

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 137

**Mergers & Acquisitions XV**

Herausgeber: Rudolf Tschäni

---

Zusammenschluss mit einer  
kотиerten Gesellschaft und  
resultierendem Grossaktionär –  
Transaktionsspezifisches  
Opting-out (endlich wieder)  
möglich?

---

Rolf Watter

Schulthess §





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Rudolf Tschäni

## Mergers & Acquisitions XV

Schulthess § 2013

---

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2013  
ISBN 978-3-7255-6754-6

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>Zusammenschluss mit einer kotierten Gesellschaft und resultierendem Grossaktionär – Transaktionsspezifisches Opting-out (endlich wieder) möglich?</b>	7
<i>Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär &amp; Karrer AG, Zürich, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich</i>	
<b>Kaufpreisanpassung oder Gewährleistung?</b>	41
<i>Dr. Peter Honegger, Rechtsanwalt, Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich, und Danièle Müller, Rechtsanwältin, Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich</i>	
<b>Vollzug von Aktienkäufen</b>	91
<i>Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz &amp; Staehelin, Zürich, und Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i>	
<b>One share, one vote – Bedeutung der Debatte für die M&amp;A-Praxis</b>	145
<i>Dr. Daniel Daeniker, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich</i>	
<b>Fusionskontrolle</b>	183
<i>Prof. Dr. Vincent Martenet, Professor für Verfassungs- und Wettbewerbsrecht an der Universität Lausanne, Präsident der Wettbewerbskommission, Bern, und Franca Holzmüller, Rechtsanwältin, Referentin des Sekretariats der Wettbewerbskommission, Bern</i>	
<b>Umgang mit identifizierten Risiken – Garantien und faktische Massnahmen</b>	199
<i>Oliver Blum, Rechtsanwalt, CMS von Erlach Henrici AG, Zürich</i>	
<b>Working Capital Definition zur Bestimmung des Kaufpreises – Methoden und Fallstricke</b>	221
<i>Kurt Rüegg, Senior Partner, Swiss Capital Corporate Finance AG, Zürich, und Martin Menzi, Senior Partner, Swiss Capital Corporate Finance AG, Zürich</i>	

**Vorkaufsrechte, Vorhandrechte und Mitverkaufsrechte im  
Zusammenhang mit M&A-Transaktionen** 245

*PD Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Baker & McKenzie, Zürich*

# **Zusammenschluss mit einer kotierten Gesellschaft und resultierendem Grossaktionär – Transaktionsspezifisches Opting-out (endlich wieder) möglich?**

Rolf Watter

## **Inhalt**

I.	Problemstellung .....	8
II.	Fragestellung.....	13
III.	Bisherige Entscheidpraxis.....	13
	1. Angebotspflicht bei Kontrollerwerb durch Fusion?.....	13
	2. Restriktive Zulassung des Opting out und Fünfjahresregel .....	15
	3. Relativierung der Fünfjahresregel.....	18
	4. Der Entscheid in Sachen LEM Holding SA.....	22
	5. Die BT&T Verfügung.....	25
IV.	Zusammenfassung der Rechtsprechung vor dem ADB-Entscheid.....	27
V.	Die ADB-Verfügung.....	29
VI.	Vorgehen im Beispielfall/Verfahrensfragen.....	32
	1. Situation bei Fusion (ohne Mehrheitsaktionär bei der X-CH) .....	32
	2. Situation bei Grossaktionär, der Prämie erhält .....	35
VII.	Konsolidierungsfragen.....	37
VIII.	Zusammenfassung: Back to Square 1 – oder doch nicht? .....	39

## I. Problemstellung

Bekanntlich verlangt die in Art. 32 Abs. 1 BEHG<sup>1</sup> verankerte *börsenrechtliche Angebotspflicht*, dass (mit gewissen Vorbehalten<sup>2</sup>) bei Überschreiten des Grenzwertes von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreitet werden muss.<sup>3</sup> Seit 2009 muss dabei nach einem Überschreiten dieser Limite auch eine *Baralternative* angeboten werden – reine Tauschofferten sind dann nicht mehr möglich.<sup>4</sup>

Der Gesellschaft, bzw. ihren Aktionären, steht es gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG frei, vor der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere eine *Opting-out*

---

<sup>1</sup> Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, SR 954.1 („BEHG“).

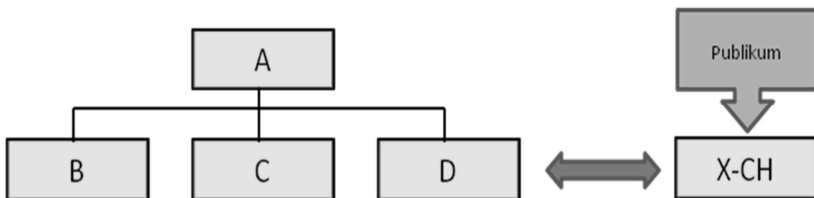
<sup>2</sup> Opting-out nach Art. 22 BEHG, Opting-up nach Art. 32 Abs. 1 BEHG, Ausnahme nach Art. 32 Abs. 2 BEHG.

<sup>3</sup> Für nähere Ausführungen zum Pflichtangebot, vgl. bspw. HÖHN JAKOB/LANG CHRISTOPH G./ROELLI SEVERIN, *Öffentliche Übernahmen*, Basel 2011, L. N 1 ff., insb. N 35 ff.; TSCHÄNI RUDOLF, *M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht*, Zürich/Basel/Genf 2003, 8. Kapitel N 86 ff.

<sup>4</sup> Vgl. Art. 43 Abs. 2 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Oktober 2008, SR 954.193 („BEHV-FINMA“). Möglich bleibt es vorläufig, eine reine Tauschofferte zu machen, wenn die Angebotsschwelle noch nicht erreicht ist (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 4: *Freiwillige öffentliche Tauschangebote*). Am 4. Mai 2012 lancierte die Übernahmekommission eine Anhörung betreffend Gleichbehandlung bei Tauschangeboten, welche in gewissen Konstellationen ebenfalls eine Baralternative verlangen würde. Nach dem Vorschlag soll in einem neuen Art. 9a der Verordnung der Übernahmekommission vom 21. August 2008 über öffentliche Kaufangebote, SR 954.195.1 („UEV“) festgehalten werden, dass der Anbieter bei einem Angebot, welches Beteiligungspapiere umfasst, welche die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würden, eine Baralternative anbieten muss, sofern er in den zwölf Monaten vor dem Angebot mehr als 10 Prozent einer Beteiligung an der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat (Abs. 2). Falls der Anbieter während dem Angebot Beteiligungspapiere gegen bar erwirbt, muss er stets eine Baralternative anbieten (Abs. 3). Schliesslich darf der Anbieter während sechs Monaten nach dem Angebot Beteiligungspapiere nur (aber immerhin) dann gegen bar erwerben, falls die zum Tausch angebotenen Effekten liquid sind (Abs. 4); vgl. zum alternativen Barangebot bspw. auch ESSEBIER JANA/GLATTHAAR MATTHIAS, *Öffentliche Tauschangebote und die Pflicht zum alternativen Barangebot*, SZW 2009, 191 ff.

*Klausel* in ihren Statuten vorzusehen, welche den Übernehmer von der Angebotspflicht befreit. Sind die Papiere einmal *kotiert*, ist dies nur noch möglich, wenn *keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 des Obligationenrechts*<sup>5</sup> resultiert (Art. 22 Abs. 3 BEHG). Diese zum Zwecke des Minderheitenschutzes eingeführte Regelung<sup>6</sup> kann je nach Auslegung beispielsweise dann zum Problem werden (bzw. eine Transaktion verhindern), wenn eine börsenkotierte schweizerische Gesellschaft eine andere, durch einen Hauptaktionär beherrschte inländische oder ausländische nicht kotierte Gesellschaft absorbieren (oder durch Sacheinlage aufnehmen) möchte, die Statuten der kotierten Gesellschaft jedoch (noch) kein Opting-out vorsehen und der Hauptaktionär der absorbierten Gesellschaft mit dem Vollzug der Fusion/Sacheinlage die Schwelle von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte der kotierten Gesellschaft überschreitet.

*Ausgangspunkt der Überlegungen dieses Beitrages* ist deshalb folgender, der Beratungspraxis des Autors entstammender Fall (wobei diese Transaktion aus diversen Gründen nicht durchgeführt, ja nicht einmal je bekanntgemacht wurde):



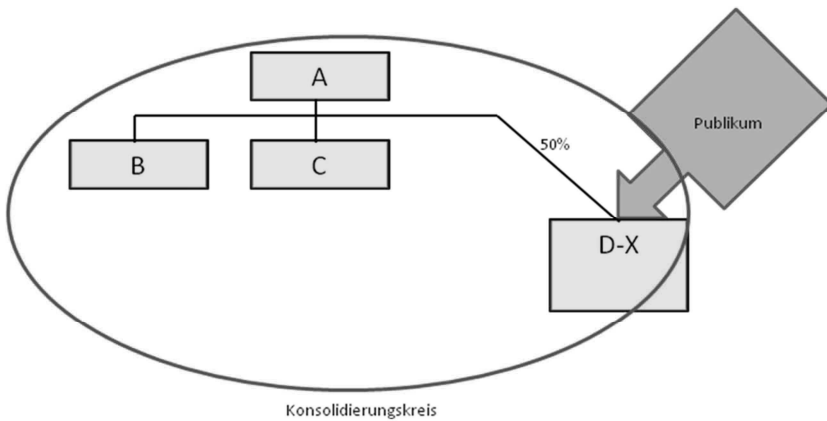
A ist ein ausländisch kotierter Mischkonzern mit *drei Divisionen*, wobei die Division D im gleichen Bereich tätig ist, wie die in der *Schweiz kotierte Schweizer Gesellschaft X-CH*. Ein Zusammenschluss von D und X-CH würde D-X zum Weltmarktführer machen. Ohne Berücksichtigung von Schulden sind D und X-CH etwa gleich viel wert. A hat weder Barmittel noch Kredit-

<sup>5</sup> Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), SR 220 („OR“).

<sup>6</sup> Botschaft BEHG vom 24. Februar 1993, Ziff. 25.9 (BBI 1993 I 1417); vgl. auch TSCHÄNI RUDOLF/IFFLAND JACQUES/DIEM HANS-JAKOB, in: WATTER ROLF/VOGT NEDIM PETER (Hrsg.), Basler Kommentar Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2011, Vor Art. 22-30 BEHG N 4.

möglichkeiten, um den Aktionären von X-CH ein Barangebot unterbreiten zu können;<sup>7</sup> auch will der Verwaltungsrat von X-CH nicht, dass X-CH Teil eines ausländischen Konzerns wird.<sup>8</sup> Umgekehrt möchte A sich nicht (völlig) von D trennen, denn D ist die profitabelste Einheit des A Konzerns – ein Spin-off von D an die Aktionäre der A mit anschließender grenzüberschreitender Fusion von D und X-CH<sup>9</sup> ist damit für A kein gangbarer Weg. Die Ideallösung aus der Sicht beider Parteien wäre ein Zusammenschluss D/X-CH mit einer resultierenden kotierten Gesellschaft D-X, an der A rund 50 Prozent hält, A die Beteiligung an D-X konsolidieren kann und die Governance-Regeln so ausgestaltet sind, dass die Publikumsaktionäre (a) einen Teil des Verwaltungsrates bestimmen können und (b) durch diese von A unabhängigen Verwaltungsräte sichergestellt wird, dass A ihre Mehrheitsposition nicht missbrauchen kann.

