



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Rudolf Tschäni

Mergers & Acquisitions XII

Schulthess

Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information

Rolf Watter/Dieter Dubs

Inhalt

I. Thematik und Begriffliches	1
II. Motivation	3
III. Der Einstieg von Grossinvestoren	4
1. Allgemeines	4
2. Die (Mit-)Verwendung eigener Aktien	5
3. Kapitalerhöhungen mit Ausschluss Bezugsrecht oder Vorwegzeichnungsrecht	6
4. Anwendungsfragen der statutarischen Vinkulierungsordnung	11
IV. Die Einbindung des Aktionärs durch eine vertragliche Vereinbarung	14
V. Die Information des Ankeraktionärs	27
VI. Themen des Börsenrechts	32
1. Offenlegungsrecht	32
2. Frage der Angebotspflicht	35

I. Thematik und Begriffliches

Die nachfolgenden Ausführungen wollen aufzeigen, weshalb Publikumsge-
sellschaften unter Umständen Grossaktionäre gewinnen wollen, wie sie ih-
nen diesfalls beim „Einstieg“ behilflich sein und sie vertraglich einbinden
können und endlich, ob und bejahendenfalls wie und inwieweit sie ihnen
privilegiert Informationen zukommen lassen können. Nicht Gegenstand die-

ses Aufsatzes ist der „unfreundliche“ Einstieg von grösseren Aktionären¹, ebensowenig die Kontrollnahme durch einen Grossaktionär. Es geht auch nur am Rande um die Position von vorbestehenden Grossaktionären, etwa einer Familie, die einen Teil „ihres“ Unternehmens an die Börse bringt (obwohl sich in diesen Konstellationen teilweise analoge Fragen stellen²). Behandelt wird damit primär die Stellung von Grossaktionären, die von einem Unternehmen erwünscht sind, weil sie beispielsweise neues Eigenkapital zuführen und/oder als stabilisierende Kraft in einer Übergangsphase dienen können, also etwa Fälle, wie sie in der jüngsten Zeit bei der UBS oder der Swiss Re vorgekommen sind.

Gegenstand dieses Beitrages sind damit Grossaktionäre, die oft als „Anchor-Investoren“ (Anchor-Investors), teilweise auch (dann allerdings auch mit der Bedeutung „faktisches Organ“) als „actionnaire de référence“ bezeichnet werden, in der Regel 15-30% (im Einzelfall auch mehr) Stimmen an einer Publikumsgesellschaft halten und meist über eine Vertretung in deren Verwaltungsrat verfügen.

Da vorbestehende Grossaktionäre nur am Rand erfasst werden, handeln die nachfolgenden Ausführungen auch von „PIPEs“, nämlich „Private Investments in Public Entities“³, also dem Eigenmittel- und Liquiditätszufluss von einem Grossinvestor an einer kotierten Emittentin, in einer ersten Phase oft nicht gegen die Ausgabe von Aktien, sondern zunächst gegen die Emission von Vorzugsaktien oder (Pflicht-)Wandelanleihen⁴.

¹ Immerhin wird nachfolgend auch die Konstellation abgehandelt, wo mit einem ursprünglich unfreundlich eingestiegenen Aktionär anschliessend ein Vertrag geschlossen wird, wie etwa im Fall Sulzer AG geschehen. Ferner stellen sich insbesondere die Informationsfragen auch dort, wo ein ursprünglich unfreundlich eingestiegener Investor teilweise oder vollständig die Kontrolle übernimmt, obwohl er weniger als einen Drittel der Aktien hält. Zu denken ist neben Sulzer AG etwa an Fälle wie Forbo Holding AG.

² Vgl. als Beispiele mit solchen „vorbestehenden“ Grossaktionären etwa Roche Holding AG, Schindler Holding AG, Vontobel Holding AG oder (früher) die Julius Bär Holding AG.

³ Teilweise steht das „E“ auch für „Enterprise“ oder „Equity“.

⁴ Vgl. etwa die Investition von Berkshire Hathaway in Swiss Re (und Goldman Sachs) und von der Eidgenossenschaft bei der UBS, dazu etwa die Medienmitteilungen der Swiss Re vom 5. Februar 2009 („Swiss Re announces preliminary and unaudited 2008 results – Warren Buffett to invest CHF 3 billion in Swiss Re via

Anders als beim PIPE können Grossaktionäre aber auch dadurch entstehen, dass sie Aktien auf dem Markt oder von einem anderen Grossaktionär kaufen.

