

scheidenden Punkten nähergekommen; man wolle sich noch in dieser Woche wieder treffen. Das wäre der letztmögliche Termin, um für Präsident Bush ein wahlpolitisch günstiges Resultat zu verkünden. Nach dem US-Handelsgesetz muss der Präsident 90 Tage vor der Unterzeichnung des Nafta-Vertrags den Kongress informieren. Sofern Bush den Vertrag wirklich, wie in Washington allgemein angenommen wird, kurz vor dem Novemberwahlen unterzeichnen will, müsste das Dokument Anfang August paraphiert werden.

Offen bleiben auch nach der letzten Runde die seit langem umstrittenen Dossiers Auto, Finanzdienstleistungen, Textilien und Zulassung von ausländischen Direktinvestitionen. Annäherung, aber ebenfalls keine Einigung wurde in den Bereichen Energie, Landwirtschaft und öffentliches Beschaffungswesen gemeldet. Bei allen Differenzen hatten die Unterhändler den Eindruck, es sei noch nie so produktiv gearbeitet worden. Vor allem Mexiko und die USA sind an einem schnellen Abschluss interessiert. Kanada scheint die Verhandlungen zumindest nicht blockieren zu wollen, obwohl Ottawa vor dem Hintergrund der jüngsten handelspolitischen Schikanen von Seiten Washingtons einigen Grund dazu hätte.

### Führungswechsel bei Lloyd's Rücktritt von David Coleridge

Ug. London, 27. Juli

Der Vorsitzende des Rates des Londoner Versicherungsmarktes Lloyd's, David Coleridge, wird auf eine Wiederwahl verzichtet und Ende dieses Jahres sein Amt niederlegen. Als seinen Nachfolger hat Coleridge an einer ausserordentlichen Generalversammlung der «names», der Investoren des Marktes, David Rowland vorgeschlagen, der gegenwärtig Präsident des zweitgrössten britischen Versicherungsbroskers Sedgwick ist. Im

Gegensatz zu Coleridge wird Rowland, der Anfang dieses Jahres weitreichende Vorschläge zur Reform des von hohen Verlusten geplagten Marktes vorgelegt hatte, sein Amt nicht ehrenhalber, sondern vollamtlich und für eine Periode von drei Jahren ausüben. Endgültig bestätigt werden muss der Führungswechsel noch im Dezember vom Rat von Lloyd's. Die voraussehbare Ernennung Rowlands trifft in weiten Marktkreisen auf Zustimmung. Bereits seit langem hat er auf die Notwendigkeit einer professionellen Führung des Marktes hingewiesen. Mit seinen zusammen mit der internationalen Beratungsfirma McKinsey entwickelten Reformvorschlägen, die im Grundsatz vom Rat weitgehend akzeptiert worden sind, strebt Rowland auch eine Verstärkung der Kapitalbasis von Lloyd's an, eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und einen besseren Schutz der Investoren vor hohen Verlusten.

Die Nominierung Rowlands hat aber auch kritische Kommentare ausgelöst. Eine Reihe von Investoren, die an der Versammlung teilnahmen, erheben grundsätzliche Einwände gegen einen aus den eigenen Reihen des Marktes stammenden Präsidenten. Trotz aller Integrität und Fähigkeit, die Rowland zugestanden wird, sei es angesichts der schweren Vorwürfe, dass die hohen Verluste des Marktes nicht nur auf eine ungünstige Marktentwicklung, sondern auch auf Inkompetenz der Versicherer zurückzuführen seien, notwendig, eine von aussen kommende und unabhängige Persönlichkeit zu berufen. Vorbehalte gegen Rowland werden auch von den Versicherern formuliert, die den Ratsvorsitzenden lieber aus ihren eigenen Reihen stellen würden. Die ausserordentliche Generalversammlung war einberufen worden, um über eine Reihe von Resolutionen debattieren zu können, welche dem Rat das Vertrauen bzw. das Misstrauen aussprechen. Da die Abstimmungen per Brief durchgeführt werden, wird ihr Ergebnis erst in einiger Zeit bekannt sein.