Das *Ergebnis* würde demnach folgendermassen aussehen:



---

<sup>7</sup> Bzw. um zumindest das Baralternativangebot zu finanzieren (vgl. vorne, Text bei FN 4).

<sup>8</sup> Abgelehnt wird damit durch den Verwaltungsrat der X-CH auch ein Tauschangebot der A.

<sup>9</sup> Bei der Transaktion, die zur Gründung von Syngenta führte, wurde dieser Weg gewählt, damals sogar auf Seiten beider „Mutterkonzerne“, nämlich Novartis und AstraZeneca.

Im damaligen konkreten Fall wäre das Management der künftig kombinierten Einheit überwiegend von X-CH gestellt worden, aber im Verwaltungsrat von D-X hätten Vertreter von A eine knappe Mehrheit gehabt – klar schien damals, dass aufgrund der hohen zu erwartenden Synergien und des bis dahin sehr erfolgreichen Managements der X-CH mit einer *sehr hohen Zustimmung der Aktionäre* der X-CH gerechnet werden konnte.

Rechtstechnisch sind in solchen Konstellationen, wie bereits angetönt, *zwei Vorgehen* denkbar: A kann D als *Sacheinlage* in die X-CH einbringen oder D in eine Schweizer Subholding einlegen, die dann von X-CH im Rahmen einer *Fusion* nach Fusionsgesetz<sup>10</sup> absorbiert wird. Denkbar ist auch eine internationale Fusion nach Art. 163a IPRG<sup>11</sup>, wenn das ausländische Recht eine Emigrationsfusion zulässt.

*Wichtigster rechtlicher Stolperstein* in einer solchen Transaktion ist (je nach deren Auslegung) die *Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG*, dies wenigstens dann, wenn die resultierende Gesellschaft D-X in der Schweiz kotiert bleiben soll. Es wurde bereits früher<sup>12</sup> gezeigt, dass durch einen *Umzug von D-X ins Ausland* das Problem des Pflichtangebots umgangen werden könnte;<sup>13</sup> aber aus Sicht des offensichtlichen Schweizer Interesses, den entstehenden Weltmarktführer „im Lande“ zu behalten, kann eine Regulierung (oder eine Auslegung), die Firmen „vertreibt“, kaum eine anstrebbare Lösung sein, speziell dann nicht, wenn die Aktionäre der X-CH das Vorhaben grossmehrheitlich begrüßen.

---

<sup>10</sup> Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003, SR 221.301 („FusG“); Im konkreten Fall müsste dazu die Division D noch von A in eine Schweizer Tochtergesellschaft eingelegt werden, damit dann D und X-CH fusionieren können.

<sup>11</sup> Bundesgesetz vom 18. Dezember 1987 über das internationale Privatrecht (IPRG), SR 291 („IPRG“).

<sup>12</sup> WATTER ROLF/ROHDE THOMAS, Fusion und Pflichtangebot, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 13 ff., insb. 28.

<sup>13</sup> Rechtstechnisch würde z.B. eine NewCo in Luxemburg gegründet – in diese würde A ihre Tochter einlegen und NewCo würde den Aktionären der X-CH ein Umtauschangebot machen. Auf diese Art erhöht sich de facto aber das notwendige Zustimmungsquorum auf 90 Prozent aller Aktionäre, da sonst kein Squeeze-out möglich wird, um X-CH zur 100-prozentigen Tochter in der neuen Gruppe zu machen.

Anzumerken ist, dass neben der Verlagerung ins Ausland weitere „*Umgebungsmöglichkeiten*“ bestehen (nur minimale Baralternative,<sup>14</sup> Wertveränderung bei D durch ein „Leveraging“, Entgelt an A teilweise durch PS, wobei diese beiden letzten Möglichkeiten die Konsolidierung verunmöglichen würden<sup>15</sup>) und im Einzelfall auch eine Ausnahme nach Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG Anwendung finden kann.<sup>16</sup> Die *einfachste Lösung wäre aber*, wenn die Aktionäre der X-CH ein *transaktionsspezifisches Opting-out* (allenfalls ein Opting-up, indem der Grenzwert für ein Pflichtangebot nach Art. 32 Abs. 1 BEHG im Rahmen einer Statutenänderung auf max. 49 Prozent angehoben wird) beschliessen könnten, welches den Zusammenschluss ermöglichen würde; idealerweise wäre dabei das Opting-out nicht genereller Natur, sondern würde nur den Erwerb durch A betreffen, nicht aber einen allfälligen späteren Weiterverkauf der Beteiligung von A an einen Dritten erfassen (sog. formell selektives Opting-out).

Eine solche Auslegung, die noch *vor wenigen Jahren aufgrund der behördlichen Praxis fast unmöglich schien*, hätte auch den Vorteil, dass die „Ungeerechtigkeit“ bzw. Unlogik, dass die Aktionäre der X-CH zwar mit Zweidrittelmehrheit der Transaktion zustimmen müssen, dann aber dennoch das Recht auf einen „Ausstieg“ erhalten (indem D ein Barangebot unterbreiten müsste), beseitigt würde.<sup>17</sup>

---

<sup>14</sup> Angenommen, dass die Transaktion derart viel Sinn macht, wie es in der Ausgangslage umschrieben ist, müsste der Kurs der Aktien der X-CH mit Ankündigung stark steigen. Das Pflichtangebot würde dann (sofern die Kurse später nicht aus anderen Gründen ins „Rutschen“ kommen) zu einem Preis gemacht, der dem Durchschnittskurs 60 Tage vor Ankündigung entspricht, was – wie gesagt *ceteris paribus* – für die Aktionäre der X-CH eine unattraktive Offerte sein müsste.

<sup>15</sup> Vgl. dazu hinten, Teil VII.

<sup>16</sup> Vgl. dazu WATTER/ROHDE (FN 12), 19 ff.

<sup>17</sup> Vgl. zu Konstellationen mit noch mehr ungerechtfertigten Folgen, WATTER/ROHDE (FN 12), 9 ff.

## II. Fragestellung

Es fragt sich damit, ob bei Konstellationen, wie sie diesem Aufsatz zugrundeliegen, in denen zwei Unternehmen entweder mittels Fusion oder Sacheinlage kombiniert werden und das „überlebende“ Unternehmen in der Schweiz (vor der Transaktion ohne Opting-out) kotiert ist (und bleiben soll) und das untergehende (bei Fusion) oder das eingelegte (bei der Sacheinlage) Unternehmen von einem Grossaktionär kontrolliert wird, der aufgrund der Wertverhältnisse am resultierenden Gebilde mit mehr als 33 1/3 Prozent beteiligt wird, (a) bei *Vollzug stets oder je nach Vorgehen* (vgl. dazu Teil III.1.) ein *Pflichtangebot ausgelöst* wird (weil auch eine Fusion als Erwerb nach Art. 32 Abs. 1 BEHG gilt)<sup>18</sup> und bejahendenfalls (b) ein *generelles oder transaktionspezifisches Opting-out* (allenfalls auch ein Opting-up) möglich ist.

## III. Bisherige Entscheidpraxis

### 1. Angebotspflicht bei Kontrollerwerb durch Fusion?

Zu vorliegenden Thematik äusserte sich die Übernahmekommission („UEK“) erstmals – noch vor Einführung des FusG – im Jahre 2000<sup>19</sup> und stellte fest, es sei „nicht selbstverständlich, dass das Überschreiten der Schwelle von 33 1/3 Prozent auf dem Weg der aktienrechtlichen Fusion keine Angebotspflicht auslösen soll“. Damit relativierte sie eine ein Jahr davor erteilte (unverbindliche) Präsidialauskunft, in welcher den Parteien mitgeteilt wurde, die *aktienrechtlichen Fusionsbestimmungen würden die Fusion abschliessend regeln* und Art. 32 BEHG sei bei einer Fusion nach den damali-

---

<sup>18</sup> Vgl. dazu neuerdings GERHARD FRANK/NIKITINE ALEXANDER, Fusion – Angebotspflicht – Opting-out, GesKR 2011, 173 ff., welche ebenfalls im Opting-out die Kernfrage sehen (S. 174).

<sup>19</sup> Empfehlung 0056/01 der UEK vom 23. Februar 2000 i.S. Flughafen-Immobilien-Gesellschaft („Empfehlung Flughafen-Immobilien-Gesellschaft“), E. 2; vgl. auch GERHARD/NIKITINE (FN 18), 175.

gen Art. 748 bzw. 749 OR nicht anwendbar.<sup>20</sup> Eine abschliessende Beurteilung, ob eine Angebotspflicht auch bei Fusionen ausgelöst werden kann, fand indessen nicht statt, da die Transaktion am Ende nicht als Fusion, sondern als *Quasifusion* (also mittels Sacheinlage) erfolgte. Darin zumindest sah die UEK klar einen Erwerb im Sinne von Art. 32 Abs. 1 BEHG, da hierbei Aktien im Tausch gegen die Sacheinlage erworben wurden.<sup>21</sup>

M.E. richtigerweise fügte die UEK dann folgende weitere Überlegung an.<sup>22</sup>

„Der Vollzug der vorgesehenen Transaktion löst deshalb eine Angebotspflicht im Sinne von Art. 32 BEHG aus. Immerhin steht es der Generalversammlung frei, vor oder zusammen mit dem Entscheid über die Sacheinlage-Kapitalerhöhung gestützt auf Art. 22 Abs. 3 BEHG, eine Opting-out-Klausel in die Statuten aufzunehmen, sei es allgemein, sei es mit Wirkung nur zu Gunsten des Kontrollerwerbes aus gerade dieser einen Sacheinlagekapitalerhöhung. Angesichts des Ausnahmecharakters eines Opting-out muss der Beschluss der Generalversammlung diese Rechtsfolge allerdings ausdrücklich vorsehen. Nur so wird Klarheit über den Abstimmungsgegenstand und seine für die Aktionäre nicht trivialen Konsequenzen geschaffen.“

Vier Jahre später machte die UEK im Fall CIG Holding SA et SGPR Holding SA,<sup>23</sup> welcher die Verschmelzung zweier Holdinggesellschaften zum Gegenstand hatte, deutlich, dass *auch Fusionen*<sup>24</sup> ein *Pflichtangebot nach Art. 32 BEHG auslösen*, sollten Aktionäre im Rahmen der Transaktion den relevanten Schwellenwert überschreiten. Es komme lediglich auf das Resultat, nicht aber auf die Art und Weise des Kontrollwechsels aus Sicht der Minderheitsaktionäre an;<sup>25</sup> in concreto wurde eine Angebotspflicht aber verneint, da die Gemeinden, welche beide Gesellschaften kontrollierten, schon vorher

---

<sup>20</sup> Empfehlung Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (FN 19), Sachverhalt lit. E.

<sup>21</sup> Empfehlung Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (FN 19), E. 2.