II. Motivation

Aus Sicht der betroffenen Gesellschaft kann (speziell beim PIPE) die Motivation für die Gewinnung eines Grossaktionärs darin liegen, neue Liquidität und neues Eigenkapital zu erhalten, beispielsweise um Fremdkapital ablösen, eine Unterbilanz beseitigen oder das Rating erhöhen zu können. Namentlich im Bank- und Versicherungsbereich können neue Eigenmittel auch notwendig werden, um das bestehende Geschäft weiter ausbauen zu können.

Eine andere Motivation kann in einer erwünschten Stabilität im Aktionärskreis bestehen. Hier ist die typische Konstellation diejenige, dass der Verwaltungsrat einer Gesellschaft zum Schluss kommt, der Börsenkurs reflektiere den Wert des Unternehmens nur sehr ungenügend und mache es damit attraktiv für kurzfristig orientierte Übernehmer, welche sowohl eine Gefahr für den Fortbestand des Unternehmens, wie auch für die Aktionäre darstellen, weil sie Letzteren keine adäquate Entschädigung für ihre Aktien bieten würden.

Bei den Investoren resp. künftigen Grossaktionären kann die Motivation für einen Einstieg entweder finanziell oder industriell sein. Zur ersten Kategorie zählen etwa Private Equity Gesellschaften, Sovereign Wealth Funds und Family Offices, die letztlich einen finanziellen Gewinn erzielen wollen, aber typischerweise einen Anlagehorizont von einigen Jahren haben, zur zweiten beispielsweise Konkurrenten, Lieferanten oder Abnehmer, die sich einen gewissen Einfluss über die Geschicke einer Gesellschaft sichern, diese aber nicht übernehmen oder kontrollieren wollen.

Berkshire Hathaway Inc.⁵) und vom 13. März 2009 und Medienmitteilung der UBS AG vom 16. Oktober 2008 („UBS entfernt Risikopositionen aus ihrer Bilanz durch Transaktion mit der Schweizerischen Nationalbank“).

III. Der Einstieg von Grossinvestoren

1. Allgemeines

Zu unterscheiden ist insbesondere zwischen dem Erwerb mit einem Eigenmittelzufluss an die Gesellschaft und demjenigen auf dem Sekundärmarkt.

Im ersten Bereich kann der neue Aktionär etwa im Rahmen einer Kapitalerhöhung als Underwriter agieren und versprechen (bzw. sich versprechen lassen), diejenigen Aktien, die er nicht zum vereinbarten Ausgabepreis bei den bisherigen Aktionären platzieren kann, selber zu behalten. Ein praktisches Beispiel dafür ist etwa die Aktionärsgruppe von Finck bei der Von Roll Holding AG. Rechtlich ist dieses Vorgehen einigermassen unproblematisch, sieht man einmal vom Lizenzfordermiss nach Art. 2 lit. d BEHG ab, das aber nur bei „Gewerbmässigkeit“ gilt. Ökonomisch ist für diese Vorgehensweise natürlich entscheidend, dass die Ausgabe nahe am oder gar über dem Marktpreis erfolgt, da die Aktionäre bei einem tieferen Ausgabepreis ihre Bezugsrechte wohl ausüben werden.

Eine mit dieser Vorgehensweise verwandte Möglichkeit besteht darin, dass sich der Verwaltungsrat vorbehält, nicht ausgetübte Bezugsrechte dem potentiell neuen Grossaktionär zuzuweisen (vgl. Art. 651 Abs. 3 OR i. V. m. Art. 650 Ziff. 8 OR; siehe auch Art. 652e Ziff. 4 OR).

Denkbar ist endlich (abgesehen vom „normalen“ Bezugsrechtsausschluss) der Erwerb eines Aktivums (z.B. eines Patentes oder einer Gesellschaft) von einem Dritten, der dann zum Grossaktionär wird, wenn er dieses Aktivum mittels Sacheinlage in die Gesellschaft einbringt. Eine analoge Vorgehensweise besteht in einer Fusion mit einer Gesellschaft, die von einem Dritten beherrscht wird. Ein Beispiel aus dieser Kategorie betrifft etwa die Julius Bär Holding AG, in welche die UBS AG gewisse Privatbankentätigkeiten einbrachte und so vorübergehend zum Grossaktionär wurde. Diese Vorgehensweise ist rechtlich deshalb vergleichsweise unproblematisch, weil der Bezugsrechtsausschluss hier vom Gesetz ausdrücklich erlaubt wird (vgl. Art. 652b Abs. 2 OR) und lediglich die formelle Beschlusshürde von Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 OR übersprungen werden muss. Nebst einer Kapitalerhöhung ist es beim Aktienerwerb auch ohne weiteres möglich, dass die Gesellschaft eigene Aktien einsetzt.