### Eine Duplik

## Das unpraktikable Vorwegzeichnungsrecht im neuen Schweizer Aktienrecht

Von Peter Honegger und Guido Schoch, Zürich\*

Die beiden Verfasser haben vor einiger Zeit darauf hingewiesen, dass das im neuen Aktienrecht vorgesehene Vorwegzeichnungsrecht bei Wandel- und Optionsanleihen unpraktikabel sei, die Finanzierung der Anleihen verteuert und den Aktionären keinen Vorteil eintrage. Dr. Heribert Hirte, Wissenschaftlicher Assistent an der Universität Köln, hat in NZZ Nr. 131 dieser Ansicht entgegengehalten, auch das EG-Recht sehe ein Bezugsrecht auf Optionsanleihen vor und ein Verzicht auf dieses Recht komme einem Gesellschafterausschluss auf Raten gleich.

Dr. Hirte hat in seiner «Replik» die Besonderheit des schweizerischen Vorwegzeichnungsrechts, an welcher sich die Verfasser stossen, nicht bedacht: Gemäss neuem Aktienrecht kann das Vorwegzeichnungsrecht nicht einfach durch Beschluss der Generalversammlung beschränkt oder aufgehoben werden, sondern nur, wenn zudem ein wichtiger Grund vorliegt (Art. 653c Abs. 2 des revidierten Obligationenrechts, revOR). Entsprechende Generalversammlungsbeschlüsse, welche sich auf einen wichtigen Grund stützen, sind aber mit erheblicher Rechtsunsicherheit belastet und können Anfechtungsklagen ausgesetzt sein. Rechtsunsicherheit ist aber Gift für jede Emission.

### Keine Parallele im EG-Recht

Die schweizerische (Über-)Reglementierung, wonach für Beschränkung oder Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts nicht etwa nur ein Beschluss der Generalversammlung, sondern auch noch ein wichtiger Grund vorzuliegen hat, findet – entgegen der Ansicht von Dr. Hirte – im EG-Recht keine Parallele, insbesondere nicht in Art. 25 und/oder Art. 29 der Zweiten gesellschaftsrechtlichen EG-Richtlinie (Kapitalrichtlinie) vom 13. Dezember 1976. So schreibt Art. 29 Abs. 4 der Kapitalrichtlinie lediglich vor, dass Beschränkung und Ausschluss des Bezugsrechtes (die Richtlinie sieht kein eigentliches Vorwegzeichnungsrecht vor) durch Beschluss der Hauptversammlung zu erfolgen haben und dass das Verwaltungs- oder Leitungsorgan der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht über die Gründe für eine Beschränkung oder einen Ausschluss des Bezugsrechtes zu erstatten und den vorgeschlagenen Ausgabekurs zu begründen hat.

Die gesetzlichen Regelungen in Deutschland (§ 221 Abs. 4 Aktiengesetz), Frankreich (Art. 194-2 Abs. 1 Code des Sociétés) und Italien (Art. 2441 Abs. 5 und 6 Codice Civile) bewegen sich innerhalb der Parameter der Kapitalrichtlinie und beinhalten – entgegen Dr. Hirte – keine dem neuen schweizerischen Aktienrecht entsprechende Zusatzhürde «wichtige Gründe». Dasselbe gilt übrigens auch für England (Section 95 [5] Companies Act 1985). Allerdings scheiterte in Deutschland der Ausschluss des Bezugsrechtes bei Optionsanleihen auch schon daran, dass der Bericht des Vorstandes an die Hauptversammlung als ungenügend angesehen wurde (Urteil des OLG München vom 6. 2. 91 bzw. Beschluss des OLG Frankfurt a. M. vom 17. 9. 91). Rechtsunsicherheit und Unpraktikabilität des Bezugsrechtes haben deshalb dazu geführt, dass deutsche Unternehmen Euroanleihen meiden, weil das Risiko, zu Hause Anfechtungsklagen der Aktionäre ausgesetzt zu sein, nicht tragbar ist. Sollen die schweizerischen Unternehmen mit noch grösseren – und wie gezeigt unnötigen – Imponderabilien (Möglichkeit von Anfechtungsklagen wegen

fehlender «wichtiger Gründe») in Fesseln gelegt werden?