<sup>22</sup> Empfehlung Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (FN 19), E. 2 a.E.

<sup>23</sup> Empfehlung 0210/01 der UEK vom 15. April 2004 i.S. Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA et Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA („Empfehlung CIG“).

<sup>24</sup> In concreto war der Plan zuerst mittels Umtauschofferten zwei Holdinggesellschaften zu kreieren und diese dann zu kombinieren.

<sup>25</sup> Empfehlung CIG (FN 23), E. 1.3; vgl. auch GERHARD/NIKITINE (FN 18), 175.

gemeinsame Kontrolle ausübten.<sup>26</sup> Seit dieser Empfehlung hat sich die UEK nicht mehr direkt zu dieser Fragestellung geäussert; die Lehre steht der Auffassung, dass auch Fusionen ein Pflichtangebot auslösen können, mehrheitlich ablehnend gegenüber.<sup>27</sup>

Anzumerken ist insbesondere, dass die Entscheidung der UEK *kurz vor Inkrafttreten des FusG erfolgte*, das ja (als neueres Gesetz) bewusst auf einem anderen Konzept des Minderheitenschutz aufbaut, insbesondere auf detaillierter Aktionärsinformation, einem erhöhten Zustimmungsquorum und (wichtiger) auf der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG.<sup>28</sup> Wie erwähnt hat sich die UEK aber nie konkret mit der Frage auseinandersetzen müssen, ob das neuere FusG dem älteren BEHG vorgeht, wenn als Folge einer Fusion ein Aktionär einer kotierten Gesellschaft eine kontrollierende Position erreicht.

## 2. Restriktive Zulassung des Opting out und Fünfjahresregel

Die Eidgenössische Bankenkommission („EBK“) bzw. die heutige Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA („FINMA“) und die UEK verfolgten bis in die neuste Zeit ausserdem eine sehr restriktive Praxis zur Zulässigkeit eines der Kotierung nachfolgenden Opting-outs gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG. Die Weichen dafür wurden – nachdem sich die UEK im Entscheid Flughafen-Investitions-Gesellschaft wenige Monate zuvor noch unangefochten anders geäussert hat<sup>29</sup> und „erstinstanzlich“ auch im Fall der Esec ein

---

<sup>26</sup> Die beiden Gesellschaften hatten auch eine gemeinsame Unternehmensleitung, vgl. E. C.

<sup>27</sup> Vgl. GERHARD/NIKITINE (FN 18), 175 ff. (auch mit rechtsvergleichenden Hinweisen) – sie sind im Ergebnis aber für eine kumulative Anwendung, vgl. 183 f.; VON DER CRONE HANS CASPAR, Angebotspflicht, in: NOBEL (Hrsg.), Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SZW 1997 (Sondernummer), 55 – er sieht allerdings eine Ausnahme bei Rechtsmissbrauch; WATTER/ROHDE (FN 12), 8 ff.; BSK BEHG/FINMAG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, Art. 32 BEHG N 21; teilweise a.A. EGGEN MIRJAM, Das Verhältnis der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG zum Fusions- und Kartellgesetz, Diss. Bern 2007, 125 ff.

<sup>28</sup> Vgl. so schon WATTER/ROHDE (FN 12), 12 f.

<sup>29</sup> Vgl. Zitat bei FN 22.

spezifisches Opting-out erlaubte<sup>30</sup> – im Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec Holding AG gestellt, in welchem verfügt wurde<sup>31</sup>, dass die Einführung einer befristeten Opting-out-Klausel zugunsten eines spezifischen Erwerbers oder im Hinblick auf eine spezifische Transaktion unwirksam sei.<sup>32</sup> Begründet wurde dies mit der abschliessenden gesetzlichen Regelung von Opting-out und Opting-up in Art. 22 bzw. 32 BEHG, welche darüber hinausgehende partielle und individuelle Opting-outs – wie ein sog. formell selektive Opting-out zugunsten eines in den Statuten aufgeführten Erwerbers – ausschliesse.<sup>33</sup> Dies selbst dann, wenn das Opting-out von einer Mehrheit der Minderheit beschlossen werde.<sup>34</sup> In ihrem Entscheid und in ihrer Stellungnahme an die EBK vertrat die UEK die Ansicht, dass ein partielles bzw. selektives Opting-out „a maiore minus“ im generellen Opting-out

---

<sup>30</sup> Vgl. Empfehlung 0018/02 der UEK vom 6. Juni 2000 i.S. Esec Holding AG und hierzu auch VON DER CRONE HANS CASPAR/IFFLAND JACQUES/WEY JACQUELINE, Aktuelle Fragen des Übernahmerechts, in: NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2001, 108 ff.

<sup>31</sup> Erwähnenswert ist, dass die EBK gestützt auf Art. 35 Abs. 3 lit. a aBEHV-EBK das Verfahren an sich zog.

<sup>32</sup> Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. Esec Holding AG und Unaxis Holding AG, E. 3b).

<sup>33</sup> Das wohl beste Argument der EBK scheint dasjenige, dass falls der Gesetzgeber die Opting-out und Opting-up Lösung nicht als abschliessend betrachtet hätte, er das Opting-up gar nicht hätte gesetzlich verankern müssen. Wirklich überzeugend ist dieses Argument aber nicht, da der Gesetzgeber ja gerade anordnen musste, dass das Opting-up nur bis zur Schwelle von bis zu 49 Prozent möglich ist.

<sup>34</sup> Vgl. dazu DUBS DIETER/GASSER URS, Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting out-Klausel gemäss Börsengesetz, SZW 2001, 88 ff.; die UEK sah in dieser Abstimmung ein zentrales Element für die Zulässigkeit des Opting-outs, vgl. Empfehlung (FN 30), E. 2.2. mit folgender Aussage: „Die unternehmerische Rechtfertigung einer selektiven Opting-out-Klausel hat in erster Linie die Generalversammlung zu entscheiden. Im Regelfall begründet der formell korrekte Verlauf des Abstimmungsverfahrens in der Generalversammlung eine Vermutung für die materielle Richtigkeit des gefassten Entscheides. Ausnahmsweise allerdings betrifft ein Entscheid verschiedene Gruppen von Aktionären in unterschiedlicher Weise. Das Abstimmungsverfahren bietet dann nicht ohne Weiteres Gewähr für die Richtigkeit des gefassten Entscheides. Wiederherstellen lässt sich die Richtigkeit in solchen Fällen insbesondere durch eine Ergänzung der allgemeinen Abstimmung mit einer besonderen Abstimmung unter den vom Geschäft besonders betroffenen Aktionären, welche von den interessierten Aktionären unabhängig sind (Sonderversammlung/Sonderabstimmung)“; vgl. auch GERHARD/NIKITINE (FN 18), 187.

nach Art. 22 BEHG enthalten und dem Minderheitenschutz in jenem Fall durch die durchgeführte Sonderabstimmung ausreichend Rechnung getragen worden sei.

In der Folge stützte sich die UEK jeweils (verständlicherweise) auf den Entscheid der EBK, und *erweiterte (an sich wohl konsequent)* in einer Empfehlung vom März 2004 i.S. Adval Tech Holding AG *die Rechtsprechung der EBK insofern, als auch eine allgemeine, unspezifisch formulierte Opting-out-Klausel unwirksam sei*, wenn diese materiell auf die Bevorteilung eines konkreten Erwerbers oder einer konkreten Transaktion hinauslaufe (sog. materiell selektives Opting-out).<sup>35</sup> Darüber hinaus konkretisierte die UEK diese Erweiterung insoweit, als Kontrolltransaktionen, welche nach einer Frist von fünf Jahren nach Einführung der statutarischen unspezifischen Opting-out-Klausel vorgenommen werden, vermutungsweise nicht materiell selektiv und damit ein solches Opting-out börsenrechtlich wirksam sei (umgekehrt innerhalb von fünf Jahren eine Überprüfung durch die UEK stattfinden würde).<sup>36</sup> Diese Fünfjahresfrist wurde als angemessen erachtet, da es erfahrungsgemäss unwahrscheinlich sei, dass eine Transaktion auf einen künftigen Horizont von mehr als fünf Jahren hinaus geplant werde.<sup>37</sup> In concreto ging es bei der Adval Tech Empfehlung um die Frage, ob die drei Gründer, die nach eigenen Angaben keine Gruppe bildeten und eine Sacheinlegerin sich dank der Opting-out-Klausel allenfalls später zu einer Gruppe zusammenschliessen könnten und dann (falls dies innerhalb der fünf Jahre geschehe) von einer Angebotspflicht befreit wären. Die UEK entschied im Wesentlichen, dass dann, wenn eine Gruppenbildung innert dieser fünf Jahre stattfinden würde, sie sich vorbehalte, das Opting-out allenfalls als materiell selektives Opting-out und damit als für den betreffenden Kontrollenerwerb unwirksam zu beurteilen.

---

<sup>35</sup> Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 i.S. Adval Tech Holding AG, E. 3.3 und 3.4 („Empfehlung Adval Tech“).

<sup>36</sup> Empfehlung Adval Tech (FN 35), E. 3.4.

<sup>37</sup> Empfehlung Adval Tech (FN 35), E. 3.4.

### 3. Relativierung der Fünfjahresregel

Bereits kurze Zeit darauf wurde diese Vermutung präzisiert<sup>38</sup>, indem die UEK im Juli 2004 die Einführung einer materiell selektiven Opting-out-Klausel als zulässig erachtete, wenn ein *überwiegendes Gesellschaftsinteresse* gegeben und die Einführung verhältnismässig sei.<sup>39</sup>

„Par conséquent, pour qu’une clause d’opting out soit licite, elle doit être matériellement fondée et respecter le principe de proportionnalité (voir dans le même sens, Bernet Robert, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz, thèse, Berne 1998, p. 222 s.; Köpfler Christian, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, thèse, Zurich 1999, p. 136). Pour être matériellement fondée, la clause d’opting out doit être adoptée dans l’intérêt de la société et non d’actionnaires déterminés. Elle ne doit en particulier pas avoir pour but de favoriser ou de défavoriser certains actionnaires (voir Dreifuss/Lebrecht, in: Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, ad art. 706 n. 12 ss.). Quant au critère de proportionnalité il est respectée si la clause d’opting out est adéquate et nécessaire à répondre à l’intérêt de la société et si les avantages pour la société l’emportent sur les intérêts individuels des actionnaires minoritaires.“

In concreto erachtete die UEK aber ein bereits zwei Jahre zuvor einstimmig eingeführtes Opting-out als nicht mit dem Gesellschaftsinteresse vereinbar, da den Minderheitsaktionären eine Austrittsoption ohne erkennbare Rechtfertigung entzogen wurde. Die Grossaktionärin, welche Ende 2003 die Schwelle von 33 1/3 Prozent überschritten hatte, musste deshalb den übrigen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten, wobei die UEK festhielt, dass allenfalls auch ein *Ausnahmefall* nach Art. 32 Abs. 2 Bst. c BEHG (nur vorübergehendes Überschreiten) bestehe.

