



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 Lizenzerfordernis 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 feststellt, 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., Kotierung 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 Gestaltung³¹.

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.

IV. Die Einbindung des Aktionärs durch eine vertragliche Vereinbarung

Die Interessen der Gesellschaft und von Aktionären (im Einzelfall auch von anderen Stakeholdern wie Arbeitnehmern oder Kunden, oder gar wettbewerbsrechtliche oder regulatorische Gründe³⁴) können es erforderlich machen, dass ein Grossaktionär in das Gesellschaftsleben „eingebunden“ wird, sei es, um ihn als Aktionär für eine gewisse Zeitspanne zu bewahren oder sei es, um im Interesse der anderen Aktionäre oder Stakeholder und/oder der Gesellschaft sein Verhalten als Aktionär zu regeln³⁵. Mit einer vertraglichen Einbindung des Grossaktionärs, insbesondere einer vertraglichen Regelung der Stimmrechtsausübung, kann aber auch dem Grundsatz der schonenden Rechtsausübung und dem relativen Gleichbehandlungsgebot insofern Beachtung verschafft werden, als die Auswirkungen der Beteiligungnahme eines Grossaktionärs zu Gunsten der übrigen Aktionäre „abgefedert“ werden.

In der Lehre ist im Einzelnen umstritten, inwiefern und inwieweit vertragliche Regelungen betreffend die Aktionärsstellung zwischen Aktionär und Gesellschaft gültig getroffen werden können. Inhaltlich können solche vertraglichen Absprachen verschiedene Gesellschaftsangelegenheiten regeln:

- Erstens kann eine solche Regelung die *Aktionärsstellung als solche betreffen*, so namentlich die Begründung oder die Beendigung der Aktionärsstellung regeln; zu dieser Kategorie sind z.B. ein Sacheinlage-

vertrag oder eine lock-up Vereinbarung (d.h. eine Verkaufsbeschränkung von Aktien in zeitlicher Hinsicht) zu zählen.

- Eine vertragliche Regelung kann zweitens unmittelbar das Rechtsverhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft gestalten, indem das Aktionärsverhalten (direkt) geregelt wird; zu dieser Kategorie gehört z.B. die gesetzlich vorgesehene Organvertretung.
- Drittens ist es möglich, dass eine vertragliche Regelung zwischen Aktionär und Gesellschaft *direkt allgemeine Gesellschaftsangelegenheiten betrifft*; derartige Regelungen haben meist Auswirkungen auf das Aktionärsverhalten resp. die Ausübung von Aktionärsrechten. Zu dieser Kategorie gehören Vereinbarungen, in welchen sich der Aktionär verpflichtet, von seinem Stimmrecht gar keinen oder nur limitierten Gebrauch zu machen, etwa zu bestimmten Fragen sich der Stimme zu enthalten oder gar nicht an der Generalversammlung teilzunehmen.

Eine rechtsgeschäftliche Vereinbarung zwischen Gesellschaft und Aktionär muss sich natürlich im Rahmen des Gesetzes bewegen (Art. 19 Abs. 1 OR), folglich insbesondere den materiellen Gehalt (i) des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsprinzips, (ii) der aktienrechtlichen Kompetenzordnung sowie (iii) von Art. 680 OR beachten. Im Hinblick auf die Absteckung dieses Rahmens ist vorerst das Aktienrecht zu betrachten und dabei kann festgestellt werden, dass die Gesellschaft (direkt) Verträge mit Aktionären schliessen kann, was sich anhand der folgenden Beispiele belegen lässt:

- Art. 659 ff. OR: Unter Einhaltung bestimmter Voraussetzungen kann eine Aktiengesellschaft eigene Aktien von einem Aktionär erwerben (allerdings ruhen dann das Stimmrecht und die damit verbundenen Rechte an den gekauften Aktien).
- Art. 685b Abs. 1 OR: Bei nichtkотиerten vinkulierten Namenaktien muss die Gesellschaft dem verkaufswilligen Aktionär anbieten, die Aktien für eigene Rechnung oder für Rechnung anderer Aktionäre oder Dritter zum wirklichen Wert zu erwerben, sofern die Übertragung abgelehnt wird, ohne dass ein statutarischer Verweigerungsgrund im Sinne von Art. 685b Abs. 2 OR vorliegen würde.
- Vereinbarungen sind aber nicht nur in der Form von Kaufverträgen möglich, welche zu einem ganzen oder teilweisen Ausstieg eines Aktionärs führen, sondern sind auch beim „Einstieg“ denkbar: Art. 653e

³⁴ So vereinbaren beispielsweise Versicherungsgesellschaften bei Kapitalerhöhungen mit den zeichnenden Banken teilweise, dass diese keinen Einfluss ausüben, was gemacht wird, um den Aufsichtsbehörden zu zeigen, dass hier auch nicht für eine kurze Zeit ein neuer beherrschender Aktionär auftritt.

³⁵ Im Einzelfall wird eine solche Abmachung auch getroffen, um eine Prüfung der Wettbewerbsbehörden zu vermeiden. Ein praktisches Beispiel dafür ist die Transaktion UBS AG/Julius Bär Holding AG, bei der sich die UBS AG verpflichtete, ihre Stimmen während 3 Jahren nicht auszuüben, vgl. die damalige Aussage in der Pressemitteilung der WEKO vom 25. Oktober 2005. Bei ihrem Entscheid hat die WEKO zur Kenntnis genommen, dass die UBS keine Kontrollübernahme über die Julius Bär Holding AG beabsichtigt und während drei Jahren auf die Ausübung ihrer Stimmrechte verzichtet. Sollte die UBS AG dennoch die Kontrolle über die Julius Bär Holding AG übernehmen, so wäre dies gemäss Kartellgesetz der WEKO zu melden.

Abs. 1 OR bestimmt, dass, wenn eine Gesellschaft gestützt auf bedingtes Kapital Anlehens- oder ähnliche Obligationen ausstehend hat, mit denen Wandel- oder Optionsrechte verbunden sind, der Inhaber der Wandel- oder Optionsrechte durch eine schriftliche Erklärung diese Rechte ausüben kann und die Aktionärsrechte (Aktionärsstellung) mit der Erfüllung der Einlage gemäss Statuten und Wandel- oder Optionsbedingungen entstehen lässt.

– In die Kategorie dieser „Einstiegsverträge“ gehört auch Art. 634 Ziff. 1 OR: Erfolgt im Rahmen einer Kapitalerhöhung die Leistung der Einlage in der Form einer Sacheinlage (oder durch Verrechnung), ist ein schriftlicher Sacheinlagevertrag (oder eine Verrechnungserklärung bei der Umwandlung einer Schuld in Aktienkapital) zwischen der Gesellschaft und dem (allenfalls neuen oder bereits bestehenden) Aktionär erforderlich.

– Mehr der Vollständigkeit halber sei auch angefügt, dass der Gesetzgeber Mitarbeiteraktien generell fördert (Art. 652b Abs. 2 OR und 653 OR), also die Aktionärsstellung von Personen, die gleichzeitig in einer vertraglichen Beziehung zur Gesellschaft stehen.