Nicht vertieft eingegangen wird vorliegend auf den Einstieg über den Sekundärmarkt bzw. auf den Kauf eines grossen Paketes von einem anderen Grossaktionär. Die heutzutage strengen Offenlegungspflichten und der Umstand, dass nach Angabe von Praktikern ein Kauf von mehr als 25% des täglichen Umsatzes ohne Auslösen einer Kurssteigerung kaum möglich ist, machen es vergleichsweise unattraktiv, ein grösseres Aktienpaket durch Zukauf auf der Börse „schnütern“ zu wollen.

2. Die (Mit-)Verwendung eigener Aktien

Nach der hier vertretenen Auffassung ist es dem Grundsatz nach zulässig, eigene Aktien einem ausgewählten Grossaktionär zu verkaufen. Obgleich beim Verkauf der eigenen Aktien die analoge Anwendbarkeit der Bezugsrechtsregel von Art. 652b OR abzulehnen ist⁵, beachtet ein sorgfältig handelnder Verwaltungsrat beim Verkauf eigener Aktien die Sorgfalts- und Treupflichten gemäss Art. 717 Abs. 1 OR sowie insbesondere das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR. In dieser Konstellation gilt allerdings nicht das absolute Gleichbehandlungsprinzip, sondern die relative Gleichbehandlung ist massgebend⁶: Eine Ungleichbehandlung der Aktionäre ist somit zulässig, wenn sie durch das Interesse der Gesellschaft gedeckt und zudem sachlich begründbar, erforderlich und nicht übermässig ist. Der Einsatz eigener Aktien zur Begründung einer Stellung als Ankeraktionär ist demnach möglich, wenn der Aktienverkauf diese Zulässigkeitskriterien erfüllt.

Die Sorgfaltpflicht des Verwaltungsrats verlangt in Bezug auf den Verkaufspreis, dass dieser mindestens dem Verkehrswert entspricht; bei börsenkotierten Aktien ist dies grundsätzlich der aktuelle Börsenkurs oder ein aktueller Durchschnittskurs⁷.

Umstritten ist, ob aus Sicht des Gleichbehandlungsprinzips ein Aktienverkauf an einen (ausgewählten) Aktionär nicht zulässig ist, wenn der Verkauf

⁵ Vgl. dazu BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., 2009, § 4 N 300 ff.; WEIBEL STEPHAN, Verkauf eigener Aktien an ausgewählte Aktionäre, SZW 2009, 353 ff., 358 f. mit weiteren Hinweisen.

⁶ Siehe BÖCKLI (FN 5), § 4 N 203 und N 300 ff.; WEIBEL (FN 5), 359 ff.

⁷ Siehe insb. BÖCKLI (FN 5), § 4 N 309.

der eigenen Aktien die Stimmrechtsverhältnisse entscheidend ändert⁸. Nach der hier vertretenen Auffassung ist diese Problematik anhand der konkreten Umstände des Einzelfalls zu beurteilen. Eine generelle Regelung, dass Aktienverkäufe aktienrechtlich unzulässig seien, wenn dadurch aktienrechtlich relevante Sperrschwellen oder börsenrechtlich relevante Beteiligungsschwellen überschritten werden⁹, ist nach der hier vertretenen Auffassung abzulehnen. Vielmehr ist auch bei dieser Frage das Interesse der Gesellschaft und der Gesamtheit der Aktionäre¹⁰ gegenüber dem Aspekt der Gleichbehandlung abzuwägen; zu beachten sind bei diesem Abwägen auch Faktoren wie etwa ein Verzicht des Aktionärs, in einem bestimmten (zeitlich und/oder sachlich eingeschränkten) Mass auf die Ausübung seiner vollen Stimmkraft zu verzichten.