Selbst in den USA, dem Mekka der Kleinaktionäre, können bei Publikumsgesellschaften die sogenannten «preemptive rights», d. h. Bezugs- und Vorwegzeichnungsrechte, durch Generalversammlungsbeschluss oder auch durch generelle Statutengrundlage ausgeschlossen werden (Connecticut, Georgia, Idaho, Maine, Nevada, New Jersey [pre-1969 corporations], New Mexico, New York, North Carolina, Ohio, Rhode Island, South Carolina, Tennessee, Texas, Utah) bzw. existieren nur bei ausdrücklicher statutarischer Grundlage (California, Delaware, Florida [post-1976 corporations], Indiana, Kansas, Louisiana, Maryland, Massachusetts, Michigan, Mississippi, Montana, New Jersey, Oklahoma, Vermont) und sind in der Praxis – wegen der mit dem «rights offering» verbundenen Schwerfälligkeit bei der Kapitalbeschaffung – ungebräuchlich.

### Die Generalversammlung als hohe Hürde

Ein Gesellschafterausschluss auf Raten braucht – entgegen den Befürchtungen von Dr. Hirte – auch nicht befürchtet zu werden. Die Aktionäre haben es in der Hand, anlässlich der Generalversammlung über Einräumung oder Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechtes zu beschliessen. Für einen Ausschluss bedarf es gemäss Art. 704 Abs. 1 revOR nota bene eines qualifizierten Zustimmungsquorums. Verzichten die Aktionäre – wegen den (unnötigen) Kosten – auf das Vorwegzeichnungsrecht, so können sie bei richtigem Pricing auch ohne Vorwegzeichnungsrecht die Anleihe zu gleichen Konditionen am Markt erwerben. Es ist nicht einzusehen, worin der Vorteil für den Aktionär bestehen soll, wenn er die Anleihe mit einem Formular «Vorwegzeichnung» kauft, statt die gleiche Anleihe zum gleichen Preis mit einem Formular «Zeichnung» zu kaufen. Im übrigen vermag das Vorwegzeichnungsrecht just die Verwässerung der Beteiligung des Kleinaktionärs nicht zu verhindern, weil regelmässig eine relativ grosse Anzahl bisheriger Titel für den Bezug einer Obligation benötigt werden und weil kein Handel für Vorwegzeichnungsrechte besteht, da diese keinen monetären Wert haben.

Die – von Dr. Hirte übergangene – Kernaussage unserer Publikation war, pro memoria, die folgende: Die Finanzierung von Wandel- und Optionsanleihen wird durch Einräumung eines Vorwegzeichnungsrechtes nur verteuert, ohne dass die Aktionäre einen echten Vorteil erhalten. Dies allein muss bereits als «wichtiger Grund» im Sinne von Art. 653c Abs. 2 revOR qualifiziert werden, der es rechtfertigt, auf das Vorwegzeichnungsrecht zu verzichten, sofern den Aktionären in der Generalversammlung reiner Wein eingeschenkt wird. Anlässlich der Abstimmung über den Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechtes sind unseres Erachtens folgende weitere Beschlüsse der Generalversammlung notwendig:

## Überhitzungszeichen in Chinas Wirtschaft Uneinigkeit in Peking über den einzuschlagenden Kurs

In China mehren sich die Stimmen, die für die zweite Hälfte dieses Jahres eine gefährliche Überhitzung der Wirtschaft voraussagen. Die Summe der vergebenen Kredite und die Geldmenge sind ebenso wie die Investitionen und das Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte weit schneller gestiegen als geplant. Einige chinesische Ökonomen warnen bereits, eine Inflationswelle könnte erneut zu sozialen Spannungen führen. Doch die staatlichen Stellen konnten sich noch nicht einigen, ob sie den Boom bremsen sollen oder nicht.

