

Der Stimmrechtskampf von 1994 zwischen UBS und BK Vision

Analyse einer für alle UBS-Aktionäre verlustreichen Auseinandersetzung

Von Claudio Loderer und Pius Zraggen*

1994 hatte zwischen der Schweizerischen Bankgesellschaft (UBS) und der BK Vision eine der wohl bedeutendsten Auseinandersetzungen in der Schweizer Unternehmensgeschichte getobt. Die Autoren des nachstehenden Beitrags gehen den ökonomischen Hintergründen nach. Laut ihren Berechnungen hat der für den UBS-Verwaltungsrat siegreiche Ausgang der ausserordentlichen Generalversammlung vom 22. November die UBS-Aktionäre insgesamt 3,7 Mrd. Fr. gekostet. Ein Management kann sich, so lautet ein Fazit der Analyse, heterogene Interessen der Aktionäre zu nutzen machen, um die eigenen Ziele zu verfolgen. (Red.)

Fast drei Jahre lang hatte die BK Vision im grossen Stil vorab Namenaktien der Schweizerischen Bankgesellschaft (UBS) gekauft. Der Verwaltungsrat der UBS beschloss, diesen Aktivitäten ein Ende zu setzen. Am 29. September 1994 unterbreitete er den Aktionären einen Vorschlag, der die hohe potentielle Stimmkraft der BK Vision schwächen sollte: die Einheits-Inhaberaktie. Bis zu diesem Zeitpunkt hatte die UBS zwei Typen von stimmberechtigten Aktien gekannt: Inhaber- und Namenaktien. Jedes dieser Papiere hatte eine Stimme. Auf Grund des Preisunterschiedes zwischen den beiden Aktientypen musste man für den Kauf einer Stimme bei einer Namenaktie wesentlich weniger zahlen als bei einer Inhaberaktie. Der Vorschlag führte zu einer heftigen Auseinandersetzung zwischen der UBS und der BK Vision. Dieser Beitrag zeichnet die Geschichte des Streites nach, analysiert die Ziele und Strategien der beiden Parteien, zeigt die Re-

aktion des Kapitalmarktes sowie die Gewinner und Verlierer und zieht Schlussfolgerungen.

Die Vorgeschichte

Als die BK Vision im Oktober 1991 gegründet wurde, hatte ihr Portfeuille einen Wert von 538 Mio. Fr. 63,4% bestanden aus UBS-Aktien, was insgesamt 4,4% aller Namenaktien und 1,4% aller Inhaberwerte der UBS ausmachte. Mit der Zeit wuchs dieses Aktienpaket: Ende August 1994 erreichte es 80,4% des gesamten Portfeuille-Wertes. Das Namen-Paket entsprach nun 18% aller Namenpapiere, jenes der Inhaberaktien 3% aller UBS-Inhabertitel. Allerdings wiesen die UBS-Statuten eine Stimmrechtslimite von 5% auf Namenaktien und von 5% insgesamt auf (Vinkulierungsbestimmungen). Die BK Vision besass daher bloss 5% stimmberechtigte und daneben 6,6% nicht stimmberechtigte Aktien.

Warum aber kaufte die BK Vision Aktien, mit

denen sie nicht stimmen konnte? – Dafür sprechen verschiedene mögliche Gründe:

- Placierung der nicht stimmberechtigten Namenaktien bei gleichgesinnten Investoren.
- Mögliche Änderung in den Vinkulierungsbestimmungen: Alle Aktien könnten stimmberechtigt werden.
- Verkauf an eine dritte Partei.
- «Greenmail»: Die BK Vision könnte die UBS zu einem Aktienrückkauf über dem Marktpreis bewegen. Greenmail ist in der Schweiz nicht möglich, da das Aktienrecht die Gleichbehandlung aller Aktionäre verlangt. Ein Kauf der ganzen BK Vision durch die UBS wäre aber von dieser Bestimmung nicht betroffen.
- Übernahme der UBS durch die BK Vision.

Es ist wahrscheinlich, dass mehrere dieser Gründe das Handeln der BK Vision bestimmten.

Ankündigung der Einheitsaktie

Die Aktienkäufe der BK Vision blieben nicht unbemerkt. Nach einer dreistündigen Sitzung schlug der Verwaltungsrat der UBS am 29. September 1994 zurück. Kurz nach Zürcher Börsenschluss veröffentlichte er einen einstimmig beschlossenen Vorschlag: Die derzeitigen Inhaberaktien (Nennwert 100 Fr.) und Namenpapiere (Nennwert 20 Fr.) sollen durch neue Inhaberaktien mit einem Nennwert von 10 Fr. ersetzt werden. Zudem schlug der Verwaltungsrat vor, die Vinkulierungsbestimmungen aufzuheben.