3. Kapitalerhöhungen mit Ausschluss Bezugsrecht oder Vorwegzeichnungsrecht

Sofern die Aktien für den Ankeraktionär über eine Kapitalerhöhung bereitgestellt werden sollen¹¹, ist die zentrale Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen das Bezugsrecht ausgeschlossen werden kann. Sofern das Bezugsrecht resp. Vorwegzeichnungsrecht nicht ausgeschlossen wird, besteht wie oben erwähnt etwa die Möglichkeit, dass der Grossaktionär als Underwriter fungiert. Im Ergebnis bleiben dann diejenigen Aktien beim Ankeraktionär (als Festübernehmer), für welche das Bezugsrecht nicht ausgeteilt wurde. Dieses Vorgehen ist für einen (potentiellen) Ankeraktionär aber insofern wenig attraktiv, als er bis zum Abschluss der Kapitalerhöhung seine aus der Kapital-

⁸ Vgl. HOFSTETTER KARL, Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 135 ff., 158 f.; BÖCKLI (FN 5), § 4 N 308; GRONER ROGER, Erwerb eigener Aktien, Basel 2003, 149.

⁹ So WEIBEL (FN 5), 361. Vgl. auch BÖCKLI (FN 5), § 4 N 308.

¹⁰ Dieser Aspekt ist dort von Wichtigkeit, wo der Verwaltungsrat zum Schluss kommt, der Aktienkurs sei zu tief und könnte einen Übernehmer auf den Plan rufen, der dann den Aktionären keine angemessene Prämie offeriert.

¹¹ Zur Verfügung stehen grundsätzlich die ordentliche Kapitalerhöhung, das genehmigte Kapital oder auch das bedingte Kapital. Vgl. insbesondere FRANK GERHARD, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff., 291 ff.

erhöhung resultierende Beteiligung nicht kennt. Deswegen kann in der Regel dieses Vorgehen nur mit einem Aktionär vereinbart werden, der bereits über eine erhebliche Beteiligung an der Gesellschaft verfügt und dem es gleichgültig ist, welche zusätzliche Beteiligung aus der Durchführung der Kapitalerhöhung resultiert (selbst wenn dadurch als Folge einer Grenzwertüberschreitung die Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG bewirkt werden sollte).

Sollen die im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu zu schaffenden Aktien oder bei einem indirekten Einstieg die Wandel- oder Optionsanleihen ausserhalb dem einstiegswilligen Ankeraktionär zugewiesen werden, muss das Bezugsrecht resp. das Vorwegzeichnungsrecht entzogen werden. Der Sinn und Zweck des Bezugsrechts ist der Schutz der bisherigen Aktionäre vor einer Verwässerung ihrer Beteiligung in vermögensrechtlicher und mitwirkungsrechtlicher Hinsicht¹², weshalb es den Aktionären nicht ohne weiteres entzogen werden kann. Voraussetzung für einen solchen Entzugsabschluss¹³ ist gemäss Art. 652b Abs. 2 OR resp. Art. 653c Abs. 2 und 3 OR, dass ein wichtiger Grund vorliegt, und es darf durch den Entzug nicht zu einer ungerechtfertigten Benachteiligung oder Begünstigung Einzelner kommen; damit sind allgemeine aktienrechtliche Prinzipien für Generalversammlungsbeschlüsse, wie im Besonderen das Sachlichkeitsgebot aber auch das Gleichbehandlungsprinzip und das Prinzip der schonenden Rechtsausübung, erfasst und müssen beim Ausschluss des Bezugsrechts folglich eingehalten werden¹⁴. Zudem muss die Verwendung der entzogenen Bezugsrechte offengelegt sowie über die Rechtfertigung des Ausschlusses im Kapitalerhöhungsbericht Rechenschaft abgelegt werden (Art. 650 Abs. 2 Ziff. 8 OR resp. Art. 651 Abs. 3 OR und Art. 652e Ziff. 4 OR).

¹² An Stelle vieler: VON PLANTA ANDREAS, Der Schutz der Aktionäre bei der Kapitalerhöhung, 48 ff.; BÖCKLI (FN 5), § 2 N 273.

¹³ Vgl. zum Ausschluss des Bezugsrechts insb. BÖCKLI (FN 5), § 2 N 251 ff. (zu den Voraussetzungen N 273 ff.); ZINDEL GAUDENZ G/ISLER PETER, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 652b N 11 ff.

¹⁴ Vgl. dazu DUBS DIETER/TRUFFER ROLAND, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Basel 2008, 3. Aufl., Art. 706 N 12 ff. Zur Bedeutung des Sachlichkeitsgebots siehe insb. 4C.242/2001 vom 5. März 2003, E. 4.1.

