



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.