Weiter entschärft wurde die Fünfjahresregel durch die Verfügung der UEK vom 4. März 2010 i.S. CI Com SA. Bereits im Jahre 2006 war bei der CI Com SA eine Opting-out-Klausel eingeführt worden. Deren Hauptaktionärin

---

<sup>38</sup> Vgl. MARGIOTTA ADRIANO/CHABLOZ ISABELLE, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2005, 199 ff.; GERHARD/NIKITINE (FN 18), 188 und WATTER/ROHDE (FN 12), 18.

<sup>39</sup> Empfehlung 0203/01 der UEK vom 7. Juli 2004 i.S. Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève SA.

(Newer SA) fusionierte 2009 mit der Dual Holding SA, welche wiederum zu 100 Prozent von Alain Dumenil gehalten wurde. Letzterer erlangte damit durch die Transaktion die Stellung des indirekten Kontrollaktionärs der CI Com SA. Obwohl die Fünfjahresfrist seit Einführung des Opting-outs nicht abgelaufen war, war nach Ansicht der UEK die Vermutung der materiellen Selektivität der Opting-out-Klausel widerlegt, da die Dual Holding SA erst 2007 gegründet und die *Opting-out-Klausel ohne jeglichen Zusammenhang zu einer Transaktion eingeführt worden war*.<sup>40</sup>

Wichtig erscheint im vorliegenden Zusammenhang die gegenüber der früheren Formulierung etwas angepasste *Definition der materiellen Begründetheit*.<sup>41</sup>

„Une clause est matériellement fondée lorsqu’elle contribue à atteindre le but poursuivi par la société ou lorsque la clause n’a pas pour but de favoriser des intérêts d’actionnaires déterminés. Elle ne doit pas avoir pour but de favoriser ou de défavoriser certains actionnaires.“

Der UEK war dabei bewusst, dass es eigentlich nicht (nur) um den künftigen Kontrollerwerber, sondern (auch) darum geht, dass sich der im *Zeitpunkt der Beschlussfassung beherrschende Aktionär* durch ein Opting-out keinen Vorteil verschafft.<sup>42</sup> Konkret führte die UEK hierzu Folgendes aus:<sup>43</sup>

„Le contrôle des clauses d’opting out matériellement sélectives par la Commission vise à protéger les actionnaires minoritaires contre une clause qu’ils ont adoptées en ignorant la perspective d’une transaction particulière. Si cette transaction, préparée par l’actionnaire majoritaire à l’insu des minoritaires, se réalise plus de deux mois après le vote de l’assemblée générale, les actionnaires minoritaires n’ont plus la possibilité de contester ce vote devant le juge civil (art. 706a CO). La dis-

---

<sup>40</sup> Verfügung 0437/01 der UEK vom 4. März 2010 i.S. CI Com SA („Verfügung CI Com SA“); vgl. dazu auch BAHAR RASHID, Opting-out is In Again: the Takeover Board relaxes its Practice on Opting-Out From the Mandatory Bid, *Caplaw* 4/2010, 14 ff.

<sup>41</sup> Verfügung CI Com SA (FN 40), E. 2.1, N 6; ISABELLE CHABLOZ, Les clauses d’opting out sélectives, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), *Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, Zürich/Bern/Genf 2005, 120.

<sup>42</sup> Verfügung CI Com SA (FN 40), E. 2.2, N 13 ff.

<sup>43</sup> Verfügung CI Com SA (FN 40), E. 2.2, N 16 f. und 18.

simulation au préjudice des minoritaires justifie l'examen a posteriori de la Commission.

En revanche, lorsque l'opting out est introduit par un actionnaire majoritaire en dehors d'un tel contexte, les actionnaires minoritaires qui s'y opposent parce que la clause favorise le majoritaire à leur détriment peuvent attaquer la décision de l'assemblée générale devant le tribunal civil s'ils estiment qu'elle viole leurs droits au sens de l'art. 706 CO. Dans ces circonstances, il n'apparaît pas nécessaire de prolonger la protection accordée par les art. 706 et 706a CO, relevant du droit des sociétés, par un mécanisme inhérent au droit des OPA.

Bien entendu, si la Commission constate par la suite que la clause d'opting out a été introduite en rapport avec une transaction ou un acquéreur déterminé, elle en examine la validité en tant que clause matériellement sélective.“

Bestätigt wurde dies im Fall *COS Computer Systems AG*,<sup>44</sup> wo im Januar 2008 eine Opting-out-Klausel eingeführt wurde, um die Gesellschaft für einen Reverse Take-over<sup>45</sup> attraktiv zu machen; auch hier war der Grad der Zustimmung in der Generalversammlung sehr hoch (99.74 Prozent).<sup>46</sup> Zunächst fasste die UEK die Rechtslage folgendermassen zusammen:<sup>47</sup>

„Ausnahmsweise kann ein formell oder materiell selektives Opting out gleichwohl zulässig sein, wenn es keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt. Nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR darf ein Generalversammlungsbeschluss nicht in unsachlicher Weise Aktionären Rechte entziehen oder eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken. Eine Entziehung in unsachlicher Weise liegt z.B. vor, wenn die Mehrheit ihre Stimmenmacht zweckwidrig zur Verfolgung aussergesellschaftlicher Ziele ausübt. Dies ist der Fall, wenn die Aktionärsrechte nicht zur Förderung des Gesellschaftsinteresses, sondern zur Verfolgung persönlicher Ziele der Mehrheit beschränkt oder entzogen wurden. Eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung liegt vor, wenn diese nicht

---

<sup>44</sup> Verfügung 0440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 i.S. *COS Computer Systems AG* („Verfügung COS“).

<sup>45</sup> Idee dahinter war, dass die bestehende Kotierung für einen neuen, in der Schweiz nicht kotierten Grossaktionär einen Wert darstellt.

<sup>46</sup> Vgl. Verfügung COS (FN 44), Sachverhalt, D.

<sup>47</sup> Verfügung COS (FN 44), E. 2.1, N 7.

durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt ist (vgl. Verfügung 437/01 vom 4. März 2010 in Sachen CI Com SA, Erw. 2.1 m.w.H.).“

Die UEK untersucht dann – weil eine Transaktion innert fünf Jahren stattfinden sollte –, ob der spätere kontrollierende Aktionär zum Zeitpunkt der Einführung des Opting-outs noch *unbekannt und die Transaktion noch nicht geplant war. Sie lässt diese Frage dann aber offen, weil auch für diesen Fall die Voraussetzungen von Art. 706 OR eingehalten gewesen wären.*<sup>48</sup> Begründet wird dies damit, dass das Opting-out Teil einer Neuausrichtung war und damit im Gesellschaftsinteresse gelegen habe.<sup>49</sup> Ferner sei auch keine Ungleichbehandlung im Raum gestanden, nachdem der neue Grossaktionär nicht plane, Pakete der grösseren Aktionäre zu kaufen; daher sei die Opting-out-Klausel wirksam.<sup>50</sup>

Im Ergebnis ähnlich wurde kurz darauf bei der Advanced Digital Broadcast entschieden, wo ein im Jahre 2006 eingeführtes Opting-up im Hinblick auf eine Restrukturierung mit neuer Beteiligung des Managements in einer vorbestehenden Gruppe zu untersuchen war (offengelassen wurde hier aber, ob die ursprüngliche Gruppe vom Opting-up profitieren konnte); für die UEK war klar, dass die neue Gruppenzusammensetzung bei der Einführung der neuen Statutenklausel nicht voraussehbar war.<sup>51</sup>

*Damit kristallisierte sich folgende Schutzordnung für die Minderheitsaktionäre heraus:* In erster Linie soll die aktienrechtliche Anfechtungsklage nach Art. 706 OR<sup>52</sup> der Kontrollmechanismus bei einem Opting-out sein. Nur wenn den Minderheitsaktionären diese Möglichkeit nicht offen steht – beispielsweise weil eine Opting-out-Klausel zu einem Zeitpunkt beschlossen wird, in welchem für die Minderheitsaktionäre eine bevorstehende Transaktion noch nicht erkennbar ist, obgleich sie vom kontrollierenden Aktionär

---

<sup>48</sup> Verfügung COS (FN 44), E. 2.2, N 11.

<sup>49</sup> Verfügung COS (FN 44), E. 2.2, N 12.

<sup>50</sup> Verfügung COS (FN 44), E. 2.2, N 13.

<sup>51</sup> Vgl. dazu Verfügung 446/01 der UEK vom 30. Juni 2010 i.S. Advanced Digital Broadcast Holdings SA, insb. E. 19 ff.

<sup>52</sup> Nähere Ausführungen zur Anfechtungsklage nach Art. 706 OR bspw. in: KNOBLOCH STEFAN, Das System zur Durchsetzung von Aktionärsrechten, Habil. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2011, 117 ff.

bereits ins Auge gefasst und nach Ablauf der Anfechtungsfrist von diesem durchgeführt wird –, soll ersatzweise eine amtliche Überprüfung der Opting-out-Klausel durch die UEK stattfinden.<sup>53</sup> Was aber vermieden werden soll, ist, de facto die obligationenrechtlichen Anfechtungsfrist von zwei Monaten (Art. 706a Abs. 1 OR) ohne sachliche Rechtfertigung und zulasten der Rechtssicherheit zu verlängern, indem eine Überprüfung der Opting-out-Klausel in einem Verwaltungsverfahren vor der UEK stattfindet.<sup>54</sup>

Interessant ist an dieser Verfügung auch, dass das Gesagte explizit auch für ein *formell selektives Opting-out* gelten soll.<sup>55</sup>

#### 4. Der Entscheid in Sachen LEM Holding SA

Einen grossen Schritt in Richtung einer Abkehr von der Fünfjahresregel machte die UEK im September 2011 i.S. LEM Holding SA („LEM“).<sup>56</sup> Seit Juli 2011 wurden 32.1 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte der LEM von einer beherrschenden Aktionärsgruppe („Gruppe Weber“) gehalten, welche ihre Beteiligung seit 2001 kontinuierlich ausgebaut hatte. Die Generalversammlung der LEM hatte im Sommer 2010 auf Begehren dieser kontrollierenden Gruppe ein Opting-out beschlossen, obgleich der Verwaltungsrat die Statutenänderung zur Ablehnung empfohlen hatte. Die Gruppe Weber ersuchte die UEK daraufhin, das Nichtbestehen einer Angebotspflicht im Falle der Überschreitung des Schwellenwertes von 33 1/3 Prozent festzustellen.

Die relevanten Stellen aus der Verfügung halten Folgendes fest (Kursivschrift hier beigelegt):<sup>57</sup>

„Une clause formellement sélective est contraire au droit puisqu'elle profite à un (ou plusieurs) actionnaire(s) déterminé(s) et viole ainsi le

---

<sup>53</sup> Vgl. dazu auch das „Rundschreiben Nr. 2: Angebotspflicht“ der UEK von 1997, Ziff. 2.1, 3.1.

<sup>54</sup> Verfügung CI Com SA (FN 40), N 17.

<sup>55</sup> Vgl. den Beginn des Zitates oben, bei FN 44.

<sup>56</sup> Verfügung 0490/01 der UEK vom 22. September 2011 i.S. LEM Holding SA („Verfügung LEM“).