Inbesondere wegen der Gefahr einer Handelsregisterstopp oder gar einer Blockierung der Transaktion wegen einer Anfechtungsklage drängt sich als Kapitalerhöhungsvariante in der vorliegenden Konstellation das genehmigte Kapital auf, weil der Verwaltungsrat bei korrektem (und unangefochtenem) Beschluss der Generalversammlung über die Schaffung von genehmigtem Kapital über den Ausschluss des Bezugsrechts selbst beschliessen und dieser Beschluss von den Aktionären nicht angefochten und auch nur kurz blockiert¹⁵ werden kann¹⁶. Sanktioniert werden kann der Verwaltungsrat von Aktionären nur über die Verantwortlichkeit gemäss Art. 754 OR, was aber u.a. das Vorliegen von und den Beweis eines Schadens voraussetzt, was dann für den Kläger schwierig ist, wenn der Ausgabepreis zu Marktkonditionen erfolgt.

Allgemein sind die Anforderungen an einen „wichtigen Grund“ nach Art. 652b Abs. 2 OR (resp. Art. 653c Abs. 2 und 3 OR) eher „streng“ in dem Sinne, dass in anderen als den vom Gesetz beispielhaft aufgeführten Gründen besondere Umstände vorliegen müssen, die eine derartige Ausnahmesituation bewirken, dass der Ausschluss des Bezugs- resp. Vorwegzeichnungsrechts im Interesse der Gesellschaft für zwingend erforderlich scheint. Der wichtige Grund als materielle Voraussetzung¹⁷ für den Bezugsrechtsausschluss ist unter dem Gesichtspunkt des aktienrechtlichen Verhältnismässigkeits- und Sachlichkeitsprinzips für jeden Einzelfall gesondert zu betrachten¹⁸.

Konkrete Fälle in der Vergangenheit haben gezeigt, dass in Zeiten einer angespannten wirtschaftlichen Lage die Liquiditätsbeschaffung resp. Rekapitalisierung von Unternehmen mit Hilfe eines internationalen Investors häufig über die Emission von (Pflicht-)Wandelanleihen erfolgt, bei welcher das

¹⁵ Eine Handelsregisterstopp ist auch hier denkbar, nicht aber deren Aufrechterhaltung.

¹⁶ Vgl. BGE 109 II 239 ff., 243 f.

¹⁷ Zum „wichtigen Grund“ als materielle Voraussetzung siehe insb. GERJECKE DIETER, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Zürich 1996, 245 ff. und GERHARD (FN 11), 293 ff.

¹⁸ In der Einzelfallabwägung ist neben der Grösse des betreffenden Unternehmens auch dessen Kotierung und die Höhe der beabsichtigten Kapitalerhöhung zu berücksichtigen; vgl. BGE 121 III 219 ff., 234 f.

Vorwegzeichnungsrecht ausgeschlossen wird¹⁹. Ein solches Vorgehen ist bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien und einem liquiden Markt wenig problematisch, wenn die Ausgabe zum *Marktwert* erfolgt, weil sich die interessierten Aktionäre durch Zukäufe an der Börse gegen die Verwässerung ihrer Rechte schützen können²⁰. Die zeitliche Komponente verdient in diesen Fällen ebenfalls Beachtung, weil gerade bei echten Publikumsgesellschaften mit internationalem Aktionariat die Vorbereitung und Durchführung der Kapitalerhöhung mit Einbezug der bestehenden Aktionäre unter zwei Monaten (ein Monat, falls genehmigtes Kapital vorhanden ist) kaum möglich ist²¹. In bestimmten Konstellationen kann dieser Zeitraum zu lang sein, sei dies, weil die Gesellschaft die Finanzmittel sehr rasch benötigt, sei es, weil mit einer Verschlechterung der Kapitalmarktbedingungen zu rechnen ist, so dass eine Mittelaufnahme unmöglich oder wesentlich teurer wird. Bei begründeter zeitlicher Dringlichkeit ist deshalb ein Bezugsrechts- resp. Vorwegzeichnungsrechtsausschluss gerechtfertigt, wenn die Kapitalerhöhung zu Marktbedingungen durchgeführt wird. Der wichtige Grund zum Ausschluss des Bezugs- bzw. Vorwegzeichnungsrechts bildet in einem solchen Fall das unter Umständen sogar existentielle Unternehmensinteresse an einer raschen (Eigen-)Kapitalbeschaffung.