Was bedeutet dieser Vorschlag konkret? – Jede bisherige Inhaberaktie wird gegen zehn neue Inhabertitel getauscht, jede Namenaktie gegen zwei neue Inhaberwerte. Dadurch gewinnen die Inhaber- im Vergleich mit den Namenaktien an Stimmkraft, und ihr Stimmenanteil steigt von 49% auf 83%. Zudem führt der Vorschlag zu einer Vermögensumverteilung von Namen- zu den Inhaberaktionären, da die neuen Aktien auf der Basis von Nennwerten zugeteilt werden, die Aktienkurse sich aber nicht proportional zum Nennwert verhalten: Das Verhältnis zwischen den Nennwerten von Inhaber- und Namenpapieren beträgt 1:5, während dasjenige der Marktwerte bei 1:4 liegt. Dies impliziert für die Namenaktionäre einen Verlust. Besonders stark betroffen ist die BK Vision, die sechsmal mehr Namen- als Inhaberaktien besitzt.

Der Vorschlag beeinflusst auch den Marktwert des Eigenkapitals. Erstens sinkt die Wahrscheinlichkeit eines als positiv angesehenen Strategiewechsels bei der UBS; dies kann die Kurse der Inhaber- wie auch der Namenwerte negativ beeinflussen. Zweitens kann mit der Aufhebung der Vinkulierungsbestimmungen die Liquidität der Aktien und somit deren Wert steigen. Allerdings scheinen diese Vorteile einer erhöhten Liquidität unbedeutend im Vergleich zu den Kosten, welche durch die geringere Wahrscheinlichkeit eines Strategiewechsels verursacht werden.

Insgesamt scheint der Vorschlag Namenaktio-

näre zu schädigen und Inhaberaktionäre auf Grund der Umverteilung zu begünstigen. Der Netto-Effekt des Vorschlags ist aber auch für letztere auf Grund der Auswirkungen eines Strategiewechsels nicht offensichtlich. Trotz alledem prophezeite der UBS-Verwaltungsrat Vorteile für alle Aktionäre, und dies vorab mit dem Argument der erhöhten Liquidität.

Die Reaktion des Marktes

Da der Vorschlag am Donnerstag, 29. September, nach Börsenschluss bekanntgegeben wurde, konnten die Investoren im Prinzip frühestens am Freitag bzw. am Montag, 3. Oktober, reagieren. Innerhalb dieser drei Börsentage führte der Vorschlag zu einem mässigen Anstieg von 1,7% bei den I-Aktien und einem Kursrückgang um 11,35% bei den N-Aktien (netto SPI-Veränderungen). Insgesamt ging damit die Börsenkapitalisierung der UBS zurück. Während der drei zur Diskussion stehenden Tage machte die Abnahme 4,8% aus. Diese Reaktion stand im Gegensatz zu den Versprechungen des Verwaltungsrats, wonach die Aktionäre als Gruppe vom Vorschlag profitieren würden. In Geldwerten ausgedrückt, betrug der Verlust 1,6 Mrd. Fr. Der Wert des UBS-Paketes der BK Vision fiel um 9,8% (204 Mio. Fr.).

Der Kurssturz bei den Namenaktien führte zu Vorwürfen an das Topmanagement der UBS. In einem Interview reagierte der Verwaltungsratsvorsitzende mit dem Argument, dass nur diejenigen Namenaktionäre Geld verloren hätten, welche während der letzten paar Monate gekauft hätten – in einem Zeitraum, in welchem die Namenaktien mit einem Aufschlag auf die Inhaberaktien gehandelt worden seien und zahlreiche Finanzanalysten von einem Kauf abgeraten hätten. Zusätzlich habe die UBS bereits früher von möglichen Restrukturierungsplänen gesprochen. Die übrigen Namenaktionäre hätten kein Geld verloren, da sie ihre Titel bis Anfang 1989 mit einem Abschlag zu den Inhaberaktien gekauft hätten. Daneben, so führte

der Vorsitzende der Geschäftsleitung aus, könne man die N-Aktionäre wohl kaum als Opfer bezeichnen, da Namenaktien 1975 gratis emittiert worden seien.

Beide Herren bestätigten den finanziellen Verlust, den die Mitarbeiter als Namenaktionäre erlitten hätten. Dieser Verlust aber, so meinten sie, sei lediglich ein Buchverlust. Zudem hätten die Angestellten ihre Aktien zu einem Vorzugspreis beziehen können. Ausserdem sagte der Verwaltungsratspräsident, dass es illegal sei, die Namenaktionäre zu entschädigen, da dies die Inhaberaktionäre diskriminiere. – Eine solche Entschädigung wäre aber überhaupt nicht nötig gewesen, wäre der Aktientausch auf Grund von Marktwert-Verhältnissen anstelle von Nennwert-Verhältnissen durchgeführt worden.