Eine vertragsrechtliche Beziehung zwischen Aktionär und Gesellschaft kann gerade auch in Bezug auf das wichtigste Aktionärsrecht – das Stimmrecht – bestehen: Bei der Stimmrechtsvertretung durch eine unabhängige Person im Sinne von Art. 689c OR besteht zwischen der Gesellschaft, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter und dem Aktionär, der den unabhängigen Stimmrechtsvertreter bevollmächtigt, ein vertragliches Dreiecksverhältnis³⁶. Dieses

³⁶ Deutlich etwa LAMBERT CLAUDE, Verhalten des unabhängigen Stimmrechtsvertreters bei fehlenden Weisungen, in: VON DER CRONE/FORSTMOSER/WEBER/ZÄCH (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zöhl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 525 ff., 529: „Am Rechtsverhältnis zwischen der Gesellschaft, dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter und dem Vertretenen sind drei verschiedene Personen beteiligt. Das Grundverhältnis zwischen der Gesellschaft und dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter ist ein echter Vertrag zugunsten eines Dritten im Sinne von Art. 112 Abs. 2 OR. Der Dritte, d.h. der Vertretene, kann seine Vertretung in der Generalversammlung durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter demzufolge aus eigenem Recht fordern. Das Verhältnis zwischen dem Vertretenen und dem unabhängigen Stimmrechtsvertreter ist eine freiwillige direkte Stellvertretung.“ Vgl. auch MEYER PHILIPPE, Der unabhängige Stimmrechtsvertreter im schweizerischen Aktienrecht, Zürich/St. Gallen 2006,

Vertragsverhältnis bildet den rechtlichen Rahmen, in dem der unabhängige Stimmrechtsvertreter das Stimmrecht des vollmachtgebenden Aktionärs ausübt und wird insofern massgeblich durch die Gesellschaft ausgestaltet, als die Gesellschaft den Aktionärsvertreter bezeichnet und die Weisungsordnung festlegt³⁷. Gerade die Weisungsordnung bewirkt in der Regel – und darauf wird zurückzukommen sein –, dass, gestützt auf das Vertragsverhältnis (auch) mit dem Aktionär, der unabhängige Stimmrechtsvertreter – Gleiches gilt in der Regel bei der Organvertretung – bei Weisungslosigkeit den Anträgen des Verwaltungsrats zustimmt und mithin das Organ Verwaltungsrat über die inhaltliche Ausübung des Stimmrechts entscheidet.

Bei der Depotvertretung nach Art. 689d Abs. 2 OR ist diese Festlegung der Stimmrechtsausübung durch einen Entscheid des Verwaltungsrats als Subsidiärregel sogar gesetzlich vorgegeben: Sofern bei der Depotvertretung trotz Ersuchen um Weisungen keine Weisungen für die Stimmabgabe erhältlich sind, übt der Depotvertreter das Stimmrecht nach einer allgemeinen Weisung des Aktionärs aus und wenn auch eine solche fehlt, folgt der Depotvertreter nach ausdrücklicher gesetzlicher Anweisung den Anträgen des Verwaltungsrats³⁸.

Somit kann unter Heranziehung aktienrechtlicher Vorschriften festgestellt werden, dass rechtsgeschäftliche Vereinbarungen zwischen Aktionär und Gesellschaft aus rechtlicher Sicht *nicht generell* verboten sein können. Dieser Befund stimmt mit der Rechtstatsache überein, dass auf der Grundlage des Verweises von Art. 7 ZGB auch im Gesellschaftsrecht Art. 19 OR Geltung hat: Ausgangspunkt für die Beurteilung von vertraglichen Vereinbarungen zwischen einer Gesellschaft und einem ihrer Aktionäre ist die Erkenntnis, dass die Vertragsautonomie im Grundsatz auch im Gesellschaftsrecht zur Anwendung gelangt. Wie das Beispiel der Stimmrechtsvertretung zeigt, ist

65 ff. und 97 ff.; WÄLDACHER RETO, Die Rechtsbeziehungen zum unabhängigen Stimmrechtsvertreter im schweizerischen Aktienrecht, in: SCHLUEP/ISLER (Hrsg.), Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 1993, 187 ff., 194 ff.

³⁷ Vgl. dazu etwa DUBS DIETER, Die vorgeschlagenen Neuerungen bei der institutionellen Stimmrechtsvertretung, GesKR Sondernummer 2008 zum neuen Aktienrecht, 85 ff., 89.

³⁸ Vgl. zu dieser Regelung insb. SCHERRER ERIC R., Die Stimmrechtsausübung durch Depotvertreter, Zürich 1996, 176 ff. und BÖCKLI (FN 5), § 12 N 250 ff.

es auch zulässig, dass die Gesellschaft die Stimmabgabe ihrer Aktionäre zumindest teilweise beeinflusst.

Im Schrifttum liest man oft und im Widerspruch zu diesem Befund die pauschale Aussage, dass die Gesellschaft nicht Partei eines Aktionärsbindungsvertrags sein könne, wobei der Begriff Aktionärsbindungsvertrag dabei im weiten Sinne verstanden wird als „vertragliche Regelung zwischen zwei oder mehreren Parteien über Rechte und Pflichten, welche einen Zusammenhang haben zur Aktionärsstellung eines oder mehrerer Beteiligten bei einer bestimmten Aktiengesellschaft“.³⁹

Teilweise wird im Schrifttum generell die Aussage gemacht, dass die Gesellschaft nicht Vertragspartei eines Aktionärsbindungsvertrags resp. eines Vertrags betreffend Rechte und Pflichten sein kann, welche im Zusammenhang stehen zur Aktionärsstellung, wie folgende Zitate beispielhaft aufzeigen sollen⁴⁰:

³⁹ Zu dieser Umschreibung siehe HINTZ-BÜHLER MONIKA, Aktionärsbindungsverträge, Bern 2001, 5 ff. Vgl. auch etwa FORSTMOSER PETER, Aktionärsbindungsverträge, in: FORSTMOSER/TERCIER/ZÄCH (Hrsg.), Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schlupe, Zürich 1988, 359 ff.; 364 ff.; GLATTFELDER HANS, Die Aktionärsbindungsverträge, ZSR 1959, 141a ff.

⁴⁰ Siehe insbesondere BLOCH OLIVIER, Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme, Genf/Zürich/Basel 2006, 238 ff., mit Hinweisen (demgemäss die ältere Lehre die Gültigkeit solcher Verträge befürwortet, die jüngere jedoch eine ablehnende Haltung einnehme). Vgl. insb. auch BÖCKLI PETER, Aktionärsbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte, ZBJV 1993, 475 ff., 480, welcher die Frage, ob ein Aktionärsbindungsvertrag auch die Gesellschaft als Vertragspartnerin binden kann, als bereits weitgehend gelöst betrachtet. Siehe z.B. auch GLATTFELDER (FN 39), 265a ff.; PATRY ROBERT, Les accords sur l'exercice des droits de l'actionnaire, ZSR 1959, 80a; GRONER (FN 8), 372; APPENZELLER HANSJÜRG, Stimmbindungsabsprachen in Kapitalgesellschaften, Zürich 1996, 49 oder auch MEYER MAX, Der Aktionärsbindungsvertrag als Instrument der juristischen Praxis, ZBJV 2000, 421 ff.

Die Zulässigkeit der Parteistellung der Gesellschaft wird insb. befürwortet von SCHLUEP WALTER RENÉ, Die wohlverordneten Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht, Zürich/St. Gallen 1955, 139 (auch FN 43); Vgl. auch KUNZ PETER V., Leitplanken für das Verhalten als Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft, NZZ vom 4. November 2008, S. 27: „Unter schweizerischem Recht sind leider kaum Aussagen zu Stillhaltevereinbarungen möglich, das heisst, solche Verträge sind nicht einfach ‚gültig‘ oder ‚ungültig‘. Vielmehr müssen deren konkrete Inhalte überprüft werden“.

„Vielleicht hätte [...] ein Bedürfnis bestanden, im Gesetz festzuschreiben, dass Aktionärsbindungsverträge, insoweit als die *Ausübung der Aktionärsrechte* geregelt wird, die *Aktiengesellschaft als juristische Person nicht binden*. Der Grundsatz ergibt sich aber sowohl aus der Dogmatik des Aktienrechts wie dem Aufbau der Aktiengesellschaft. Es ist anerkannt, dass der Aktionärsbindungsvertrag, von der Aktiengesellschaft aus gesehen, ‚inter alios‘ geschlossen wird. Die Gesellschaft als juristische Person kann nicht rechtsverbindlich an der Gestaltung ihres eigenen Willens teilnehmen. Regelt der Vertrag die Willensbildung der Aktionäre für die Generalversammlung, so kann die Gesellschaft ihm [...] insoweit auch nicht gültig beitreten. Da der Verwaltungsrat keine rechtliche Zuständigkeit zur Bildung des *Willens seiner Gesellschaft auf der Ebene der Aktionäre* hat, ist der Akt des Vertragsschlusses durch die Vertretungsmacht des Art. 718a nicht gedeckt.“⁴¹