Nicht in jedem Fall ist klar, ob ein reines Finanzierungsinteresse ohne konkreten Finanzierungszweck einen wichtigen Grund i.S.v. Art. 652b Abs. 2 bzw. Art. 653c Abs. 2 OR darstellt²². Das Bundesgericht hat zwar festgelegt, dass auch die Finanzierung von Übernahmen und Investitionen im Einzelfall die Aufhebung des Bezugsrechts rechtfertigen kann, hält aber präzisierend fest, dass die Finanzierung für sich alleine kaum als wichtiger

¹⁹ Neue Zürcher Zeitung, 12. Dezember 2007: „Die UBS hat es mit der Wandelanleihe eilig“; Neue Zürcher Zeitung online, 5. Februar 2009: „Waren Buffet wird grösster Aktionär von Swiss Re“. Vgl. ausführlich zu den sog. private investments in public equity GERHARD (FN 11), 286 ff.

²⁰ BGE 121 III 219 ff., 237 f.; BÖCKLI (FN 5), § 2 N 284; zurückhaltend VON PLANTA ANDREAS, Aktionärsschutz bei der bedingten Kapitalerhöhung, SZW 1992, 205 ff., 208.

²¹ Vgl. auch BGE 121 III 219 ff., 237.

²² Zurückhaltend insb. NOBEL PETER, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss, AJP 1993, 1171 ff., 1175; VON PLANTA ANDREAS, Die genehmigte Kapitalerhöhung – mehr Freiheit oder mehr Unsicherheit für den Verwaltungsrat?, in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 311 ff., 316. Differenzierend: ZINDEL/ISLER (FN 13), Art. 652b N 20a.

zistierend fest, dass die Finanzierung für sich alleine kaum als wichtiger Grund betrachtet werden kann, eine Interessenabwägung bei bestimmten Finanzierungssachverhalten aber einen Entzug zu rechtfertigen vermag²³. Was die internationale Ausrichtung eines Unternehmens betrifft, so erachtet das Bundesgericht die internationale Aktienplatzierung in bestimmten Situationen ausdrücklich als wichtigen Grund für einen Entzug des Bezugsrechts²⁴. Daraus kann aber nicht gefolgert werden, dass die Platzierung bei einem (im Ausland wohnhaften) Grossaktionär per se unproblematisch wäre – notwendig ist auch hier eine Rechtfertigung durch ein Gesellschaftsinteresse: So kann eine Platzierung von Aktien bei einem oder wenigen Aktionären nicht nur zur Verbesserung der Eigenkapitalbasis bzw. als Sanierungsmassnahme genutzt werden, sondern auch z.B. für das weitere Wachstum der Gesellschaft (z.B. bei der Übernahme von Beteiligungen oder einer anderen Sacheinlage, manchmal auch, weil der neue Grossaktionäre neue Märkte öffnen kann) oder als (rechtzeitiger) Schutz gegen ein preislich ungenügendes Übernahmeangebot²⁵. Auf der Grundlage einer Interessenabwägung kann auch in diesen Fällen das Interesse der Gesellschaft den „wichtigen Grund“ zum Ausschluss des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre bewirken²⁶.

Selbst bei Vorliegen eines qualifizierten Gesellschaftsinteresses hat ein Bezugsrechtsentzug dem Gleichbehandlungsgebot standzuhalten. Dieser darf somit selbst bei Vorliegen eines wichtigen Grundes nicht die unsachliche Begünstigung eines einzelnen Aktionärs zur Folge haben (Art. 652b Abs. 2 OR; Art. 653c Abs. 3 OR). Unproblematisch ist dies vorerst einmal, wenn allen Aktionären das Bezugs- bzw. Vorwegzeichnungsrecht (zu Gunsten eines aussenstehenden Kapitalgebers) in gleicher Weise entzogen wird²⁷. Für die Beurteilung auf Seite des erwerbenden Grossaktionärs ist eine relative

²³ BGE 121 III 219 ff., 237.

²⁴ BGE 121 III 219 ff., 237. NOBEL (FN 22), 1175; VON PLANTA (FN 22), 316.

²⁵ Vgl. zu diesem Anwendungsfall etwa DUBS DIETER, „Genehmigtes Kapital“ als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, 43 ff.