D. S. Singapur, Ende Juli

Das Statistische Büro der chinesischen Regierung hat bekanntgegeben, dass das Bruttoinlandprodukt in den ersten sechs Monaten dieses Jahres um 10,6% gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres gestiegen ist, also fast doppelt so schnell wie vom konservativen Premierminister Li Peng geplant (+6%). Im gleichen Zeitraum wuchs die industrielle Produktion um 18,2% (die Schwerindustrie allein um 20,4%). Die Investitionen in Bauvorhaben stiegen um 28,5% auf 219 Mia. Yuan. Der Verkauf von Konsumgütern lag um 14% höher als im ersten Semester 1991.

### Starkes Interesse des Auslands

In den ersten sechs Monaten haben nach Angaben des Peking Handelsministeriums ausländische Investoren 3,4 Mia. US-\$ in die chinesische Wirtschaft gepumpt, 130% mehr als ein Jahr zuvor. Zudem unterzeichneten Ausländer Investitionsverträge für Projekte im Wert von fast 15 Mia. \$, dreimal soviel wie im ersten Halbjahr 1991. Allerdings gehen nur 3% der Investitionen in jene Bereiche, die Peking besonders am Herzen liegen: in die Erschliessung von Rohstoffen und den Aufbau einer High-Tech-Industrie. Um diesen Aufbau zu finanzieren, haben chinesische Banken im ersten Semester Kredite von 120 Mia. Yuan (40 Mia. Fr.) vergeben, mehr als doppelt soviel, wie die Regierung eigentlich vorgesehen hatte. Auch die Kreditaufnahme im Ausland lag mit 3,8 Mia. \$ um 20% höher als im Vorjahr.

### Nicht nur positive Resultate

China hatte schon einmal, in den achtziger Jahren, eine Periode mit einem jährlichen Wachstum von 10% gehabt. 1988 lag dann die Inflation bei 20%, und die Unzufriedenheit über die hohen Preise löste im folgenden Jahr Unruhen aus. Nach dem blutigen Ende der Demonstrationen bremsen Pekings Planer die Wirtschaft. 1990 fiel die Inflation auf 2%, und die Wachstumsrate betrug noch 3%. Wegen der künstlichen Restriktionen, aber auch wegen der politischen Instabilität fiel das Interesse des Auslandes vorübergehend stark ab. In Chinas Regierung streiten sich seither die Reformer, die den schnellen Marsch in den Kapitalismus anstreben (ohne das allerdings offen so zu bezeichnen) und die Konservativen, die weiterhin die Ziele des Sozialismus streng geplant erreichen wollen. Erst als Anfang dieses Jahres der 87jährige Deng Xiaoping, hinter den Kulissen wohl immer noch der entscheidende Politiker, auf

einer geheimen Reise durch die wirtschaftlich ohnehin am weitesten fortgeschrittenen Provinzen im Süden einer fast ungebremsten Beschleunigung der Reformen das Wort redete, brachen die Dämme der Restriktionen. Vor allem die südlichen Provinzen expandierten mit Hilfe ihrer kapitalistischen Nachbarn Hongkong und Taiwan beinahe ungehemmt.

Die Ergebnisse sind jedoch nicht nur positiv. Schon jetzt ist die Inflation nach offiziellen Angaben auf 5% gestiegen, in den Städten gar auf 8%. Unabhängige Beobachter sehen die Preissteigerungen in Peking, Schanghai und Guangdong allerdings eher bei 12%. Da das Angebot der Industrie der Nachfrage immer noch nicht gerecht werden kann, steigern die Unternehmen im Wettkampf die Kosten der Rohstoffe. Und die Infrastruktur, vor allem im Bereich Transport und Verkehr sowie Kommunikation, ist den Ansprüchen der Wirtschaft kaum noch gewachsen.

### Wieviel Macht hat die Zentrale?

Die Behörden aber sind sich nicht einig, wie sie auf den unerwarteten Aufschwung reagieren sollen. Der Sprecher des Staatsrates (des Kabinetts), Yuan Mu, deutete an, die Regierung müsse ihren Fünfjahresplan revidieren und bis zum Ende des Jahrtausends jährliche Wachstumsraten von 10% anstreben. Eher vorsichtige Pragmatiker wie Finanzminister Wang Bingqian dagegen warnen, der Ausgabenrausch in der Industrie und bei den lokalen Regierungen könne in diesem Jahr ein beträchtlich erhöhtes Haushaltsdefizit verursachen, obwohl die Regierungseinnahmen im Inland um 23% steigen dürften. Wang scheute sich nicht, eine heilige Kuh des Sozialismus als Hauptgrund für die Verschuldung zu nennen: die Unternehmen im Staatsbesitz, die immer noch mehr als die Hälfte der Wirtschaft dominieren, arbeiten ineffizient; ihre gewaltigen Verluste aber müssen von der Regierung gedeckt werden.