„Würde sich der Aktionär verpflichten, nach dem Willen der Aktiengesellschaft bzw. des Verwaltungsrates zu handeln und seine Stimme nach deren Weisungen abzugeben, verstiesse dies zudem auch gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung und es würde sich eine Machtkonzentration zu Gunsten des Verwaltungsrates – ohne Übernahme des entsprechenden Kapitalrisikos – ergeben. Aus diesen Gründen ist die Zulässigkeit eines Aktionärsbindungsvertrages mit der betreffenden Aktiengesellschaft als Vertragspartnerin abzulehnen. Daneben ist weiter zu berücksichtigen, dass den Aktionären gemäss Art. 680 OR auf gesellschaftsrechtlicher Ebene neben der Liberierungspflicht keine weiteren Pflichten auferlegt werden können. Wenn nun die Aktiengesellschaft am Aktionärsbindungsvertrag beteiligt wäre und damit die Erfüllung der darin vorgesehenen Pflichten von den Aktionären fordern könnte, würde dies m.E. gegen den genannten Grundsatz verstossen.“⁴²

Andere Lehraussagen differenzieren in Bezug auf den Vertragsinhalt einer solchen Vereinbarung, kommen aber im Ergebnis in der Regel unter Heranziehung von Art. 680 OR auch zum Ergebnis, dass es der Gesellschaft verboten ist, Partei einer Vereinbarung betreffend die Aktionärsstellung zu sein. Als Vertragsinhalt werden regelmässig Regelungen über eine Stimmbindung von anderen vertraglichen Verpflichtungen unterschieden:

⁴¹ BÖCKLI (FN 5), § 12 N 578.

⁴² HINTZ-BÜHLER (FN 39), 9.

In Bezug auf die Stimmbindung zwischen Gesellschaft und Aktionär wird z.B. ausgeführt⁴³:

„Der hier interessierende, typische Inhalt von Aktionärsbindungsverträgen ist [...] die vertragliche Bindung hinsichtlich der Ausübung des Aktienstimmrechts. Die Gesellschaft ist rechtlich ausser Stande, einen Aktionär verbindlich auf eine bestimmte Art der Bildung ihres eigenen körperschaftlichen Willens festzulegen. Dies verstiesse gegen das Grundprinzip von Art. 698, demzufolge das oberste Organ die Versammlung der Aktionäre ist, in der diese gerade den Willen der Gesellschaft bestimmen. Würde die Gesellschaft als juristische Person den Willen jener bestimmen, die ihren eigenen Willen bestimmen, läge die letzte Willensfestlegung beim Exekutivorgan. Gemäss der Grundstruktur der Aktiengesellschaft ist der Verwaltungsrat rechtlich ausser Stande, mit seiner für die Gesellschaft geleisteten Unterschrift jene, die ihn zu wählen haben, hinsichtlich der Ausübung des Aktienstimmrechts seinem Willen zu unterwerfen. Dieser allgemeine Grundsatz findet übrigens seinen Ausdruck auch in einem bekannten Anwendungsfall – dem Stimmrechtsausschluss für direkt gehaltene eigene Aktien und eigene Aktien im Eigentum einer beherrschten Gesellschaft – und allgemein im Verbot der ‚Missachtung der Grundstrukturen der Aktiengesellschaft‘ nach Art. 706b Ziff. 3.“⁴⁴

„Einigkeit herrscht in der [...] schweizerischen Doktrin darüber, dass beim Vorliegen einer Stimmbindung die betreffende Aktiengesellschaft nicht Partei des Aktionärsbindungsvertrags sein darf und dass eine entsprechende Vereinbarung nichtig wäre. Diese Meinung wird – soweit das Thema in der Lehre überhaupt noch diskutiert wird – auch heute noch widerspruchlos vertreten. Es wäre in der Tat ein aktienrechtlicher Kurzschluss, wenn die Aktiengesellschaft ihre Aktionäre in Bezug auf die Stimmausübung verpflichten dürfte und so den körperschaftlichen Willensbildungsprozess ihrem eigenen Willen unterwerfen könnte. Dies würde nämlich bedeuten, dass der Verwaltungsrat als Exekutivorgan der Aktiengesellschaft für deren Willensbildung zuständig wäre und sich letztlich selbst wählen würde. Damit würde eine Machtkonzentration zu Gunsten des Verwaltungsrats stattfinden, was einem Verstoss gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung, welche die Generalversammlung als oberstes Organ vor-

⁴³ Siehe auch BÖCKLI PETER, Das Aktienstimmrecht und seine Ausübung durch Stellvertreter, Basel 1961, 63 ff.; APPENZELLER (FN 40), 49; BLOCH (FN 40), 239 f. mit weiteren Hinweisen.

⁴⁴ BÖCKLI (FN 5), § 12 N 579a.

sieht, bedeuten würde. Nichtigkeit wegen Verstosses gegen die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft wäre dann die Folge.“⁴⁵

Geht es um andere Pflichten als die Ausübung des Stimmrechts in einer vertraglichen Regelung zwischen Gesellschaft und Aktionär, heisst es z.B.:

„Bezieht sich ein Vertrag zwischen einem Aktionär und der Aktiengesellschaft auf andere Verpflichtungen, die seine Aktionärserschaft betreffen, so stellt diese Vereinbarung einen Verstoss bzw. eine Umgehung des Verbotes von Nebenleistungspflichten gemäss Art. 680 I OR dar. Solche Vereinbarungen sind daher unzulässig. Die Pflichten eines Aktionärs gegenüber seiner Gesellschaft ergeben sich allein aus Gesetz und Statuten. Weitergehende vertragliche Verpflichtungen gegenüber der Aktiengesellschaft sind nicht möglich. Die betroffene Aktiengesellschaft kann also nicht Partei eines Aktionärsbindungsvertrags sein, wenn dieser Pflichten enthält, welche den Aktionär in seiner Aktionärsstellung betreffen.“⁴⁶

Begründet wird das Verbot der Parteistellung der Gesellschaft bei einem Vertrag mit einem Aktionär über seine Aktionärsstellung resp. seine Rechte und Pflichten als Aktionär – wie die ausgewählten Zitate aufzeigen – regelmässig mit den folgenden beiden Argumenten:

- Die Unzulässigkeit der Einbindung des Aktionärs bezüglich der Ausübung des Stimmrechts wird erstens unter Verweis auf die zwingende aktienrechtliche Kompetenzordnung ganz allgemein mit der – an sich korrekten, aber u.E. zu umfassend verstandenen – Aussage begründet, dass es im Grundsatz gegen die Struktur der Aktiengesellschaft verstösst, wenn die Aktiengesellschaft „den Willensbildungsprozess ihrem eigenen Willen unterwirft“; die *rechthliche Absicherung* des Einflusses der Gesellschaft auf den Willensbildungsprozess der Generalversammlung durch eine vertragliche Bindung wird allgemein als unvereinbar mit der aktienrechtlichen Kompetenzordnung – und als Verstoss gegen die Grundstruktur der Aktiengesellschaft – erachtet⁴⁷.

⁴⁵ VON BÜREN ROLAND/HINTZ MONIKA, Die Aktiengesellschaft als Partei eines Aktionärsbindungsvertrages?, ZBJV 2000, 802 ff., 807.

⁴⁶ von BÜREN/HINTZ (FN 45), 807 f.