Einige Tage nach der Ankündigung des Vorschlags schien der Ausgang der Abstimmung für die Marktteilnehmer völlig offen zu sein. Dies zeigt sich, wenn auf Grund der Informationen in den UBS-Aktien die Wahrscheinlichkeit einer Ablehnung der Einheitsaktie berechnet wird. Die Ergebnisse dieser Rechnung für den Zeitraum vom ersten Tag nach der Ankündigung des Vorschlags (30. September) bis zum letzten Tag vor der ausserordentlichen Generalversammlung (21. November) werden in der Graphik unten rechts illustriert. Auf ähnliche Weise lässt sich auch die erwartete totale Börsenkapitalisierung im Falle einer Annahme des Vorschlags berechnen. Am 3. Oktober 1994 beispielsweise, kurz nach Ankündigung des Vorschlags, betrug sie 29 Mrd. Fr. – 10% weniger als am 29. September, kurz vor der Ankündigung. Offenbar teilten die Marktteilnehmer keineswegs die Überzeugung des Managements, dass eine Einheitsaktie die Aktienpreise in die Höhe treiben werde.

Das Vorgehen der BK Vision . . .

Das Management der BK Vision schien zuversichtlich zu sein, dass die Namenaktionäre den

Vorschlag der UBS ablehnen würden, und forderte die Bank auf, eine gesonderte Versammlung der Namenaktionäre einzuberufen, um die Restrukturierung zu genehmigen. Der Verwaltungsrat der UBS fürchtete wohl auch eine Ablehnung der Einheitsaktie durch die Namenaktionäre und beschloss, keine solche Versammlung durchzuführen. Die BK Vision schien direkt keine zusätzlichen UBS-Aktien mehr zu kaufen. Nach Aussage von Marktbeobachtern versuchte sie aber, bekannte UBS-Aktionäre für ihre Interessen zu gewinnen. Zudem bereitete sie sich darauf vor, den Vorschlag gerichtlich anzufechten.

... und jenes der UBS

Es gibt nur wenige Hinweise darauf, dass die UBS aktiv eigene Aktien kaufte. Und auch die vier UBS-Fonds erwarben nicht übermässig viele Titel. Anstelle direkter Aktienkäufe schien die UBS eine Terminkaufstrategie zu bevorzugen. Ein

Beispiel: Am 28. Oktober erwarb sie eine Million Namenaktien von Investor K. Herr K. hatte mit beiden Parteien verhandelt und verkaufte an den Meistbietenden, die UBS. Die Legalität dieses Geschäfts wurde später vor Gericht heftig diskutiert. Die BK Vision argumentierte unter anderem damit, dass die UBS Herrn K. eine Prämie bezahlt habe. Dies entspreche einer Ungleichbehandlung der Aktionäre und sei damit illegal. Die UBS hingegen stritt eine Prämienzahlung ab.

Bei einer genaueren Analyse der Gerichtsakten zeigt sich aber, dass die UBS für die Aktien von Herrn K. tatsächlich mehr als nur den Marktpreis gezahlt zu haben scheint. Die UBS sagte beispielsweise aus, für einen Teil dieser Aktien (mit Liefertermin Dezember 1994 und damit nach der ausserordentlichen Generalversammlung) einen Terminpreis von Fr. 312.50 bezahlt zu haben. Nach Angaben der UBS erhält man diesen Terminpreis, wenn man den Kassapreis mit einem

Zinssatz von 4% verzinst und davon die Transaktionskosten abzieht. Der Aktienkurs vor einer Generalversammlung umfasst jedoch eine Prämie für das Recht, dort abstimmen zu dürfen – zum Beispiel über Annahme oder Ablehnung der Einheitsaktie. Da dieses Stimmrecht nach der Generalversammlung verfällt, sollte der korrekte Terminpreis für Dezember-Verträge auf der Basis des Kassapreises ohne Stimmrecht berechnet werden. Dies hat die UBS aber nicht getan. De facto hat sie also Herrn K. eine Prämie bezahlt. Der Wert des Stimmrechts im Falle dieser ausserordentlichen Generalversammlung machte rund 1,4% des Preises einer Namenaktie aus.

Es ist schwer vorstellbar, dass eine Bank, die mit komplexen derivativen Instrumenten handelt, nicht in der Lage sein sollte, einen Terminpreis korrekt zu berechnen. Erstaunlicherweise hat aber auch die BK Vision das implizite Eingeständnis der UBS, eine Prämie bezahlt zu haben, nicht auf den Tisch gebracht.