<sup>57</sup> Verfügung LEM (FN 56), E. 2.1, N 4 ff.

principe d'égalité de traitement des actionnaires. Une clause d'opting out est matériellement sélective si son texte ne mentionne pas explicitement un bénéficiaire mais qu'il s'avère qu'elle a été introduite en vue d'une transaction déterminée ou en faveur d'une personne déterminée, et qu'elle ne déploiera ainsi pas matériellement ses effets en faveur de tous les actionnaires (décision de la Commission fédérale des banques du 23 juin 2000 dans l'affaire Esec Holding AG / Unaxis Holding AG; décision 440/01 du 4 juin 2010 dans l'affaire COS Computer Systems AG, consid. 2.1; décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, consid. 2.1; recommandation 184/01 du 3 mars 2004 dans l'affaire Adval Tech Holding AG, consid. 3.4; recommandation 203/01 du 7 juillet 2004 dans l'affaire SGF Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève SA, consid. 1.2.2.1). *Exceptionnellement, une clause (matériellement ou formellement) sélective peut être considérée comme valable si elle ne cause aucun préjudice aux actionnaires au sens de l'art. 706 CO* (décision 440/01 du 4 juin 2010 dans l'affaire COS Computer Systems AG, consid. 2.1). En d'autres termes, une clause sélective peut être *valable lorsqu'elle est matériellement fondée et proportionnée*. Une clause est matériellement fondée lorsqu'elle 'contribue à atteindre le but poursuivi par la société ou (...) n'a pas pour but de favoriser des intérêts d'actionnaires déterminés'; *elle est proportionnée lorsque 'elle est adéquate et nécessaire à répondre à l'intérêt de la société et si les avantages pour la société l'emportent sur les intérêts des actionnaires minoritaires'* (décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, consid. 2.1) ...

Le contrôle des clauses d'opting out matériellement sélectives par la Commission n'a pas pour but de remplacer cette action en justice, ce qui porterait atteinte à la sécurité du droit. Il vise à protéger les actionnaires minoritaires contre une clause qu'ils auraient adoptée en ignorant la perspective d'une transaction particulière. Si cette transaction, préparée par l'actionnaire majoritaire à l'insu des minoritaires, se réalise plus de deux mois après le vote de l'assemblée générale, les actionnaires minoritaires n'ont plus la possibilité de contester ce vote devant le juge civil (art. 706a CO). C'est donc la dissimulation au préjudice des minoritaires qui justifie l'examen a posteriori de la Commission (décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, consid. 2.2.2).

[7] Lorsque des informations suffisamment complètes et claires à propos du caractère matériellement sélectif de la clause sont fournies aux actionnaires avant le vote de l'assemblée générale, par exemple par une information transparente des actionnaires majoritaires quant à leurs intentions, les actionnaires minoritaires qui estiment que la

clause d'opting out leur cause un préjudice au sens de l'art. 706 CO ont la possibilité et l'incombance d'attaquer la décision de l'assemblée générale dans un délai de deux mois. Dans ces circonstances, il serait contraire à la sécurité du droit de prolonger la protection accordée par les art. 706 et 706a CO, relevant du droit des sociétés, par un mécanisme inhérent au droit des OPA (décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, consid. 2.2.2).“

Zusammengefasst erläuterte die UEK zunächst noch einmal die Abgrenzung zwischen einer formell und einer materiell selektiven Opting-out-Klausel (und erachtet erneut auch eine formell selektive Klausel für möglich<sup>58</sup>). Ersterer sei gegeben, wenn in den Statuten ausdrücklich ein Begünstigter bezeichnet wird, während eine Klausel als materiell selektiv zu beurteilen sei, wenn zwar kein favorisierter Aktionär explizit genannt werde, das Opting-out aber im Hinblick auf eine spezifische Transaktion oder zugunsten eines bestimmten Aktionärs eingeführt wurde und folglich nicht alle Aktionäre gleich davon profitieren. Geschlossen wird, dass *ausnahmsweise sowohl materiell wie auch formell selektive Opting-out-Klauseln als zulässig erachtet werden [könnten], wenn die Minderheitsaktionäre dadurch nicht faktisch ihrer Anfechtungsmöglichkeit nach Art. 706 OR beraubt würden.*

Im Fall LEM wurde das Opting-out als materiell selektiv zugunsten des kontrollierenden Aktionärs Weber qualifiziert, da bereits im Zeitpunkt der Traktandierung die Intention desselben feststand, die Beteiligung auf über 33 1/3 Prozent auszubauen. Da jedoch die Aktionäre bei ihrer Entscheidung über adäquate und transparente Informationen verfügten (und der Verwaltungsrat der LEM sogar die Ablehnung der Opting-out-Klausel empfahl) und somit die Auswirkungen ihres Entschlusses umfassend beurteilen konnten (bzw. ihren Entscheid „*en tout connaissance de cause*“ getroffen hatten) und darüber hinaus die zweimonatige Frist zur Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses ungenutzt verstreichen liessen,<sup>59</sup> sah die UEK keinen Anlass einzugreifen.<sup>60</sup>

---

<sup>58</sup> Vgl. oben, FN 50.

<sup>59</sup> Verfügung LEM (FN 56), N 13; anzumerken ist, dass im vorliegenden Fall die Einführung der Opting-out-Klausel auch ohne die Stimmen des kontrollierenden Aktionärs, der Gruppe Weber, zustande gekommen wäre.

<sup>60</sup> Verfügung LEM (FN 56), N 13.

„Il n'appartient pas à la Commission de se substituer aux actionnaires minoritaires dans de tels cas (décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, consid. 2.2.2).“

## 5. Die BT&T Verfügung

Bestätigt wurde diese Rechtslage im UEK-Entscheid i.S. BT&T<sup>61</sup>, wo es um eine im Jahr 2008 durch die Generalversammlung einstimmig eingeführte Opting-out-Klausel (vor der Einführung des Opting-outs enthielten die Statuten der Gesellschaft ein Opting-up auf 49 Prozent) ging. Anlässlich dieser Generalversammlung begründete der Verwaltungsrat die Einführung des Opting-outs mit den folgenden drei Argumenten: Erstens ermögliche ein Zukauf durch den bisher grössten Aktionärs über die 49 Prozent-Grenze hinaus eine bessere Marktliquidität; zweitens schaffe das Opting-out die strategische Option für ein sukzessives Going Private und drittens werde durch den Wegfall der Übernahmepflicht die rechtliche Grundlage für die Zusammenarbeit mit anderen Grossaktionären geschaffen.

Die UEK führt, die Rechtslage anschaulich zusammenfassend, u.a. Folgendes aus (Kursivschrift angefügt):

„[5] Beschliessen die Aktionäre einer Gesellschaft, eine Opting-out-Klausel in die Statuten aufzunehmen, verzichten sie auf die Anwendung der Schutzbestimmungen einer Angebotspflicht. Ein nachträgliches Opting-out kann auch nach Börseneingang von der Generalversammlung mit einfachem Mehr nach Art. 703 OR eingeführt werden. Eine separate Sonderabstimmung der Minderheitsaktionäre ist nicht erforderlich und gemäss einem älteren Entscheid der EBK mangels gesetzlicher Grundlage auch nicht zulässig ...

[7] Diese ältere Praxis der Übernahmekommission verursachte allerdings eine erhebliche Rechtsunsicherheit, da insbesondere während der Verdachtsperiode von fünf Jahren nach der Einführung des Opting-out stets damit gerechnet werden musste, dass dieses angesichts einer konkreten Kontrolltransaktion für ungültig erklärt werden könnte. Zudem bewirkte diese Praxis eine fragwürdige Verdoppelung des Rechtsschutzes, indem der Überprüfungsbefugnis des Zivilrichters (vgl. Art. 706 OR: Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen) die-

---

<sup>61</sup> Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. BT&T Timelife AG („Verfügung BT&T<sup>61</sup>“).

jenige der Übernahmekommission hinzugefügt wurde, ohne dass dabei die gesellschaftsrechtliche Anfechtungsfrist von zwei Monaten eingehalten werden musste. *Aus diesen Gründen änderte die Übernahmekommission mit Verfügung 490/1 vom 22. September 2011 in Sachen LEM Holding SA ihre bisherige Praxis. Demnach ist es grundsätzlich Sache der Aktionäre, mit Mehrheitsbeschluss über die Einführung eines (nachträglichen) Opting-out zu entscheiden, wobei jeder Aktionär sowie der Verwaltungsrat die Möglichkeit haben, diesen Beschluss innert zwei Monaten vor dem Zivilrichter anzufechten (Art. 706 OR). Die Übernahmekommission überprüft nur (aber immerhin), ob die Gründe und die Wirkungen des Opting-out an der Generalversammlung transparent erklärt werden, damit sich jeder Aktionär frei und bewusst entscheiden und den Beschluss gegebenenfalls beim Zivilrichter anfechten kann. Bei materieller Selektivität der eingeführten Klausel erhöhen sich die Erklärungserfordernisse (full disclosure) entsprechend. Ist die erforderliche Transparenz gegeben, prüft die Übernahmekommission die Gültigkeit des Opting-out grundsätzlich nicht mehr. Vorbehalten bleiben Fälle offensichtlichen Rechtsmissbrauchs.“*

In concreto erschien der UEK, dass die Ausgangs- und Interessenlage anlässlich der Generalversammlung der BT&T *für alle Aktionäre klar und nachvollziehbar war* (und die konkrete Transaktion auch nicht absehbar war).

Betreffend des Verfahrens wurde dem Verwaltungsrat der BT&T auferlegt, dass er eine Stellungnahme abzugeben hat.<sup>62</sup>

„[12] Im Verfahren betreffend die Angebotspflicht hat der Verwaltungsrat einer (potentiellen) Zielgesellschaft eine Stellungnahme abzugeben (Art. 61 Abs. 1 UEV). Die Stellungnahme hat die Überlegungen des Verwaltungsrats zu enthalten, die ihn bewogen haben, das Gesuch zu unterstützen oder abzulehnen. Zudem sind allfällige Interessenkonflikte des Verwaltungsrats und eventuell in diesem Zusammenhang getroffene Massnahmen offenzulegen.“

Interessant sind endlich die relativ knappen Ausführungen zur neu zu kotierenden Gesellschaft, welche die BT&T aufnehmen sollte und ihrerseits ein Opting-out in ihren Statuten hat; dies deshalb, weil die Ausführungen so

---

<sup>62</sup> Diese erfolgte in concreto in der NZZ vom 14. Mai 2012, S. 26; vgl. auch zur Publikation Verfügung BT&T (FN 61), E. 5, N 14.

gelesen werden könnten, dass eine Fusion in eine solche Gesellschaft unproblematisch sei (was aber wohl eine weitgehende Interpretation darstellt):

„[11] Alpha verfügt seit der Gründung am 17. April 2012 durch ACEPS über ein statutarisches Opting-out (vgl. Sachverhalt lit. H). Da die Kotierung von Alpha erst später erfolgen wird, nämlich im Anschluss an die geplante Transaktion (Sachverhalt lit. E), handelt es sich um ein Opting-out vor Kotierung im Sinne von Art. 22 Abs. 2 BEHG. Spätere Erwerber von Alpha-Aktien erwerben diese in Kenntnis des bestehenden Opting-out. Dies gilt auch für die Minderheitsaktionäre von RWP, welche frei sind, das Tauschangebot und damit die Alpha-Aktien anzunehmen (vgl. Sachverhalt lit. E). Damit besteht für Aktionäre von Alpha infolge des vor der Kotierung eingeführten Opting-out keine Angebotspflicht.“

#### **IV. Zusammenfassung der Rechtsprechung vor dem ADB-Entscheid**

Seit der LEM-Entscheidung gilt (vorbehältlich der noch nicht rechtskräftigen ADB-Verfügung<sup>63</sup>) somit, dass die Aktionäre ein aufsichtsrechtlich verbindliches Opting-out beschliessen können (vorbehältlich einer Anfechtungsklage nach Art. 706 OR), wenn *volle Transparenz* geschaffen wird. Um auch dem *Risiko einer erfolgreichen Anfechtungsklage zu entgehen*, muss das Opting-out *materiell begründet* sein, also *im Gesellschaftsinteresse liegen*, bzw. keine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken. Anders gesagt erfolgt bei voller Transparenz nur noch eine allfällige Prüfung durch den Zivilrichter im Rahmen von Art. 706 OR (für die bisher jede Praxis fehlt) – die „*regulatorische Zweitprüfung*“ durch die UEK entfällt.