⁴⁷ Beispielhaft sei zusätzlich folgendes Zitat wiedergegeben aus SCHLEIFFER PATRICK, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht, Bern 1993, 187: „Die Eingehung einer Stimmbindung zugunsten der Gesellschaft oder

Teilweise wird als Folgeargument zur Kompetenzwidrigkeit der Gesellschaft als Partei eines Vertrags betreffend die Aktionärsstellung auch vorgetragen, dass der Abschluss eines derartigen Vertrags durch die Vertretungsmacht des Organs Verwaltungsrat nicht gedeckt ist.⁴⁸

Zweitens wird für die Begründung der Unmöglichkeit einer vertraglichen Bindung zwischen Aktionär und Gesellschaft regelmässig Art. 680 Abs. 1 OR herangezogen, wonach „der Aktionär [...] auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden [kann], mehr zu leisten als den für die Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag“. Der materielle Gehalt dieser Bestimmung wird dahingehend verstanden, dass mit dieser Gesetzesnorm der Gestaltungsspielraum der möglichen Verpflichtungen des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft abschliessend geregelt ist; weitergehende (auch vertragliche) Verpflichtungen des Aktionärs würden gegen diese abschliessende gesetzliche Regelung verstossen.⁴⁹

Nach der hier vertretenen Auffassung ist das *Prinzip* zutreffend, dass es der Grundstruktur der Aktiengesellschaft widerspricht, wenn sich die Aktionäre resp. das Organ Generalversammlung bei der Ausübung des Stimmrechts dem *freien Willen* derjenigen unterwerfen, die sie zu wählen haben. Dieser Grundgedanke ist insofern auch im Gesetz verankert, als Art. 659a Abs. 2 OR festlegt, dass das Stimmrecht eigener Aktien ruht resp. nicht durch die Gesellschaft ausgeübt werden kann. Die Gesellschaft, vertreten durch das

Verwaltung läuft sowohl nach *bisherigem* wie nach *revidiertem* Recht dem gesetzlichen System der innergesellschaftlichen Kompetenzzuständigkeiten zuwider. Sie birgt die *Gefahr* einer *kompetenzwidrigen Machtverschiebung* zugunsten der Verwaltung und gefährdet dadurch das Funktionieren des innerverbandlichen Willensbildungsmechanismus. Die Stimmbindung zugunsten der Gesellschaft oder Verwaltung verstösst deshalb gegen die in Art. 698 Abs. 2 aOR/OR zwingend niedergelegten und im Stimmrechtsausschluss von Art. 659 Abs. 5 aOR/Art. 659a Abs. 1 OR zum Ausdruck kommenden Kompetenzordnung“. Vgl. zu diesem Argument insb. auch BÖCKLI (FN 43), 63 ff.; BÖCKLI (FN 5), § 12 N 579a; BLOCH (FN 40), 239 f. mit weiteren Hinweisen.

⁴⁸ So namentlich BÖCKLI (FN 5), N 578: „Da der Verwaltungsrat keine rechtliche Zuständigkeit zur Bildung des Willens seiner Gesellschaft auf der Ebene der Aktionäre hat, ist der Akt des Vertragsschlusses durch die Vertretungsmacht des Art. 718a nicht gedeckt“.

⁴⁹ Vgl. zu diesem Argument auch LANG THEODOR, Die Durchsetzung des Aktionärsbindungsvertrages, Zürich 2003, S. 12. f. mit weiteren Hinweisen.

Organ Verwaltungsrat, kann sich nicht durch eine Vereinbarung mit dem Aktionär derart vertraglich absichern, dass das Organ Generalversammlung in jedem Fall das beschliesst, was der Verwaltungsrat zuvor im freien Ermessen bestimmt hat. Somit gilt das Prinzip, dass Regelungen in Anwendung von Art. 706b Ziff. 3 OR nichtig sind, die bewirken, dass das Organ Verwaltungsrat den Willen des Organs Generalversammlung nach vollkommen freiem und eigenem Ermessen festlegen kann. Dieses Verbot ist nun aber eingegrenzt und bedeutet lediglich, dass das Organ Verwaltungsrat den Willen der Generalversammlung *nicht eigenmächtig bestimmen* – d.h. materiell festlegen – darf. Denn nur die *uneingeschränkte Festlegung* des Willens der Generalversammlung durch das Organ Verwaltungsrat kann als Missachtung der Grundstruktur der Aktiengesellschaft und damit als unzulässig gelten. *Das Organ Verwaltungsrat muss geradezu unbeschränkt und unbeeinflusst durch „freie“ Stimmrechtsfestlegung den Willen des Organs Generalversammlung abschliessend bestimmen, damit ein Verstoß gegen die Grundstruktur der Aktiengesellschaft gegeben ist; nur unter dieser Voraussetzung liegt eine unzulässige Kompetenzsurrogation zu Lasten des Organs Generalversammlung resp. eine unzulässige Kompetenzdeckung vor.*

Eine *Willensbeeinflussung* der Beschlussfassung des Organs Generalversammlung durch den Verwaltungsrat ist aber zweifelsohne zulässig. Die Abgrenzung der *unzulässigen Kompetenzsurrogation* durch den Verwaltungsrat von der *zulässigen Willensbeeinflussung* kann im Einzelfall allerdings schwierig sein. Dass aber die Beeinflussung des Willens des Organs Generalversammlung durch den Verwaltungsrat auf der Grundlage einer vertraglichen Regelung zwischen Gesellschaft und Aktionär zulässig ist, folgt einerseits aus der rechtlichen Einordnung der Stimmabgabe als (rechtsgeschäftliche) Willensäusserung und wird andererseits durch das Institut der institutionellen Stimmrechtsvertretung belegt.

– Die Stimmabgabe durch den Aktionär oder den Aktionärsvertreter zählt zu den rechtsgeschäftlichen Willenserklärungen⁵⁰. Die Rechtsfolge – als Begriffsmerkmal der Willenserklärung – leitet sich aus der Funktion der

⁵⁰ Siehe insb. WEBER-DÜRLER HANS PETER, Gesellschafterversammlung, Urabstimmung und Delegiertenversammlung, Bern 1973, 16; BÖCKLI (FN 43), 23 f. Siehe auch DUBS DIETER, Die bedingte Beschlussfassung der Aktionäre an der Generalversammlung, in: SCHWEIZER/BURKERT/GASSER (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey, Zürich 2002, 355 ff., 357.

Stimmabgaben im Rahmen des Beschlussfassungsverfahrens ab: Mit der Abgabe der Stimme beteiligt sich der Aktionär am Willensbildungsprozess der Gesellschaft und beeinflusst die Beschlussfassung des Organs Generalversammlung im Ausmass seiner Stimmkraft⁵¹. Von der rechtlichen Qualifikation der Stimmabgabe ausgehend ist es offensichtlich, dass dieses Aktionärsrecht Gegenstand einer Vereinbarung zwischen Gesellschaft und Aktionär sein kann. Der Aktionär kann im Rahmen von Art. 2 ZGB mit seinen Aktionärsrechten (im Eigeninteresse) „tun und lassen“ was er will und diesen Willen auch gegenüber der Gesellschaft verbindlich äussern; welche Motive den Aktionär zu einer *bestimmten inhaltlichen* Ausübung seiner Aktionärsrechte veranlasst haben, ist nicht von Bedeutung.

Die Weisungsordnung für die Stimmrechtsausübung des institutionellen Stimmrechtsvertreters lässt es ausdrücklich zu, dass die Willensbildung des Organs Generalversammlung durch einen Willensentscheid des Verwaltungsrats beeinflusst wird. Es entspricht der subsidiär anwendbaren gesetzlichen Regelung bei der Depotvertretung und in der Praxis bei der Organvertretung⁵² und der unabhängigen Stimmrechtsvertretung, dass weisungslose Stimmrechtsvertretungen – d.h. bei in der Einberufung bekannt gegebenen Anträgen im Falle des Ausbleibens einer Weisung sowie bei neuen Anträgen – die Stimmrechte durch den institutionellen Stimmrechtsvertreter im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats ausgeübt werden⁵³. In dieser Konstellation gilt somit: Durch einen Ent-

⁵¹ Siehe zur Rechtsnatur der Stimmabgabe und zur definitionsgemäss vorausgesetzten Rechtsfolge insbesondere SCHOTT BERTRAND G, Aktienrechtliche Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen wegen Verfahrensmängeln, Zürich/St. Gallen 2009, § 2 N 9 ff.

⁵² Vgl. insb. BÖCKLI (FN 5), § 12 N 285 und SCHAAD HANS-PETER, in: HONSELL/VOGGI/WÄTTER, Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 689c N 13.