²⁶ Insbesondere GERICKE (FN 17), 260, interpretiert BGE 121 III 219 ff. dahingehend, dass im Falle einer Emission ohne spezifischen Finanzierungszweck rein kapitalmarktrechtliche Vorteile bei Grossgesellschaften den Bezugsrechtsentzug rechtfertigen können. Vgl. auch GERHARD (FN 11), 294 f. mit weiteren Hinweisen. Vgl. aber auch BÖCKLI (FN 5), § 2 N 280.

²⁷ BGE 117 II 290, 301 f.

Gleichbehandlung notwendig: Eine unsachliche Begünstigung kann z.B. durch eine Ausgabe zu Marktbedingungen, durch Auflegung einer Veräusserungssperre oder ein gestaffeltes Entstehen der Stimmrechte verhindert werden. Insbesondere kann nach der hier vertretenen Auffassung beim Einstieg eines Grossaktionärs auch sein Stimmrecht „geregelt“ werden: So kann die Stimmkraft des Grossaktionärs bei einer statutarischen Prozentklausel im Sinne von Art. 685d Abs. 1 OR mit einer Ausnahmekompetenz zu Gunsten des Verwaltungsrats durch Zeitablauf in Schritten erhöht werden. Denkbar ist weiter eine vertragliche Einbindung des Grossaktionärs mit einer Regelung betreffend die Stimmrechtsausübung.

Der bei einem Ausschluss des Bezugsrechts auch zu beachtende Grundsatz der schonenden Rechtsausübung wird in der Regel durch eine entsprechende sich am Markt orientierende Preisgestaltung für die neuen Aktien erreicht, wobei ein Abschlag (zu Marktwerten) zwischen 5-10% je nach konkreter Situation, welche zur Kapitalerhöhung veranlasst, gerechtfertigt sein kann²⁸.

4. Anwendungsfragen der statutarischen Vinkulierungsordnung

Eine Prozentklausel im Sinne von Art. 685d Abs. 1 OR kann insofern als „harte“ Vinkulierungsordnung in den Statuten verankert sein, als keine (allgemeine) Ausnahmekompetenz des Verwaltungsrats und auch keine ausdrücklichen statutarischen Ausnahmebestände – z.B. zu Gunsten eines „strategischen Aktionärs“ – vorgesehen sind. Bei einem derartigen Vinkulierungsregime ist die Stimmkraft des Grossaktionärs auf den Stimmenumfang der Prozentklausel beschränkt.

In den Statuten kann die Prozentklausel aber auch im Sinne einer „Kann-Vorschrift“ ausgestaltet sein²⁹, wonach der Verwaltungsrat einen Aktionär werber als Vollaktionär ablehnen kann, wenn die statutarische Prozentbeschränkung überschritten wird. Bei der Anwendung einer solchen Statutenregelung verfügt der Verwaltungsrat über die Kompetenz, in Einzelfällen Eintragungen über die statutarische Quote hinaus zu bewilligen. Es ist nicht

²⁸ Vgl. dazu insb. GERHARD (FN 11), 296; DUBS (FN 25), 47. Kritischer etwa KUNZ PETER V., Kotation und Dekotierung – oder: „Werden“ und „Sterben“ der Publikumsgesellschaften, GesKR 2006, 117 ff., 130.

²⁹ Vgl. zu einer „Kann-Vorschrift“ insb. KLAY HANSPETER, Die Vinkulierung: Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Basel 1997, 229 ff.; BÖCKLI (FN 5), § 6 N 71.

zwingend erforderlich, dass die Ausnahmetatbestände in den Statuten explizit aufgeführt und präzise umschrieben sind³⁰. „Wenn die Aktionäre in der von ihnen beschlossenen Formulierung der Vinkulierungsklausel den Verwaltungsrat nicht zur Ablehnung verpflichten, sondern ihm wirklich nur die Möglichkeit der Ablehnung einräumen, so ist dies eine zulässige Gestaltung“³¹.

Eine allgemeine Ausnahmekompetenz zu Gunsten des Verwaltungsrats auf der Grundlage einer „Kann-Vorschrift“ muss vom Verwaltungsrat willkürfrei gehandhabt werden, was in der Regel voraussetzt, dass er die für die Ausnahmefälle geltenden Grundsätze auf Grund objektiver Kriterien festlegt und die Ausnahmekompetenz – auch unter Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes – dementsprechend anwendet³²; zudem darf die Anwendung der „Kann-Vorschrift“ nicht im Widerspruch zu den Überlegungen stehen, die der Einführung der prozentmässigen Anerkennungsbegrenzung zu Grunde liegen.