Was wohl weiterhin gelten dürfte, ist, dass ein Opting-out auch notwendig ist, wenn ein *Aktionär als Folge einer Fusion die Hürde von 33 1/3 Prozent*

---

<sup>63</sup> Vgl. dazu die unmittelbar vor Fertigstellung des Manuskriptes erschienene, noch nicht rechtskräftige Verfügung der UEK 518/01 vom 11. Oktober 2012 i.S. Advanced Digital Broadcast Holdings AG, Gesuch der 4T SA.

*überschreitet*<sup>64</sup>; immerhin dürfte das korrekte Einhalten der fusionsrechtlichen Vorgaben in aller Regel verhindern, dass der Zivilrichter das Opting-out für mit Art. 706 OR nicht vereinbar erklärt,<sup>65</sup> bei dieser Betrachtung (bzw. dieser Auslegung) würde sich auch der scheinbare Widerspruch lösen, dass das spätere Fusionsgesetz einer Kontrolle durch das früher verabschiedete Börsengesetz unterliegen soll.<sup>66</sup>

Nach den Ausführungen der UEK ist es richtigerweise auch möglich, dass das Opting-out formell, also *im Hinblick auf einen konkreten neuen Grossaktionär* beschlossen wird. Es ist zu hoffen, dass die FINMA nicht der alten und falschen Praxis der EBK folgt,<sup>67</sup> denn das selektive Opting-out kann, wie nachfolgend noch gezeigt wird, im klaren Interesse der Aktionäre liegen, da sich die (Minderheits-) Aktionäre nur so adäquat gegen einen Weiterverkauf des kontrollierenden Anteils an einen Dritten schützen können.

Damit ist nach diesem Stand der Rechtsprechung bei Tatbeständen, wie sie vorliegend in Frage stehen und generell für ein wirksames Opting-out, Folgendes notwendig:

- *Transparenz*, d.h. es muss anlässlich der beschliessenden Generalversammlung klar sein, wer vom Opting-out profitiert – diese Transparenz ist noch wichtiger, wenn bereits Grossaktionäre bestehen; dass diese nach heutiger Rechtslage<sup>68</sup> später eine Kontrollprämie i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG „kassieren“ könnten, sollte dabei den zustimmenden Aktionären, und denen, die auf eine Anfechtung nach Art. 706 OR verzichten, auch ohne spezifische Ausführungen klar sein. Ein Verstoss gegen das Transparenzgebot würde aber vorliegen, wenn im Zeitpunkt der Generalversammlung schon *konkrete Pläne für eine Transaktion bestehen*, bei denen ein Teil der Aktionäre gegenüber den anderen bevorzugt werden soll, und dies verheimlicht wird;

---

<sup>64</sup> Ebenso GERHARD/NIKITINE (FN 18), 183 ff.; anders noch WATTER/RHODE (FN 12), 10 f.

<sup>65</sup> Vgl. dazu unten, Teil VI.

<sup>66</sup> Vgl. Teil III.1.

<sup>67</sup> Vgl. oben, Text bei FN 32.

<sup>68</sup> Ab Frühjahr 2013 wird diese Möglichkeit entfallen, dies wegen der Revision von Art. 32 BEHG, vgl. BBl 2012, 8207.

- kein durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigten Vorteil für einen allfälligen heutigen oder künftigen Mehrheitsaktionär, da dies einen Verstoss gegen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR<sup>69</sup> darstellen würde; offen bleibt dabei (vgl. dazu nun aber die noch nicht rechtskräftige ADB-Verfügung<sup>70</sup>), ob nicht – entgegen der alten EBK-Praxis<sup>71</sup> – eine Sonderversammlung einer Ungleichbehandlung zustimmen könnte, was im Einzelfall im Interesse von Minderheitsaktionären sein kann. Dies soll unten näher beleuchtet werden;<sup>72</sup>
- *keine (anderen) ungerechtfertigten Vorteile für bisherige Grossaktionäre*, da dies einen Verstoss gegen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR<sup>73</sup> darstellen würde;
- *generell ein Gesellschaftsinteresse* – dieses kann praktisch in besseren Finanzierungsmöglichkeiten liegen, in Synergien im Fall einer Transaktion, einer besseren Marktstellung u.dgl., kann aber auch im Interesse einer grossen Mehrheit der Aktionäre bestehen, da diese letztlich das Gesellschaftsinteresse – wenn auch nur informell und indirekt – definieren.

## V. Die ADB-Verfügung

Wie schon angemerkt, sind die vorstehend, auch anlässlich der 15. M&A Tagung im September 2012 gemachten Folgerungen durch eine unmittelbar vor Fertigstellung des Manuskriptes publizierte, noch nicht rechtskräftige Verfügung allenfalls zu relativieren, denn die UEK will ihre Praxis erneut

---

<sup>69</sup> Näheres zu Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR bspw. in: KNOBLOCH (FN 51), 362 ff.

<sup>70</sup> Verfügung ADB (FN 63), E. 12f., 15 und 19, wo eine doppelte Abstimmung oder ein separates Auszählen vorgeschlagen wird. Die UEK weicht hier bewusst von der Praxis der EBK im Esec-Fall (vgl. oben, Text bei FN 34) ab, daselbst E. 19. Vgl. auch unten, Teil V. Als genügend wird ein doppeltes Auszählen angesehen (vgl. E. 19).

<sup>71</sup> Vgl. oben, Teil III.2., aber auch die allerdings eher als „*obiter dictum*“ angeführte Bestätigung durch die UEK in Teil III.5.

<sup>72</sup> Vgl. dazu unten, Teil VI.2.

<sup>73</sup> Näheres zu Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR bspw. in: KNOBLOCH (FN 51), 354 ff.

ändern und eine übernahmerechtliche Überprüfung zumindest dann vornehmen, wenn ein Grossaktionär involviert ist.<sup>74</sup>

Der Sachverhalt präsentierte sich in diesem Fall so, dass die ADB, die bereits ein Opting-up in ihren Statuten hatte,<sup>75</sup> am 15. Juni 2012 ein Opting-out beschloss, wobei die dafür notwendige Mehrheit nur dank den Stimmen der 4T SA zustandekam, die rund 41 Prozent des Kapitals kontrollierte: hätte man nur die Stimmen der anderen Aktionäre gezählt, wäre die Mehrheit gegen die Einführung des Opting-outs gewesen. Dieser Generalversammlungsbeschluss wurde innert Frist nicht angefochten.

In ihrer Verfügung hält die UEK fest, dass die bisherige (und oben beschriebene), in den Verfügungen LEM und BT&T etablierte Praxis bereits wieder geändert werden soll („... estime devoir modifier la pratique développée depuis 2010“); dabei will die Kommission nicht zurück zur alten Praxis, möchte aber ein Opting-out (oder ein Opting-up) erneut übernahmerechtlich prüfen. Immerhin will sie sich dann Zurückhaltung aufrechterlegen, wenn die Mehrheit der Minderheit der Statutenänderung zustimmt (was bei ADB nicht der Fall war). Weshalb dem Zivilrichter das Vertrauen nun wieder entzogen werden soll, wird dabei nicht klar<sup>76</sup> – ausser, dass gesagt wird, dass wegen der (nach Ansicht des Autors unglückseligen) Abschaffung der Kontrollprämie nun ein erhöhter Druck entstehen wird, durch ein Opting-out dieser Regulierungsverschärfung zu entgehen.<sup>77</sup>

Zentrales Element der allenfalls erneut ändernden Rechtsprechung ist die „Richtigkeitsvermutung“, die sich aus dem Verhalten der „Minderheitsaktionäre“<sup>78</sup> ergibt.<sup>79</sup> Stehen diese dem Opting-out oder dem Opting-up positiv

---

<sup>74</sup> Verfügung ADB (FN 63), E. 16 ff., 21 f.

<sup>75</sup> Vgl. dazu die erste Verfügung ABD (FN 51).

<sup>76</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 10.

<sup>77</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 11.

<sup>78</sup> Die Anführungszeichen rechtfertigen sich durch den Umstand, dass diese Minderheitsaktionäre durchaus zwei Drittel (oder vielleicht sogar mehr) der Aktien vertreten können, vgl. auch Text bei FN 83.

<sup>79</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 12 ff. und 16 ff. Vgl. auch FN 34 oben.

gegenüber, bestehe eine (tatsächliche, nicht rechtliche<sup>80</sup>) Vermutung, dass die Änderung in ihrem Interesse und demjenigen der Gesellschaft sei,<sup>81</sup> wenn nicht, gälte das Gegenteil, wobei dann allenfalls dennoch ausnahmsweise von einer Gültigkeit ausgegangen werden könne.<sup>82</sup>

Für die Bestimmung des Kreises der ausschlaggebenden Aktionäre muss nach dem ADB-Fall nur derjenige Aktionär mit Sicherheit ausgeschlossen werden, der mehr als 33.3 Prozent der Aktien hält – dazu kommt wohl derjenige, der die Änderung bzw. Einführung einer entsprechenden Statutenklausel verlangt oder davon profitiert.<sup>83</sup> Rechtsfolge, falls die Mehrheit der Minderheit nicht für die Änderung der Statuten ist, ist (von den vorerwähnten Ausnahmefällen abgesehen) deren übernahmerechtliche Ungültigkeit. Falls die ADB-Verfügung rechtskräftig wird, ist man damit wieder bei einer Doppelkontrolle, hat aber dann relative Sicherheit, wenn prozedural richtig vorgegangen wird und sich die Mehrheit der Minderheit für die Änderung ausspricht. Ob die Fünfjahresregel in der einen oder anderen Form ebenfalls wieder eingeführt werden soll, bleibt unklar.

Im Beispielsfall dürfte damit die ADB-Verfügung kaum eine grosse Auswirkung haben – abgesehen vom Umstand, dass erneut Rechtsunsicherheit und gegebenenfalls doppelte Verfahren entstehen – dies jedenfalls dann, wenn die X-CH keinen Grossaktionär hat und der Antrag zur Änderung vom Verwaltungsrat ausgeht.