⁵³ Siehe zum Stimmverhalten des unabhängigen Stimmrechtsvertreters bei fehlenden Weisungen insb. BÖCKLI (FN 5), § 12 N 292; LAMBERT CLAUDE, Verhalten des unabhängigen Stimmrechtsvertreters bei fehlenden Weisungen, in: VON DER CRONE/FORSTMOSER/WEBER/ZÄCH (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarkts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 525 ff., 527 ff., insb. 532 ff.; MEYER (FN 36), 136 ff. Vgl. zur Problematik auch ZINDEL GAUDENZ G, Stimmrechtsvertretung in Generalversammlungen von Publikumsgesellschaften, in: ZINDEL/PEYER/SCHOTT (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Bewegung, Festgabe zum

scheid des Verwaltungsrats – rechtstechnisch durch den Antrag des Verwaltungsrats – wird die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktionärsvertreter *bestimmt*. Dass dieser Vorgang der Grundstruktur des Aktienrechts widersprechen würde, wird soweit ersichtlich nicht vorgefragt. Die Aktienrechtsrevision will diesbezüglich zwar die Situation verbessern, legt aber auch fest, dass bei „nicht angekündigten Anträgen“ der unabhängige Stimmrechtsvertreter mangels einer besonderen Weisung den Empfehlungen des Verwaltungsrats zu folgen hat. Im Bereich der institutionellen Stimmrechtsvertretung ist somit in der Praxis allgemein anerkannt und im Gesetz als subsidiär anwendbare Regel vorgesehen, dass der Verwaltungsrat durch einen eigenen Entscheid gleichzeitig die Stimmrechtsausübung durch Aktionäre festlegt und mithin die Willensbildung der Generalversammlung *beeinflusst*. Dieser Mechanismus lässt sich nach der hier vertretenen Auffassung auch auf andere Rechtsgeschäfte zwischen Aktionär und Gesellschaft übertragen.

Deshalb kann die Ausübung von Aktionärsrechten – und insbesondere die Ausübung des Stimmrechts – Gegenstand einer vertraglichen Absprache zwischen Aktionär und Gesellschaft sein, sofern keine unzulässige Kompetenzsurrogation durch den Verwaltungsrat vorliegt resp. solange das Organ Verwaltungsrat nicht mit einer uneingeschränkten eigenen Entscheidung die Beschlussfassung des Organs Generalversammlung geradezu *zwingend vorbestimmt*. Ausgehend davon, dass die Ausübung von Aktionärsrechten, insbesondere die Stimmrechtsausübung, als (rechtsgeschäftliche) Willensausübung qualifiziert, ist eine diesbezügliche vertragliche Regelung zwischen Aktionär und Gesellschaft *materiell dergestalt zu begreifen, dass sich der Aktionär der Gesellschaft gegenüber vor Durchführung der Generalversammlung festlegt resp. verpflichtet, das vertragsgegenständliche Aktionärsrecht in einem bestimmten Sinne auszuüben resp. nicht auszuüben*. Mit einer solchen vertraglichen Verpflichtung legt der Aktionär sein Verhalten als Aktionär *freiwillig* für eine bestimmte Zeitspanne fest resp. verspricht der Gesellschaft, sich als Aktionär *im Eigeninteresse* in einem bestimmten Sinne zu verhalten. Nach der hier vertretenen Auffassung sind keine Gründe erkennbar, wieso ein Aktionär eine solche Regelung betreffend die Ausübung der Aktionärsrechte mit der Gesellschaft nicht eingehen dürfte. Entscheidend ist,

65. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich/St. Gallen 2008, 177 ff. Vgl. zur laufenden Aktienrechtsrevision in diesem Bereich DUBS (FN 37), 87 ff.

dass aufgrund einer oder mehrerer derartigen Vereinbarungen die Generalversammlung (resp. die Aktionäre) ihren Willen nicht insofern uneingeschränkt vom Willen des Organs Verwaltungsrat abhängig macht, dass eine unzulässige Kompetenzurpation gegeben ist. Davon abgesehen ist aber kein Grund erkennbar, wieso der Inhalt der Ausübung eines Aktionärsrechts in zeitlicher Hinsicht ausschliesslich an der Generalversammlung festgelegt werden können soll.⁵⁴

Zulässig ist nach der in diesem Beitrag vertretenen Auffassung somit eine Vereinbarung zwischen der Gesellschaft und einem Aktionär, in welcher sich der Aktionär – im Eigeninteresse und allenfalls im Gegenzug zu einer „Leistung“ der Gesellschaft (z.B. Anerkennung als Vollaktionär über die Prozentgrenze im Sinne von Art. 685d Abs. 1 OR hinaus gestützt auf eine statutarische „Kamm-Vorschrift“) – beispielsweise verpflichtet,

- das mit den Aktien verknüpfte Stimmrecht für eine bestimmte Zeitspanne nicht auszuüben;
- sich derart zu verhalten, dass er nur eine bestimmte Anzahl – allenfalls seiner Beteiligung entsprechend – von Vertretern im Verwaltungsrat hat;
- den Präsidenten des Verwaltungsrats nicht abzuwählen;
- das Stimmrecht derart auszuüben, dass eine bestimmte Fusion nicht zustande kommt;
- das Stimmrecht an der nächsten Generalversammlung im Sinne der Anträge des Verwaltungsrats auszuüben;
- als Aktionär alles Erforderliche zu tun, damit keine Nennwertrückzahlung erfolgt.

Derartige Verpflichtungen des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft erfüllen nach der hier vertretenen Auffassung (auch) den Tatbestand des Art. 680 Abs. 1 OR nicht: Denn Grundlage solcher „Leistungen“ des Aktionärs sind nicht die Statuten, sondern sein freier Entscheid, über seine ihm gesetzlich und statutarisch eingeräumten Aktionärsrechte im Sinne der vertraglichen Regelungen zu verfügen.

⁵⁴ Nur die Ausübung des Rechts als solche, insbesondere des Stimmrechts, ist in Anwendung des Unmittelbarkeitsprinzips in zeitlicher und örtlicher Hinsicht an die Generalversammlung gebunden.

Aus Sicht der Gesellschaft bleibt (natürlich) zu beachten, dass Regelungen betreffend die Ausübung von Aktionärsrechten oder allgemeine Gesellschaftsangelegenheiten zwischen Aktionär und Gesellschaft ausschliesslich vertragsrechtlichen Charakter haben und folglich ein Verstoß gegen eine solche Absprache den „vertragswidrigen Gesellschaftsakt“ nicht anfechtbar oder ungültig machen.⁵⁵

V. Die Information des Ankeraktionärs

Bei der Beteiligung eines Anker- oder Grossaktionärs stellt sich die Frage, ob und bejahendfalls unter welchen Voraussetzungen und in welchem Umfang der Anker- oder Grossaktionär in quantitativer und/oder qualitativer Hinsicht exklusiver als andere Aktionäre mit Informationen über die Gesellschaft versorgt werden kann. Bei dieser Thematik sind drei Konstellationen zu unterscheiden: Vor dem Einstieg des potenziellen Ankeraktionärs stellt sich die Frage der Informationsvermittlung im Hinblick auf die (zukünftige) Beteiligungsnahme. Nach dem Erwerb der Beteiligung beurteilt sich die Frage der Informationsversorgung des Grossaktionärs insbesondere unter Berücksichtigung dessen Eigenschaft als Aktionär der Gesellschaft. Besonderheiten kann die Informierung des Ankeraktionärs aufweisen, wenn dieser Grossaktionär im Verwaltungsrat der Gesellschaft vertreten ist. Bei allen drei Konstellationen steht das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR im Zentrum der Betrachtungen, wobei sich bei der Informationsvermittlung im Hinblick auf die Beteiligungsnahme die Fragestellung leicht verschieben kann, sofern der potentielle Ankeraktionär noch gar nicht Aktionär ist.

Bei der Beurteilung der Informationsversorgung eines potentiellen Ankeraktionärs im Hinblick auf seinen Entscheid über die Beteiligungsnahme ist nach der hier vertretenen Auffassung eine Vorwirkung des (aktien- und/oder kapitalmarktrechtlichen) Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht ohne weiteres anzunehmen. Es gehört aber zur Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats, sicher-

⁵⁵ Vgl. insb. FORSTMOSER PETER, Der Aktionärsbindungsvertrag an der Schnittstelle zwischen Vertragsrecht und Körperschaftsrecht, in: HONSELL/PORTMANN/ZÄCH/ZOBL, (Hrsg.), Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts, Festschrift für Heinz Rey zum 60. Geburtstag, Zürich 2003, 375 ff., insb. 387 ff.

zustellen, dass der potentielle Grossaktionär seine im Vorfeld der Beteiligungsnahme erhaltene privilegierte Informationsstellung nicht ausnützt, vor allem nichts unternehmen kann, um zu Lasten der bestehenden und potentiell künftigen Aktionäre das Informationsprivileg auszunützen. Dies setzt regelmässig ein Handelsverbot resp. eine zeitlich beschränkte Standstill-Vereinbarung betreffend den Handel in Beteiligungsrechten der Gesellschaft voraus, bis die Informationslage aller Aktionäre und des Marktes wieder ausgeglichen ist. Einen solchen Informationsausgleich kann die Gesellschaft oft dadurch herstellen, dass Geschäftszahlen oder andere Informationen frühzeitig veröffentlicht resp. dem Markt kommuniziert werden. Ist der (potentielle) Ankeraktionär bereits Aktionär, ist die Ungleichbehandlung in Folge der vertieften Informationsversorgung ausschliesslich im Hinblick auf die Evaluierung der Beteiligungsnahme dann unproblematisch, wenn die geplante Transaktion im Interesse der Gesellschaft liegt⁵⁶.