Als erste Massnahme hat die Regierung deshalb nun ein Rundschreiben verschickt, das die Provinzregierungen auffordert, künftig die Vergabe von Krediten schärfer zu kontrollieren. Der Sprecher des staatlichen Statistischen Amtes gab bekannt, die Zentralregierung wolle vor allem Kredite an nicht genehmigte Projekte und an unrentable Staatsunternehmen einschränken. Doch da Peking im Rahmen der Reformmassnahmen vor allem die wirtschaftliche Autonomie der Provinzen gestärkt hat, ist es fraglich, ob die Zentrale noch die Macht hat, die lokalen Behörden in ihrem Wachstumsrausch zu bremsen.

## Firmennachrichten

### Bundesrepublik Deutschland

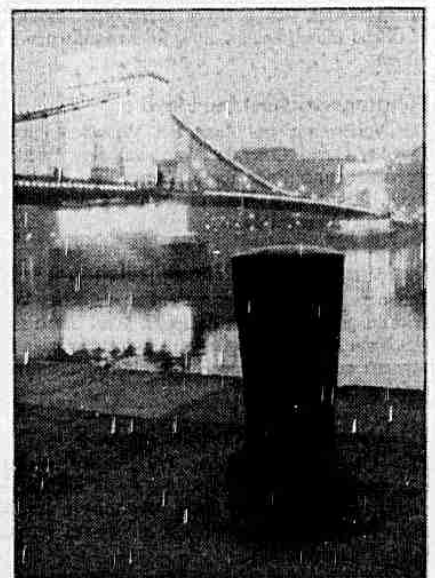
Übernahme der Minnova-Gruppe durch MG-Tochter. Die Metallgesellschaft AG (MG) baut ihre Position im kanadischen Bergbau aus. Wie der Konzern mitteilte, wird die MG-Tochter Metall Mining Corp. (MCC) mit Sitz in Toronto 50,4% der Aktien der kanadischen Bergbaugruppe Minnova Inc. übernehmen. Die Transaktion mit dem zur Noranda-Gruppe gehörenden Minnova-Eigentümer Kerr Addison Mines Ltd. sollte spätestens am 30. September abgeschlossen werden. Eine entsprechende Grundsatzvereinbarung hätten beide Seiten unterzeichnet. Minnova betreibt Grubenbetriebe in den kanadischen Provinzen Quebec, Ontario und British Columbia und ist zudem in der Exploration tätig. (Reuters)

Anzeige

RAX294 568K

Sucht man im Ausland einen Partner, wendet man sich an denjenigen, der die örtlichen Umstände am besten kennt. In Ungarn finden Sie Magyar Hítel Bank (Hungarian Credit Bank), die auf diesem Gebiet sämtliche Geldangelegenheiten erledigt, da sie die grösste Handelsbank Ungarns ist und zwei Drittel des ungarischen Grossunternehmenssektor ihr eigen nennt. Wir bieten Bankdienstleistung aller Art an, inbegriffen auch Dienstleistungen in Verbindung mit dem Aussenhandel, Investitionen und Gemeinschaftsunternehmen.

Wir stehen Ihnen in allem zur Verfügung, wo sie die Hilfe eines Profis brauchen, damit Sie auf einem sich jetzt öffnenden Markt die besten Ergebnisse erzielen können.



MAGYAR HÍTEL BANK RT

from the newest world

Geschäftsführung: H-1054 Budapest, Szabadság tér 5-6, Telefon: 112-7000, 112-4440, Telex: 22-3202, Fax: 131-5981

\* Dr. Guido Schoch ist Mitarbeiter einer Schweizer Grossbank, Dr. Peter Honegger ist Mitglied einer Zürcher Anwaltskanzlei.