---

<sup>80</sup> Verfügung ADB (FN 63), E. 18.

<sup>81</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 12 f. und 16. Die UEK will diesfalls eine Überprüfung nur mit Zurückhaltung vornehmen, vgl. daselbst, E. 19.

<sup>82</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 12 a.E. und 17 f. Genannt wird der Fall einer Sanierung, wo ein Gesellschaftsinteresse bestehen könne.

<sup>83</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 22 f. Vgl. auch daselbst E. 26 zu seinen Offenlegungspflichten. Zum Fall des Profitierens vgl. auch Teil VI.2. (hier allerdings unter dem Aspekt von Art. 706 OR und der Überprüfung durch den Zivilrichter).

## VI. Vorgehen im Beispielfall/Verfahrensfragen

### 1. Situation bei Fusion (ohne Mehrheitsaktionär bei der X-CH)

Der einleitend geschilderte Beispielfall dürfte nach der neuen Rechtsprechung der UEK weitgehend problemlos abgewickelt werden können<sup>84</sup> – falls die Aktionäre die Fusion/Sacheinlage<sup>85</sup> mit der notwendigen Zweidrittelsmehrheit genehmigen, dürfte in aller Regel auch kein Anfechtungsgrund gegen das Opting-out nach Art. 706 OR gegeben sein (dazu sogleich). Praktisch wird über das Opting-out im Zusammenhang mit dem Fusions-/Sacheinlagebeschluss befunden (wenn auch wohl mittels eines separaten, aber mit Bedingungen verknüpften Beschlusses) und der Fusions-/Einbringungsvertrag wird vorsehen müssen, dass ein Vollzug nur erfolgt, wenn das Opting-out nicht erfolgreich angefochten wird (und sicherheitshalber auch, dass die UEK die Sachlage nicht anders beurteilt<sup>86</sup>).

Offen ist immerhin Folgendes:

- Zunächst die Frage, ob das Opting-out auch *formell auf den Erwerb durch A begrenzt bleiben darf*, wie schon ausgeführt<sup>87</sup> entspricht dies einem echten Bedürfnis der Aktionäre der X-CH, denn sollte sich A je zum Weiterverkauf entscheiden, ist relevant, ob das Opting-out für den Zweiterwerber gilt oder nicht und dieser ein Übernahmeangebot unterbreiten muss. M.E. ist die Frage klarerweise zu bejahen, denn der Entscheid der damaligen EBK<sup>88</sup> ist nicht überzeugend, denn wieso gerade im Fall des Opting-outs das „a maiore minus“ Argument nicht gelten soll, ist nicht verständlich<sup>89</sup>, er verunmöglicht im Einzelfall sinnvolle

---

<sup>84</sup> Vgl. auch Teil V. a.E. zum Einfluss des ADB-Falles, falls jene Verfügung rechtskräftig wird.

<sup>85</sup> Bei der Sacheinlage ist auch ein Bezugsrechtsausschluss notwendig, vgl. Art. 18 Abs. 1 FusG, Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 OR.

<sup>86</sup> Dies gilt speziell dann, wenn die Praxisänderung im ADB-Fall rechtskräftig wird, vgl. Teil V.

<sup>87</sup> Vgl. Text bei FN 67.

<sup>88</sup> Vgl. Text bei FN 32.

<sup>89</sup> So nun auch die UEK in ihrer ADB-Verfügung (FN 63), E. 20.

Transaktionen und wie gezeigt auch einen adäquaten Minderheitenschutz; es ist anders gesagt nicht einsehbar, weshalb nicht bloss ein *spezifischer Übernehmer unter Ausschluss seiner Rechtsnachfolger von der Angebotspflicht ausgenommen werden kann*, denn die frühere Haltung gegen ein formell selektives Opting-out schädigt die Interessen der Minderheitsaktionäre, welche das BEHG u.a. durch Art. 22 und 32 BEHG schützen will.<sup>90</sup>

- Generell bleibt fraglich, ob überhaupt ein vom Fusionsrecht nicht schon „abgedeckter“ Anfechtungsgrund gegen die Einführung des Opting-outs nach Art. 706 OR gegeben sein könnte – denn das Fusionsrecht ist ja grundsätzlich auf Gleichbehandlung der Beteiligten angelegt, verlangt die Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit (welche derjenigen für eine Zweckänderung entspricht; vgl. Art. 18 Abs. 1 Bst. a, Abs. 5 und 6 FusG), die gestützt auf umfassende Berichte und Prüfungen (vgl. Art. 12 ff. FusG) erfolgt und sieht erst noch spezifische Schutzrechte (Art. 105 ff. FusG) vor. Es kommt hinzu, dass zumindest in den vorliegenden Fallkonstellationen die betroffenen Aktionäre diejenigen der übernehmenden Gesellschaft sind – ihre Rechtstellung ändert sich folglich nicht; sie stehen einfach einem neuen Grossaktionär gegenüber und weniger als ein Drittel<sup>91</sup> der Aktionäre kann dagegen ein „Veto einlegen“. Wo im Übrigen – wie im Beispielsfall – die resultierende Gesellschaft kotiert bleibt, können die Aktionäre der Kontrolle des neuen Grossaktionärs auch durch Verkauf der Aktien entgehen, entweder vor oder nach Vollzug der Transaktion. M.E. ist damit eine Anfechtung des Opting-outs nur in extremen Fällen und bei Intransparenz (vgl. dazu nachfolgend)<sup>92</sup> möglich, wenn es im Zusammenhang mit einer Fusion eingeführt wird.
- Unerheblich ist damit m.E., ob den bisherigen Aktionären der X-CH (wie im damalig geplanten Fall vorgesehen) *spezielle Minderheitsrechte*

---

<sup>90</sup> Vgl. oben, FN 24; BSK BEHG/FINMAG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER (FN 27), Art. 32 BEHG N 4.

<sup>91</sup> Ein Drittel ist nur notwendig, wenn alle Aktionäre anwesend sind.

<sup>92</sup> Je nach Ausgang des ADB Verfahrens auch, falls ein profitierender Grossaktionär stimmenmässig den Ausschlag gibt.

eingräumt werden (z.B. eine garantierte Anzahl Sitze im Verwaltungsrat<sup>93</sup>), denn selbst wenn keine solche Rechte vereinbart werden, die Aktionäre der Fusion verbunden mit dem Opting-out aber zustimmen, ist nicht einzusehen, weshalb sie einem Verlust der Kontrolle nicht sollen zustimmen können. Dies umso mehr, als zu erwarten ist, dass sich die Synergiegewinne im Kurs niederschlagen und die zustimmenden Aktionäre ihre Aktien mit Gewinn gegenüber dem Kurs vor der Transaktion verkaufen können.

Klar erscheint übrigens, dass in dieser Konstellation auch *ein Opting-up eingeführt werden kann*, sollte A nicht mehr als 49 Prozent der Stimmen erwerben.<sup>94</sup>

Ebenso offensichtlich ist, dass die Rechtslage identisch ist, wenn die Division D nicht (nach Einbringung in eine Schweizer Subholding) mittels Fusion mit der X verschmolzen wird, sondern als *Sacheinlage eingebracht wird* (die gestützt auf Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und 6 OR auch der Zustimmung von zwei Drittel der vertretenen Aktien verlangt). Im Gegensatz zur Fusion ist der Schutz der Aktionäre bei der Sacheinlage allerdings etwas geringer, weil weniger Transparenz vorgeschrieben ist und auch keine Klagemöglichkeit analog zu Art. 105 FusG besteht<sup>95</sup> – dennoch dürfte eine Anfechtung des Opting-outs nach Art. 706 OR kaum eine eigenständige Bedeutung haben.

Verfahrenstechnisch müsste es m.E. möglich sein, die *Information, welche die UEK zu publizieren verlangt*<sup>96</sup>, mit dem Fusions- respektive Kapitalerhöhungsbericht (oder noch besser mit der Einladung zur Generalversammlung) zu kombinieren. Praktische Erfahrungen in dieser Frage fehlen aber.

---

<sup>93</sup> Immerhin werden solche Rechte die Zustimmungsrate erhöhen.

<sup>94</sup> Ebenso die noch nicht rechtskräftige Verfügung ADB (FN 63), E. 12 ff., wo stets von einem Gleichlauf ausgegangen wird.

<sup>95</sup> Vgl. Art. 652c i.V.m. Art. 628, 634, 635 f. OR.

<sup>96</sup> Vgl. oben, Teil III.5.

## 2. Situation bei Grossaktionär, der Prämie erhält

Zu fragen ist endlich (speziell im Hinblick auf die ADB-Verfügung<sup>97</sup>), ob die Lage anders wäre, wenn das *Opting-out durch die Stimmen eines Grossaktionärs bei der X-CH, G eingeführt würde*, dies speziell dann, wenn er *durch einen separaten, von der Fusion nicht tangierten Verkauf eine Prämie* (z.B. von A oder einem Grossaktionär von A) *oder einen sonstwie gearteten Vorteil*<sup>98</sup> erhält. M.E. muss hier gelten, dass dann, wenn dies transparent geschildert wird, wenn also die Aktionäre entscheiden können, entweder der Transaktion wie angedacht (mit Opting-out und Vorteil für G) zuzustimmen oder diese abzulehnen, wiederum nur eine Kontrolle durch den Zivilrichter stattfinden darf, der entweder aufgrund einer Anfechtung des Fusionsbeschlusses oder der Einführung des Opting-outs zu entscheiden hat.<sup>99</sup>

Denkbar ist etwa im geschilderten Beispielfall, dass Grossaktionär G der X-CH dem Zusammenschluss nur zustimmt, wenn sein Verlust an relativer Kontrolle abgegolten wird (aber nicht im Rahmen der Fusion, sondern separat, über einen Teilverkauf oder über eine Zahlung) und A bereit ist, einen solchen Vorteil zuzugestehen, um die Transaktion zu ermöglichen, da sie befürchtet, dass bei einer Opposition von G eine Ablehnung erfolgen wird. Sind die übrigen Aktionäre dennoch bereit (weil die in Aussicht genommenen Synergien immer noch einen höheren Wert ihrer Aktien versprechen, auch wenn A die notwendige Zahlung an G natürlich in das Angebot an die übrigen Aktionäre „einpreisen“ wird) zuzustimmen, ist nicht einzusehen, weshalb die Transaktion von Behörden verhindert werden müsste.<sup>100</sup>

---

<sup>97</sup> Vgl. Verfügung ADB (FN 63) und Teil V.

<sup>98</sup> Denkbar ist beispielsweise, dass A eine Zahlung an den Grossaktionär G leistet, damit dieser dem Zusammenschluss zustimmt.

<sup>99</sup> Anders nun aber die noch nicht rechtskräftige Verfügung ADB, vgl. Teil V. Nach ihr wäre das Verhalten der Mehrheit der Minderheit ausschlaggebend, was sich allerdings mit der hier vertretenen Ansicht teilweise deckt (vgl. Text bei FN 101). Hauptunterschied ist, dass – falls die Verfügung ADB rechtskräftig wird – ein doppelter Rechtsweg zu beschreiten ist.