Nach der Beteiligungsnahme ist eine privilegierte Informierung des Ankeraktionärs nach der hier vertretenen Auffassung unter eingeschränkten Voraussetzungen möglich. Ansatzpunkt der Zuerkennung eines beschränkten Informationsprivilegs ist der Umstand, dass (auch) in Bezug auf die Informationsvermittlung das relative Gleichbehandlungsprinzip zur Anwendung gelangt, Aktionäre somit nur „unter gleichen Voraussetzungen“ gleich zu behandeln sind. Damit können namentlich „besondere Umstände“ eine zusätzliche Information an Grossaktionäre in einer besonderen Situation rechtfertigen, sofern eine privilegierte Informierung – und dies im Sinne einer strengen Voraussetzung – im Interesse der Gesellschaft geradezu erforderlich

⁵⁶ Vgl. insb. TSCHÄNI RUDOLF, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 2. Kapitel N 27. Siehe auch SCHNYDRIG ANDRIN/FISCHER MARKUS, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 2192 ff., 1201.

ist⁵⁷. Nach der hier vertretenen Auffassung⁵⁸ ist eine privilegierte Informierung eines Ankeraktionärs somit möglich, wenn das Gesellschaftsinteresse auf Grund der besonderen Umstände dies erforderlich macht (resp. zwingend zu verlangen scheint), ein sachlicher Grund vorliegt, das Verhältnismässigkeitprinzip eingehalten und sichergestellt wird, dass die privilegierte Informierung nicht zur Benachteiligung der anderen Aktionäre verwendet wird⁵⁹. Es gelten die aus dem relativen aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot abgeleiteten Grundsätze⁶⁰.

⁵⁷ Siehe zu dieser Auffassung insbesondere WATTER ROLF, Die Informationsversorgung des Aktionärs, insbesondere die SWX-Richtlinie betreffend Information zur Corporate Governance, in: BÜHLER (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, 33 ff., 44; FORSTMOSER PETER, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: HIRSCH/NOBEL/BÖCKLI/FORSTMOSER/DRUEY (Hrsg.), Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zürich 1997, 85 ff., 106 f.; WEBER ROLF H., in: HONSELL/VOGT/WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, 3. Aufl., Basel 2008, Art. 697 N 6; HORBER FELIX, Die Informationsrechte des Aktionärs, Zürich 1995, 864.

⁵⁸ Namentlich HOFSTETTER KARL, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996), 222 ff., 228 ff., will weitgehende Informationsprivilegien für Grossaktionäre zulassen, sofern diese „plausibel eine Mehrung des langfristigen Unternehmenswerts versprechen und die anvisierte Unternehmenswertsteigerung nicht ebensogut mittels einer Gleichbehandlung aller Aktionäre realisiert werden kann.“ In diesem Sinne spricht sich HOFSTETTER (230) für eine „über die aktien- und kapitalmarktrechtlich geforderte Information hinausgehende Intensivierung der Kommunikation mit einem konstruktiven Grossaktionär“ aus, da dies „ohne Zweifel das Potential [habe], zur langfristigen Unternehmenswertsteigerung beizutragen“.

⁵⁹ Ähnlich aber mit stärkerer Einschränkung bei Gesellschaften mit kotierten Aktien BÖCKLI PETER/BÜHLER CHRISTOPH B., Vorabinformation an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 2005, 101 ff., 109 f., welche zwar nicht von einem absoluten Gleichbehandlungsgebot ausgehen, trotzdem aber festhalten, dass das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip des Art. 1 BEHG strenger zu interpretieren sei als das aktienrechtliche (110): „Es geht im Kapitalmarktbereich nicht um die absolute Gleichbehandlung, wohl aber funktional um die Gewährleistung eines Level Playing Field der Kapitalmarktteilnehmer“, woraus letztlich folge: „Die Reichweite der selektiven Information, die der Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft mit börsenkotierten Aktien ihren bedeutenden Aktionären zukommen lassen darf, ist also rechtlich äusserst beschränkt“.

⁶⁰ Für eine absolute Gleichbehandlung der Aktionäre in Bezug auf deren Informationsversorgung insbesondere KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im schwei-

Unproblematisch ist allgemein eine Verdichtung und Vertiefung von öffentlich zugänglichen Informationen, solange die Kursrelevanz der in dieser Gestalt an den Ankeraktionär vermittelten Information nicht erreicht wird⁶¹.

Sofern der Ankeraktionär im Verwaltungsrat (direkt) vertreten ist, hat dieser „Vertreter“ im Vergleich zu seinen Verwaltungsratskollegen keinen Anspruch auf vertiefte Information: Alle Verwaltungsratsmitglieder sollen nach den Vorgaben des Gesetzes über denselben Informationsstand verfügen, und es besteht gestützt auf Art. 715a OR grundsätzlich ein Anspruch auf Gleichbehandlung⁶². Allerdings können unterschiedliche Funktionen innerhalb des Verwaltungsrats eine differenzierte Information rechtfertigen⁶³.

Der „Vertreter“ des Ankeraktionärs im Verwaltungsrat hat dem Grundsatz nach gegenüber der Gesellschaft dieselben Treue- und Sorgfaltspflichten wie

zerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 8 N 73 ff., welcher es – aus rechtlichen und praktischen Überlegungen – ablehnt, „das ausschliesslich quantitative Moment des ‚grösseren Aktionärs‘ etc. als Differenzierungskriterium zum Informationsfluss heranzuziehen und hält dafür, dass ‚im Bereich von Art. 697 OR [...] nicht eine relative, sondern eine absolute Gleichbehandlung [...] zur Anwendung‘ gelangt (so KUNZ PETER V., Das Informationsrecht des Aktionärs in der Generalversammlung, AJP 2001, 883 ff., 898). Auch HUGENIN JACOBS CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Zürich 1994, 244 vertritt eine restriktive Haltung und hält fest, dass „sowohl bezüglich der periodischen wie auch der punktuellen, der obligatorischen und der freiwilligen Informationsabgabe [...] das absolute Gleichbehandlungsgebot“ gelte und dass „den Aktionären alle Auskünfte in gleicher Weise zugänglich zu machen“ seien; Wissensvorsprünge einzelner Aktionäre seien mit dem Gleichbehandlungsprinzip unvereinbar, „weil sie der unlauteren Realisierung von Sondervorteilen sowie der Bildung von Machtpositionen dienen“ könnten. Siehe auch MAROLDA MARTINEZ LARISSA, Information der Aktionäre nach Schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Zürich 2006, 101, wonach die „Privilegierung eines Aktionärs [...] in jeder Konstellation als unzulässig zu betrachten“ sei und „die Informationsrechte der Aktionäre [...] nicht anhand von Kriterien wie ‚Grossaktionär‘ relativiert werden“ können.

⁶¹ Siehe dazu insbesondere BÖCKLI/BÜHLER (FN 59), 110 f.

⁶² Vgl. insb. ROTH PELLANDA KATJA, Die Organisation des Verwaltungsrates, Zusammensetzung, Arbeitsteilung, Information und Verantwortlichkeit, Zürich 2007, N 672; DRUEY JEAN NICOLAS, Das Informationsrecht des einzelnen Verwaltungsgliedern des Verwaltungsrates, Bern 2002, 192 ff.