Die Entscheidung

Am 22. November wurde über die Einheitsaktie abgestimmt. Rund 6700 Aktionäre trafen sich zur Generalversammlung. Von 43 550 000 Stimmen waren 73% anwesend. 66,9% der gesamten Stimmen (gut 0,2% bzw. 65 450 mehr als nötig für die qualifizierte Mehrheit) befürworteten die Einheitsaktie, die damit knapp angenommen wurde. Hinter dem Vorschlag stand vor allem eine überwältigende Mehrheit der Inhaberaktionäre (81%); überraschenderweise befürworteten ihn aber auch 60% der an der Versammlung anwesenden Namenaktionäre – und das, obwohl der Vorschlag sie ganz klar benachteiligte.

Die Entscheidung bedeutete für Namen- und Inhaberaktionäre tatsächlich «bad news». Der Markt quittierte die gesunkene Wahrscheinlichkeit eines Strategiewechsels mit einem drastischen Kurssturz der UBS-Aktien. In einem Zeitraum von drei Börsentagen, beginnend mit dem Tag der ausserordentlichen Generalversammlung, fielen die Kurse der Inhaberaktien um 3,93% und die der Namenaktien um 9,96% (netto SPI-Veränderungen). Addiert man zu diesen Bewegungen diejenigen, welche sich in den drei Tagen um die Ankündigung des Vorschlags beobachten liessen, erhält man insgesamt einen Kursrückgang von 2,23% bei den Inhaberaktien und von 21,31% bei den Namenpapieren. Mit der Annahme der Einheitsaktie haben auch die Inhaberaktionäre Geld verloren. Sie konnten dies nicht unbedingt voraussehen; der schwache Effekt bei Ankündigung hätte aber bereits eher Indifferenz als grosse Begeisterung für den Vorschlag vermuten lassen

können. Die Mehrheit der anwesenden Namenaktionäre hingegen hatte für einen Vorschlag gestimmt, der ihnen einen kumulierten Verlust von 21% auferlegte – einen Verlust, mit dem sie hätten rechnen können.

Insgesamt fiel die Börsenkapitalisierung der UBS in diesen drei Tagen um 2,1 Mrd. Fr. Der Wert der Aktienpakete von BK Vision und Stillhalter Vision sank um 196 Mio. Fr. Zusammen mit den während der Ankündigungsperiode beobachteten Verlusten betragen die totalen Verluste also 3,7 Mrd. Fr. für die UBS-Aktionäre, davon allein 411 Mio. Fr. für die BK Vision.

Epilog

Wie bereits im Vorfeld der ausserordentlichen Generalversammlung angedroht, ging die BK Vision im Anschluss an die Abstimmung vor Gericht. Noch bevor die rechtliche Auseinandersetzung abgeschlossen war, kündigten die Verwaltungsräte von UBS und Bankverein am 8. Dezember 1997 ihre Pläne zur Fusion der zwei Banken an. Gemäss dem Wortlaut des Vorschlags wird die neue Bank nur Namenaktien haben. Bei dieser Transaktion werden die bisherigen Titel beider Institute im Verhältnis zu Marktwerten unmittelbar vor dem Ankündigungszeitpunkt der Fusion ausgetauscht. Die Ankündigung des Fusionsvorschlags liess den Wert des Aktien-Pakets der BK Vision um rund 400 Mio. Fr. steigen.

Fazit

Die Geschichte von UBS und BK Vision beschreibt eine der wahrscheinlich bedeutendsten Auseinandersetzungen in der Schweizer Unternehmensgeschichte und demonstriert die beeindruckende Macht von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Einige der Aussagen, zu denen sich der Verwaltungsratspräsident und der Vorsitzende der Geschäftsleitung der UBS hinreissen liessen, zeigen deutlich, dass nicht immer die Interessen der Aktionäre im Vordergrund ihrer Überlegungen gestanden sind. Im angelsächsischen Raum würden solche Aussagen als höchst fragwürdig beurteilt. Hierzulande nahmen nur wenige Beobachter und erstaunlich wenige Aktionäre daran Anstoss.

Die Geschichte lässt aber auch darauf schliessen, dass sich Aktionäre nicht immer mit einer Politik der Maximierung der Aktienkurse identifizieren, insbesondere dann nicht, wenn sie zum Beispiel Mitarbeiter der entsprechenden Unternehmung sind und um ihre Stelle fürchten. Solche und ähnliche Überlegungen könnten in diesem Fall viele Namenaktionäre veranlassen haben, einen Vorschlag zu unterstützen, der ihnen finanziell schadete. Das Management aber kann sich diese heterogenen Interessen zunutze machen, um die eigenen Ziele zu verfolgen.

* Prof. Claudio Loderer und lic. rer. pol. Pius Zraggen sind am Institut für Finanzmanagement an der Universität Bern tätig. Der Artikel fasst die zentralen Aussagen eines ausführlicheren Beitrags mit dem Titel «The Union Bank of Switzerland 1994 proxy fight» zusammen. Der vollständige Artikel ist über www.fim.unibe.ch als PDF-File verfügbar.