<sup>100</sup> Nach der Verfügung ADB wäre übernahmerechtlich wohl die Mehrheit der Minderheit ausschlaggebend. Anzumerken ist auch, dass m.E. auch keine Gleichheit gestützt auf Art. 105 FusG erzwungen werden darf, indem die Aktionäre, die in der Fusion „mitmachen“ einem separat erfolgten Verkauf zu einem höheren Preis

Eine noch höhere Legitimation dieses Entscheides kann erreicht werden, wenn analog zum damaligen Esec-Fall eine *Sonderabstimmung* stattfinden würde – denkbar ist alternativ auch, dass Grossaktionär G von Anfang an erklärt, an der Generalversammlung, welche die Zustimmung zur Fusion beschliesst, nicht präsent oder vertreten zu sein; möglich ist schliesslich ein doppeltes Auszählen.<sup>101</sup> Rechtlich müsste ein solcher vom Einfluss des Grossaktionärs „freier“ Beschluss vom Zivilrichter<sup>102</sup> im Rahmen seiner Beurteilung des „Gesellschaftszwecks“ bzw. der „gerechtfertigten Ungleichbehandlung“ nach Art. 706 II. 3 OR in dem Sinn berücksichtigt werden, dass er ohne Not nicht von der Willensäusserung einer Mehrheit der Minderheit abweicht. Diese Auffassung widerspricht (soweit die Sonderversammlung und nicht nur das Nichtstimmen in Frage steht) dem damaligen EBK-Entscheid,<sup>103</sup> der aber m.E. auch unter diesem Titel falsch und gesellschaftsrechtlich nicht verbindlich ist. Denn wie die EBK selbst damals richtig ausführte, sind Sonderversammlungen beispielsweise bei der Vorzugsaktie zum Schutz der Betroffenen vorgesehen (Art. 654 OR),<sup>104</sup> ebenso im Bereich von Art. 709 OR und die Statuten können unzweifelhaft vorsehen, dass beispielsweise auch bei der Abschaffung von Stimmrechtsaktien eine Sonderversammlung der Eigentümer der stimmprivilegierten Aktien zunächst „grünes Licht“ geben muss. Auch die UEK sah schon damals in der Sonderversammlung einen adäquaten Schutzmechanismus.<sup>105</sup> Immerhin ist aus rein gesellschaftsrechtlicher Sicht unklar, ob eine Sonderversammlung ohne statutarische Grundlage einen entscheidenden Einfluss ausüben darf. Um diesem Problem auszuweichen, kann entweder, wie oben dargelegt, der Grossaktionär G von Anfang an erklären, bei der Abstimmung über das Opting-out gar nicht mitzuwirken (wohl aber beim damit zusammenhängenden Be-

---

gleichgestellt werden, was in letzter Zeit aber verschiedentlich versucht wurde, vgl. etwa den Sachverhalt in BGE 4A\_341/2011.

<sup>101</sup> Vgl. FN 70.

<sup>102</sup> Vgl. zur künftig möglichen übernahmerechtlichen Prüfung Verfügung ADB (FN 63) und Teil V.

<sup>103</sup> Vgl. Text bei FN 34. Vgl. ferner nun in die gleiche Richtung argumentierend Verfügung ADB (FN 63), E. 19 und Teil V.

<sup>104</sup> Vgl. EBK-Verfügung i.S. Esec (FN 32), E. 4.d).

<sup>105</sup> Vgl. Text nach FN 34 und zur neuen Haltung der UEK FN 103.

schluss über die Genehmigungen der Fusion oder der Sacheinlage); oder er wirkt mit und der Vorsitzende gibt das Ergebnis getrennt bekannt, womit die oben geschilderten Wirkungen nur dann eintreten, wenn eine Mehrheit der Minderheit für das Opting-out gestimmt hat.

## VII. Konsolidierungsfragen

Gemäss Sachverhalt (und so war es im damaligen konkreten Fall) ist es für A wichtig, die Aktivitäten von D-X weiterhin konsolidieren zu können.<sup>106</sup> Nach IAS 27, Konzern- und Einzelabschlüsse, RZ 13 ist dies erforderlich (und damit natürlich auch möglich), wenn A mehr als die Hälfte der Stimmen an D-X hält.<sup>107</sup> Nach der gleichen Ziffer ist eine Konsolidierung auch notwendig, wenn *weniger als die Hälfte der Stimmen gehalten* werden, aber sonst formelle *Einflussmöglichkeiten bestehen* (z.B. durch einen Vertrag); sogar eine *de facto Kontrolle* soll genügen, auch wenn etwas unklar blieb, wann diese genau angenommen werden müsste.

Diesbezügliche Klarheit schafft nun der ab 1. Januar 2013 geltenden IFRS Standard 10, der dannzumal IAS 27 ersetzen wird. Das Grundkonzept wird gleich bleiben: Nach IFRS 10, RZ 5 und 6 ist weiterhin „Kontrolle“ ausschlaggebend, definiert als Recht, variables Einkommen zu erhalten und dieses Einkommen durch Einflussmöglichkeiten bestimmen zu können. Dass Fälle wie der vorliegende zu einer Konsolidierung führen, zeigen insbesondere die RZ B42 und B43:

B42: When assessing whether an investor’s voting rights are sufficient to give it power, an investor considers all facts and circumstances, including:

(a) the size of the investor’s holding of voting rights relative to the size and dispersion of holdings of the other vote holders, noting that:

---

<sup>106</sup> Das Einkommen wäre z.B. deutlich geringer, wenn A nur noch Dividenden vereinnahmen könnte.

<sup>107</sup> Vgl. auch IAS 3 Business Combinations, RZ 6 und 7, die für die Bestimmung, wer in einem Zusammenschluss Erwerber ist, auch auf das Kontrollkonzept von IAS 27 verweisen.

- (i) the more voting rights an investor holds, the more likely the investor is to have existing rights that give it the current ability to direct the relevant activities;
  - (ii) the more voting rights an investor holds relative to other vote holders, the more likely the investor is to have existing rights that give it the current ability to direct the relevant activities;
  - (iii) the more parties that would need to act together to outvote the investor, the more likely the investor is to have existing rights that give it the current ability to direct the relevant activities;
- (b) potential voting rights held by the investor, other vote holders or other
- (c) ...

B43: When the direction of relevant activities is determined by majority vote and an investor holds significantly more voting rights than any other vote holder or organised group of vote holders, and the other shareholdings are widely dispersed, it may be clear, after considering the factors listed in paragraph 42(a)–(c) alone, that the investor has power over the investee.

*Application examples – Example 4*

An investor acquires 48 per cent of the voting rights of an investee. The remaining voting rights are held by thousands of shareholders, none individually holding more than 1 per cent of the voting rights. None of the shareholders has any arrangements to consult any of the others or make collective decisions. When assessing the proportion of voting rights to acquire, on the basis of the relative size of the other shareholdings, the investor determined that a 48 per cent interest would be sufficient to give it control. In this case, on the basis of the absolute size of its holding and the relative size of the other shareholdings, the investor concludes that it has a sufficiently dominant voting interest to meet the power criterion without the need to consider any other evidence of power.

Strukturen, wie sie hier zur Diskussion stehen, sind damit unter dem Konsolidierungsaspekt ebenfalls möglich, setzen aber voraus, dass den Aktionären von X nicht mehr als die Hälfte der Verwaltungsratssitze „reserviert“ werden und Einflussmöglichkeiten der Verwaltungsratsvertreter der A nicht durch zu weitgehende Ausstandspflichten behindert werden – solche Pflichten sind im Schweizer Recht aber im Allgemeinen nicht notwendig, unter anderem auch

deshalb, weil der blosser Umstand, dass jemand einen Grossaktionär vertritt, ihn nicht an der Einsitznahme in Ausschüssen hindert.

## **VIII. Zusammenfassung: Back to Square 1 – oder doch nicht?**

Damit kann zusammenfassend gesagt werden, dass Strukturen, wie sie dem hier verwendeten Beispielfall entsprechen, im Schweizer Recht nun wieder umgesetzt werden können – notwendig (und möglich) ist nach heutigem Stand ein transaktionsspezifisches Opting-out, das im Rahmen des Fusions- oder Sacheinlagebeschlusses eingeführt werden kann; damit wäre an sich die Rechtslage nach einigen Irrungen und Wirrungen wieder zurück am Ausgangspunkt, den die UEK schon im Jahr 2000 festhielt<sup>108</sup>, von dem sie dann später aber abwich bzw. aufgrund des Entscheides ihrer Aufsichtsbehörde abweichen musste. Neuerdings zeichnet sich allerdings aufgrund der Verfügung ADB eine erneute Kehrtwende ab, die sich aber (so sie rechtskräftig wird) mehr auf das Verfahren, als auf das Inhaltliche bezieht.

Vor dieser Verfügung schien auch betreffend Verfahren weitgehende Klarheit zu bestehen: Falls transparent orientiert wurde, hatte nur der Zivilrichter im Rahmen einer allfälligen Anfechtungsklage über die Gültigkeit einer Statutenänderung, welche ein Opting-out oder ein Opting-up einführt, zu entscheiden. Eine „Zweitprüfung“ erfolgte damit richtigerweise nicht mehr. Nun könnte diese doch wieder aktuell werden, wenigstens dann, wenn Grossaktionäre bestehen: für die Planung von Transaktionen sind solche verfahrensmässigen Doppelspurigkeiten schlecht – noch schlechter ist es, wenn die Rechtslage dauernd ändert, was die UEK aber offenbar in Kauf nimmt, ohne klar zu machen, weshalb sie dem Zivilrichter nun wieder misstraut.

Gewisse (weitere) Restunsicherheiten bleiben bestehen, dürften sich nun aber demnächst auflösen<sup>109</sup>: zunächst kann nicht mit Sicherheit abgeschätzt

---

<sup>108</sup> Vgl. Zitat bei FN 22.

<sup>109</sup> Indem die Verfügung ADB (FN 63, vgl. auch Teil V.) entweder rechtskräftig wird oder Entscheide der Aufsichtsbehörden ergehen.

werden, wie die FINMA auf ein selektives Opting-out reagieren wird, da unklar ist, ob sie der alten (nach hier vertretener Ansicht falschen) EBK-Praxis folgen wird, wogegen aber viele Gründe sprechen.<sup>110</sup> Wo ein Grossaktionär besteht, der aus der Transaktion Vorteile erhält, die den anderen Aktionären nicht zukommen, sollte es (aus zivilrechtlicher Sicht, je nach Ausgang des ADB Verfahrens auch aus übernahmerechtlicher Perspektive) zulässig sein, eine Sonderversammlung entscheiden zu lassen – in diesem Bereich bestehende Unsicherheiten können so angegangen werden, dass der Grossaktionär bei der Frage des Opting-outs gar nicht mitstimmt oder das Ergebnis doppelt festgehalten wird.

---

<sup>110</sup> Falls der ADB Fall weitergezogen wird, wird sich hier Klarheit ergeben, denn die UEK wirft die Frage explizit auf, vgl. Verfügung ADB (FN 63), E. 20.