⁶³ Vgl. insb. WALDBURGER (FN 62), 196 und 124 ff.

ein anderes Mitglied des Verwaltungsrats⁶⁴. Eine diesbezügliche Besonderheit liegt nach der hier vertretenen Auffassung allerdings dann vor, wenn ein Mitglied des Verwaltungsrats entsprechend dem Wahlantrag ausdrücklich und mithin für alle Aktionäre transparent als Vertreter eines Ankeraktionärs gewählt wird⁶⁵. Unter dieser Voraussetzung ist nach der hier vertretenen Auffassung für den betreffenden Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat die Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft (zumindest) in Bezug auf die Geheimhaltungspflicht insofern in verminderter Ausprägung aufzufassen, als Informationen aus dem Verwaltungsrat an den (entsendenden) Ankeraktionär ohne Verletzung der Treuepflicht gelangen können⁶⁶. Dieser Informationsfluss hat je nach den konkreten Umständen und der Informationsqualität natürlich weitreichende Folgen, indem beispielsweise die Pflicht zur Mel-

⁶⁴ Vgl. zu dieser Thematik mit teilweise anderer Auffassung insb. KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. Aufl., Bern 2005, N 145 ff.: „Im Zusammenhang mit dem von der herrschenden Lehre akzeptierten Weisungsrecht der vertretenen juristischen Person gegenüber dem von ihr beauftragten VR-Mitglied stellt sich automatisch die Frage, inwieweit dieses der allgemeinen Geheimhaltungspflicht der VR-Mitglieder gemäss Art 717 OR untersteht. Es ist einleuchtend, dass Weisungsbefugnisse kaum erteilt werden können, ohne über gewisse Informationen aus dem VR der Gesellschaft zu verfügen. Die Kenntnisse müssen dabei über diejenigen hinausgehen, die einem normalen Aktionär zustehen.“

⁶⁵ In den Gesetzesmaterialien zur „Kleinen Aktienrechtsrevision“ (zum nachfolgenden Zitat siehe Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister sowie Firmenrecht), BB1 2008 1589 ff., 1685) finden sich in den Erläuterungen zur Neufassung von Art. 707 OR Aussagen, die weitergehend als hier ausgeführt (d.h. ohne besonderen Wahlakt) von einem anderen Gehalt der persönlichen Treuepflicht des „Vertreters“ eines Aktionärs im Verwaltungsrat ausgehen: „Die Anpassungen in Artikel 707 Absätze 1 und 2 dienen der Klarstellung. Materiell ändert sich nichts. Absatz 2 hält fest, dass juristische Personen oder Handelsgesellschaften sich durch eine natürliche Person im Verwaltungsrat einer Gesellschaft vertreten lassen können. Aus diesem *Vertretungsverhältnis ergibt sich, dass die Vertreterin oder der Vertreter die Auftraggeberin über die Arbeit des Verwaltungsrats informieren darf*. Die persönliche Verantwortlichkeit der Mitglieder des Verwaltungsrats wird dadurch nicht berührt. Absatz 2 wird beibehalten, obwohl Vertreterinnen und Vertreter keine Pflichtaktie mehr besitzen müssen, weil mit dieser Bestimmung das besondere Rechtsverhältnis der Vertretung juristischer Personen im Verwaltungsrat angesprochen wird“ (Hervorhebung nicht im Original).

⁶⁶ Über die (besondere) Rechtsposition eines im Wahlakt der Generalversammlung ausdrücklich als Vertreter des Ankeraktionärs bestellten Mitglieds des Verwaltungsrats ist bei anderer Gelegenheit einmal nachzudenken.

dung von Managementtransaktionen nach dem Kotierungsrecht (auch) auf den Ankeraktionär zur Anwendung gelangen und sich die Frage der faktischen Organstellung stellen kann (gerade diese Thematik ist aber auf Grund der konkreten Umstände des Einzelfalls zu beurteilen). Denkbar ist aber auch, dass ohne besondere Kennzeichnung eines Verwaltungsrats als Vertreter des Ankeraktionärs im Wahlakt das Organ Verwaltungsrat entweder durch Beschluss oder Reglement die Informierung des Ankeraktionärs über „seinen“ Verwaltungsrat regelt. Sofern der Ankeraktionär über „seinen“ Vertreter im Verwaltungsrat mit Genehmigung der Gesellschaft – im Rahmen des Wahlakts oder durch Beschluss des Organs Verwaltungsrat – besondere Information erhält, „überträgt“ sich die Geheimhaltungspflicht des Verwaltungsrats auf den Ankeraktionär. Wird diese Pflicht verletzt, bleibt allerdings nur der Widerruf der Genehmigung der Informationsweiterleitung und wohl nur in äusserst gravierenden Verletzungsfällen die Einstellung des Vertreters in seiner Funktion als Verwaltungsrat (was aber die Einberufung einer Generalversammlung mit dem Traktandum „Abwahl“ und dem Antrag „Abwahl des in der Funktion eingestellten Verwaltungsrats resp. des Vertreters des Ankeraktionärs“ erforderlich macht; vgl. Art. 726 OR).

VI. Themen des Börsenrechts

1. Offenlegungsrecht

Beruhet die Beteiligungsnahe des Ankeraktionärs auf einer Vereinbarung zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft, stellt sich die Thematik, ob die „Verknüpfung“ zwischen Aktionär und Gesellschaft in Folge dieser Vereinbarung derart intensiv ist, dass ein „Handeln in gemeinsamer Absprache“ im Sinne von Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 10 BEHV-FINMA gegeben ist. Die blosser Beteiligungsnahe ohne weitergehende Absprachen bewirkt regelmässig keine „organisierte Gruppe“ im Sinne von Art. 10 BEHV-FINMA. Sofern allerdings die Beteiligungsnahe des Ankeraktionärs mit (weiteren) Absprachen verknüpft ist, die über die blosser Beteiligungsnahe hinausgehend weitere Fragen des Verhältnisses zwischen Ankeraktionär und Gesellschaft regeln, stellt sich die Frage, ab welchem Grad dieser (zusätzlichen) Verbindungen ein offenlegungspflichtiges „Handeln in gemeinsamer Absprache“ vorliegt.

Gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 10 BEHV-FINMA handelt in gemeinsamer Absprache resp. bildet eine organisierte Gruppe, „wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren abstimmt“. Der Tatbestand des Handelns in gemeinsamer Absprache setzt somit voraus⁶⁷, dass (i) Offenlegungspflichtige ihre Verhaltensweise mit Dritten abstimmen, (ii) diese Abstimmung durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren erfolgt und dies (iii) im Hinblick auf den Erwerb bzw. die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten geschieht. Zwei allgemeine von der Praxis der Behörden⁶⁸ und der Lehre anerkannte Umschreibungen resp. qualifizierende Elemente eines „Handelns in gemeinsamer Absprache“ sind wie folgt⁶⁹:

- Ein Handeln in gemeinsamer Absprache setzt voraus, dass die Handelungen der beteiligten Parteien einen gewissen Grad an Intensität aufwei-

⁶⁷ Grundlegend zu diesen Tatbestandselementen (immer noch) MEIER-SCHATZ CHRISTIAN, in: HERTIG/MEIER-SCHAFFI/ROTH/ZOBL, Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000, Art. 20 N 200 ff.

⁶⁸ Zur Praxis vgl. insb. Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 13. Juli 2007 i.S. Conventium Holding AG betreffend teilweise Ablehnung der Empfehlung IV der Übernahmekommision vom 9. Juni 2007.

⁶⁹ Stellvertretend für diese Qualitätsmerkmale gemäss Rechtsprechung und Lehre sei auf die folgenden beiden Zitate in den behördlichen Entscheiden in Sachen Quadrant AG verwiesen, nämlich auf die Empfehlung der Übernahmekommision in Sachen Quadrant AG vom 23. Juli 2002 (Prüfung der Pflicht der Herren Dr. René-Pierre Müller, Küssnacht, Dr. Adrian A. Niggli, Erlenbach und Dr. Arno A. Schenk, Zumikon, zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots an die Aktionäre der Quadrant AG, Lenzburg) und die Verfügung der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommision vom 12. Juni 2003 in Sachen Herrm Dr. René-Pierre Müller, Küssnacht, Herrn Dr. Adrian A. Niggli, Erlenbach und Herrn Dr. Arno A. Schenk, Zumikon betreffend Prüfung der Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG an die Aktionäre der Quadrant AG:

- „Für die Annahme einer abgestimmten Verhaltensweise müssen die Handelungen einen gewissen Mindestgrad an Intensität aufweisen, die ihren Ausdruck in einem Minimum an gemeinsamer (innerer) Finalität und äusserer Organisiertheit findet.“
- „Entscheidend für ein Handeln in gemeinsamer Absprache ist, dass die Aktionäre zwecks Erreichen eines gemeinsamen Ziels zusammenwirken, hierfür ge-

sen, die ihren Ausdruck in einem Minimum an gemeinsamer (innerer) Finalität und (äusserer) Organisiertheit findet.

