungsverträge als Bindungs- und Anreizinstrumente, Wiesbaden 1996.
- LEGEAIS, DOMINIQUE, Droit commercial et des affaires, 13. A., Paris 2000.
- LODERER, CLAUDIO / JÖRG, PETRA / PICHLER, KARL / ZGRAGGEN, PIUS, Handbuch der Bewertung, Zürich 2000.
- MARUTSCHKE, HANS PETER, Einführung in das japanische Recht, München 1999.
- MERKT, HANNO, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, Heidelberg 1991.
- MERLE, PHILIPPE, Droit commercial – Sociétés commerciales, 7. A., Paris 2000.
- MODIGLIANI, M. / MILLER, M. H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review 48 (1958) 261–297.
- ODA, HIROSHI, Basic Japanese Laws, in Oda, Hiroshi/Rudden, Bernard/ Kato, Ichiro (Hg.), Modern Japanese Laws Series, Band 2, Oxford 1997 (zit. Oda 1997).
- ODA, HIROSHI, Japanese Law, 2. A., Oxford 1999.
- POPP, P., Die Aktie ohne Nennwert, mit besonderer Berücksichtigung der nordamerikanischen und schweizerischen Verhältnisse, Diss. Bern 1932.
- RAMSEYER, J. MARK / NAKAZATO MINORU, Japanese Law: An Economic Approach, Studies in Law and Economics, Chicago and London 1999.
- REIMANN, MATHIAS, Einführung in das US-amerikanische Privatrecht, München 1997.
- ROSS, STEPHEN A. / WESTERFIELD, RANDOLPH W. / JORDAN, BRADFORD D., Fundamentals of Corporate Finance, 4. A. Boston etc. 1998.
- RUDIN, MAX, Die nennwertlose Aktie, eine Studie der amerikanischen «no par shares», in Wirtschaftspolitische Mitteilungen Bd. 16, Nr. 2, Heft 2, 1960, 1 ff.
- SEGESSER, GEORG VON, Die nennwertlose Aktie, Diss. Zürich 1973.
- STOFFEL, WALTER, Nennwertlose Aktien für die Schweiz?, Plädoyer für eine Reform des Aktienrechts, NZZ Nr. 115 vom 19. Mai 2001, S. 29.
- VIDAL, DOMINIQUE, Droit des sociétés, Paris 1993.
- VON DER CRONE, HANS CASPAR, Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag, Reprax 1 (2000) 1–10.
- WIESNER, PETER M., Überblick über den Stand des Europäischen Unternehmensrechts, EuZW 20 (1998) 619–635.
- WYMEERSCH, EDDY, Kritische benadering en synthese van de besproken vennootschappen, in Miskende vennootschapsvormen, Kluwer, 1991 (zit. Wymeersch 1991).
- WYMEERSCH, EDDY, Company Law in Europe and European Company Law, in Schweizerischer Juristenverein, Erster Europäischer Juristentag, Heft 2001, S. 85–163 (zit. Wymeersch 2001).
- ZINDEL, GAUDENZ G. / BURKHALTER, PETER R., Euro(päische) Aktien ohne Nennwert, Zeitschrift für Europarecht (EUZ) 1999, 50–56.