³⁰ BÖCKLI (FN 5), § 6 N 71; KLÄY (FN 29), 229 f.; FORSTMOSER PETER, Welchen Spielraum lässt die neue Vinkulierungsordnung? Mögliche Abwehrdispositive bei Publikumsgesellschaften, ST 1991, 592 ff., 593; FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 44 N 190; VON BÜREN ROLAND, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 1995, 57 ff., 70; MARKUS RUFFNER, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft. Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000, 593. Anderer Auffassung insbesondere OERTLI MATTHIAS/DU PASQUIER SHELBY, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 685d N 13, wonach „die Statuten selbst die Ausnahmetatbestände möglichst präzise umschreiben und sich hierbei an objektiven Kriterien orientieren“ müssen, dies mit der Begründung, dass das Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre und die Forderung nach Transparenz der Ablehnungsgründe eine klare Regelung erfordere und andernfalls die Gewährung von Ausnahmen (auf Grund einer allgemein gehaltenen Kann-Vorschrift) der Willkür Tür und Tor öffnen würde. Kritisch auch HUGENIN JACOBS CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Zürich 1994, 110 und GEHRER LEA CAROLE, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Zürich 2003, 110.

³¹ BÖCKLI (FN 5), § 6 N 71.

³² Zur Handhabung derartiger statutarischer Regelungen vgl. insb. WATTER ROLF/ROTH PELLANDA KATJA, in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 717 N 29. Siehe auch BÖCKLI (FN 5), § 6 N 72 ff.

Die wechselseitige Beziehung zwischen einer Prozentklausel in der Vinkulierungsordnung im Sinne von Art. 685d Abs. 1 OR mit Ausnahmeregelung und einer Stimmrechtsbeschränkung gemäss Art. 692 Abs. 2 OR mit einer in quantitativer Hinsicht identischen Prozentgrenze ist im Schrifttum noch nicht abschliessend behandelt³³. Unproblematisch ist auf jeden Fall die Ausübung der vollen Stimmkraft im Falle der Anerkennung als Vollaktionär über die Prozentgrenze der Vinkulierung hinaus dann, wenn die statutarische Stimmrechtsbeschränkung im Sinne von Art. 692 Abs. 2 OR insofern unmittelbar auf die Vinkulierungsordnung Bezug nimmt, als normiert wird, dass die Aktionäre im Umfang ihrer Anerkennung als Aktionär mit Stimmrecht das Stimmrecht ausüben können. Steht die statutarische Stimmrechtsbeschränkung im Gegensatz zur Vinkulierungsordnung keine Ausnahme von der identischen oder höheren Prozentbeschränkung vor, ist die Ausübung des Stimmrechts im Umfang der Anerkennung gemäss der Vinkulierungsordnung über die statutarische Stimmrechtsbeschränkung hinaus aber höchst problematisch.

Der Verwaltungsrat kann die Anwendung der „Kann-Vorschrift“ und mithin die Gewährung einer Ausnahme von der Beschränkung der Anerkennung als Vollaktionär (lediglich) im Umfang der statutarischen Prozentklausel davon abhängig machen, ob sich der Aktionär im Interesse der Gesellschaft und der anderen Aktionäre im Gegenzug zur Anerkennung über die Prozentquote hinaus durch eine vertragliche Regelung mit der Gesellschaft „einbinden“ lässt. Eine derartige Einbindung kann für eine zeitlich beschränkte Übergangsphase eine Ständstill-Vereinbarung sein mit dem Zweck, für diese Zeitspanne – wie z.B. im Fall Sulzer AG – die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und die Zusammensetzung des Verwaltungsrats für die fragliche Zeitspanne unverändert zu lassen resp. die Vertretung des Grossaktionärs im Verwaltungsrat auf seine Beteiligungsquote zu beschränken. Inwieweit solche Vereinbarungen zulässig sind, inklusive solcher, die losgelöst von einem Vinkulierungsregime vereinbart werden, wird im nächsten Abschnitt näher untersucht.

³³

Siehe aber die klaren Stellungnahmen zu dieser Thematik bei VON SALIS ULYSSES, Die Gestaltung des Stimm- und Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht, Zürich 1996, 264 ff. und 278 f.