Bei einer offenkundigen organisierten Gruppe resp. einem Handeln in gemeinsamer Absprache im Offenlegungsrecht ist ein Gruppeninteresse vorausgesetzt, welchem die Mitglieder ihre Individualinteressen unterordnen und dies zwecks Erreichung des Gruppeninteresses erfolgt, welches durch den Einsatz gemeinsamer Mittel zu erreichen versucht wird.

Die Absprachen einer Gesellschaft mit dem Ankeraktionär gilt somit dann als „Handeln in gemeinsamer Absprache, wenn (1) ein *zielgerichtetes Abstimmen* vorliegt, (2) bei welchem *zwecks Erreichen eines Gruppenziels gemeinsame Mittel eingesetzt* werden und (3) dabei die Einzelinteressen dem Gesamtinteresse untergeordnet werden und (4) dieser Vorgang von einem bestimmten Institutionalierungsgrad oder einer bestimmten Organisiertheit begleitet wird“⁷⁰. Bei Vorliegen dieser Elemente kann gemäss der Praxis der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange AG eine Gesellschaft mit einem Aktionär eine offenkundige „organisierte Gruppe“ bilden resp. „in gemeinsamer Absprache handeln“, obwohl die Stimmrechte der eigenen Aktien nach aktienrechtlicher Vorschrift ruhen. Ein „Handeln in gemeinsamer Absprache“ ist insbesondere dann anzunehmen, wenn Abmachungen zwischen der Gesellschaft und dem Aktionär über die Ausübung der Stimmrechte bestehen oder sich der Grossaktionär mit der Gesellschaft auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrats festlegt.

meinsam Mittel und Kräfte zur Verfügung stellen und ihre Einzelinteressen dem Gesamtinteresse der Gruppe unterordnen“.

⁷⁰ Vgl. etwa zum erforderlichen *Intensitätsgrad* der Verknüpfungen zwischen Gesellschaft und Aktionär Empfehlung der Offenlegungsstelle i.S. Everest Beteiligungs GmbH und Renova Industries Ltd vom 10. Oktober 2007 (in den Grundzügen enthalten im Jahresbericht 2007 der Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange AG, 16 f.) und Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 29. Mai 2008 i.S. Sulzer AG und Everest Beteiligungs GmbH. Der Sachverhalt betreffend die Absprachen zwischen der Sulzer AG und dem Grossaktionär erschliesst sich auch aus der Empfehlung der Übernahmekommision i.S. Sulzer AG vom 6. Dezember 2007 betreffend Auskunftsanspruch der Sulzer AG betreffend die Anwendung des Art. 32 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 27 BEHV-EBK (Stellungnahme zum Nichtbestehen einer angebotspflichtigen Gruppe).

2. Frage der Angebotspflicht

Im Vergleich zur offenkundigen „organisierten Gruppe“ im Sinne von Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 10 BEHV-FINMA qualifiziert ein „angebotspflichtiges Handeln in gemeinsamer Absprache“ im Sinne des Art. 32 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 31 BEHV-FINMA durch ein *zusätzliches* Tatbestandsmerkmal: Die Abstimmung der Verhaltensweise (Verhaltenskoordination) zwischen der Gesellschaft und dem Ankeraktionär muss „im Hinblick auf die Beherrschung“ der (Ziel-)Gesellschaft erfolgen. Eine bloss gemeinsam bewirkte Beteiligungnahme (zwischen der Gesellschaft und dem Ankeraktionär) bewirkt als solche noch keine Angebotspflicht⁷¹; vielmehr muss eine *objektivierte Beherrschungsabsicht* gegeben sein. Nach dem in der Praxis immer noch massgebenden Bundesgerichtsentscheid in Sachen Angebotspflicht bei der Quadrant AG⁷² ist das (objektivierte) Tatbestandsmerkmal gegeben resp. werden Vorkehren im Hinblick auf die Beherrschung angenommen, „wenn der gemeinsame Erwerb eine solche objektiv ermöglicht und auf Grund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird“⁷³.

Eine die Angebotspflicht auslösende Abstimmung der Verhaltensweise liegt nach der Praxis der Übernahmekommision insbesondere dann vor, wenn „gewichtige Elemente“ einer Beherrschung vorliegen, wie etwa Abreden über die Ausübung des Stimmrechts, Absprachen über die Zusammensetzung des Verwaltungsrats sowie die gemeinsame Festlegung einer Strategie für die Zielgesellschaft⁷⁴. Bei dieser Beurteilung sind die gesamten Umstände und

⁷¹ BGE 130 II 530 ff., 558: „Es entspricht daher dem Gesetz, einen gemeinsamen Erwerb nicht bereits dann der Angebotspflicht zu unterwerfen, wenn sich die Absprache einzig auf das Erwerbsgeschäft bezieht, sondern nur dann, wenn das Geschäft auch Auswirkungen auf die Beherrschung der Gesellschaft haben kann“.

⁷² Zu diesem Entscheid siehe insb. TSCHÄNI RUDOLF/GONTSCHEV GEORG, Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht, SZW 2005, 130 ff.

⁷³ BGE 130 II 530 ff., 558.

⁷⁴ Siehe zur Abgrenzung zu überrahmrechtlich nicht relevanten Kontakten im Vorfeld einer Generalversammlung insb. Empfehlung Forbo Holding AG vom 3. Juni 2005 in Sachen Prüfung einer Pflicht von Michael Pieper, Hergiswil, der Franke Holding AG, Aarburg, der Franke Beteiligungen I AG, Hergiswil, von Rudolf Maag, Binningen, von Tweedy, Browne Company LLC, New York, USA, sowie anderer Aktionäre zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 32 BEHG an die Aktionäre der Forbo Holding AG, Eglisau.

Abreden zu würdigen. Die Behörden haben im Fall Sulzer AG entschieden, dass im Falle einer Vereinbarung einer Gesellschaft mit einem ihrer Aktionäre der angebotspflichtige Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte auch durch die eigenen Aktien der Gesellschaft überschritten werden kann, diese also für die Zwecke der Auslösung der Angebotspflicht mitzuzählen sind⁷⁵. Dieser Fall belegt aber auch, dass für die Zwecke der Beurteilung der Angebotspflicht im Sinne des Quorum-Entscheides des Bundesgerichts auch den Ausschlag geben kann, ob eine gemeinsame Beherrschungsabsicht auch tatsächlich angestrebt wird, was sich in der Regel aus den Motiven für den Abschluss einer Vereinbarung und deren Einzelregelungen herleiten lässt. Gerade wenn die Vereinbarung zwischen Gesellschaft und Grossaktionär bezweckt, für eine bestimmte Zeitspanne den status quo (vor der Beteiligungsnahme des Grossaktionärs) aufrecht zu erhalten, dürfte mit der Vereinbarung keine Beherrschung angestrebt sein.⁷⁶

⁷⁵ Vgl. dazu Empfehlung der Übernahmekommission i.S. Sulzer AG vom 6. Dezember 2007 (FN 70) sowie Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 29. Mai 2008 i.S. Sulzer AG und Everest Beteiligungs GmbH, in welcher bei RZ 69 die Grundsatzfrage aber offen gelassen wurde, ob eine Gesellschaft als potentielle Zielgesellschaft überhaupt an einer gemeinsamen Absprache im Hinblick auf eine Beherrschung mit Investoren beteiligt sein kann.

⁷⁶ Vgl. dazu Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 29. Mai 2008 i.S. Sulzer AG und Everest Beteiligungs GmbH, Rz 64 ff., insb. 68 f.