

## Selektives opting-up und die öffentliche Angebotspflicht

### Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 16. Oktober 2020 (G01312811)

Mit Bemerkungen von Magda Aref und Hans Caspar von der Crone\*

#### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und Prozessgeschichte
- II. Entwicklungen nach Entscheid FINMA
- III. Erwägungen der FINMA
- IV. Bemerkungen
  1. Öffentliche Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG
  2. Opting-up/Opting-out Klauseln
- V. Schlussbemerkungen

#### I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

Die MCH Group AG (die «MCH Group») ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Basel, deren Aktien an der SIX Swiss Exchange (die «SIX») kotiert sind. Die MCH Group bezweckt in erster Linie den Erwerb, die Veräusserung und die Verwaltung von Beteiligungen und die Finanzierung von in- und ausländischen Unternehmen des Messe- und Kongressbereiches und verwandter Geschäftszweige sowie die Überwachung und Koordination solcher Beteiligungen. Durch Unternehmen, an denen die MCH Group beteiligt ist, sollen unter anderem Messen, Kongresse und weitere Veranstaltungen namentlich in den vorhandenen Infrastrukturen an den Standorten Basel, Zürich und Lausanne sowie an anderen Orten im In- und Ausland durchgeführt werden (die «Geschäftstätigkeit»)<sup>1</sup>.

Gemäss der Datenbank der SIX<sup>2</sup> sowie den Angaben auf der Website der MCH Group<sup>3</sup> setzen sich die Beteiligungen an der Gesellschaft derzeit wie folgt zusammen: Die Kantone Basel-Stadt (33.50%), Basel-Landschaft (7.80%) und Zürich (4.00%) sowie die Stadt Zürich (3.70%) halten zusammen insge-

samt 49% der MCH-Aktien (die «Öffentliche Hand»). Die restlichen 51% der Aktien befinden sich in Streubesitz, wobei die LLB Swiss Investment AG (die «LLB») eine Beteiligung von 9.80% hält.<sup>4</sup>

Die Schutzmassnahmen des Bundesrats im Zuge der COVID-19 Pandemie hätten die Geschäftstätigkeit der MCH Group gemäss deren Ausführungen finanziell stark getroffen. Vor dem Hintergrund der finanziell angespannten Lage der MCH Group hat der Verwaltungsrat eine Transaktion in zwei Schritten geplant, welche Sanierungsmassnahmen und weitere Elemente beinhaltet (die «Transaktion»). In einem ersten Schritt soll zur Bilanzsanierung und Stärkung des Eigenkapitals der MCH Group ein Darlehen des Kantons Basel-Stadt in der Höhe von CHF 30 Millionen in Aktien der MCH Group gewandelt werden. In einem zweiten Schritt soll die Lupa Systems LLC (die «Lupa»), eine von James Murdoch im Jahr 2019 gegründete Investmentgesellschaft mit Sitz in New York, in die MCH Group investieren. Dabei soll die Lupa im Rahmen einer zweiten Kapitalerhöhung mittels Bezugsrechtmission frisches Kapital in der Höhe von CHF 75 Millionen (abhängig von der Ausübung der Bezugsrechte durch die Publikumsaktionäre) in die MCH Group einschliessen und dafür ebenfalls Aktien erhalten.<sup>5</sup>

Eine notwendige Bedingung für die vorgesehene Transaktion soll gemäss MCH Group die Einführung einer formell selektiven Opting-up Klausel sein. Diese Klausel befreit die Lupa als begünstigter Aktionär von ihrer Verpflichtung nach Art. 135 FinfraG, ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre der MCH Group zu unterbreiten, wenn sie infolge der Kapitalerhöhung den Grenzwert von 33⅓ %, jedoch nicht 49% der Stimmrechte der MCH Group überschreitet. Um diese Transaktion umzusetzen und die notwendigen Generalversammlungsbeschlüsse einzuholen,

\* Mag. iur. LL.M. Magda Aref und Prof. Dr. iur. Hans Caspar von der Crone, beide Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>. Ein Kurzvideo zu diesem Beitrag ist auf [www.aktienrechtplus.ch](http://www.aktienrechtplus.ch) publiziert.

<sup>1</sup> Vgl. dazu Gesellschaftszweck gemäss Handelsregisterauszug, abrufbar unter: <https://bs.chregister.ch/cr-portal/auszug/auszug.xhtml?uid=CHE-105.825.066> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>2</sup> Vgl. dazu bedeutende Aktionäre gemäss Datenbank der SIX, abrufbar unter: [https://www.ser-ag.com/de/resources/notifications-market-participants/significant-shareholders.html#/> \(zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020\).](https://www.ser-ag.com/de/resources/notifications-market-participants/significant-shareholders.html#/)

<sup>3</sup> Vgl. dazu Aktionariat gemäss Website der MCH Group, abrufbar unter: <https://www.mch-group.com/investoren/aktionariat/> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>4</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 der Übernahmekommission vom 13. Juli 2020 (die «Verfügung 765/01») Bst. C, abrufbar unter: <https://www.takeover.ch/transactions/document/id/3465> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020); Verfügung G01312811 des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 16. Oktober 2020 (die «Verfügung FINMA») Rz. 22, abrufbar unter: <https://www.finma.ch/de/news/2020/10/20201016-meldung-mch-group/> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>5</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 Bst. D und E; Verfügung FINMA Rz. 23.

hat die MCH Group am 3. August 2020 eine ausserordentliche Generalversammlung durchgeführt.<sup>6</sup>

Auf Gesuch der MCH Group und Lupa hin vom 2. Juli 2020 und mit Blick auf die damals bevorstehende GV am 3. August 2020 hat die Übernahmekommission (die «UEK») mit Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 Feststellungen betreffend die Gültigkeit einer Opting-up Klausel sowie das Nichtbestehen der Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG getroffen.<sup>7</sup> Gegen diese Verfügung hat die LLB am 23. Juli 2020 Einsprache bei der UEK erhoben.<sup>8</sup>

Am 3. August 2020 hat die GV die Statutenänderung zur Einführung einer selektiven Opting-up Klausel im Rahmen der ausserordentlichen GV genehmigt und diesbezüglich den §5a in die Statuten der MCH Group eingefügt. Das Abstimmungsergebnis über deren Einführung an der ausserordentlichen GV vom 3. August 2020 sieht wie folgt aus:<sup>9</sup>

Vertretene Stimmen	4 680 690	100%
Ja Stimmen	3 344 451	71,5%
Nein Stimmen	1 317 554	28,1%
Enthaltungen	18 685	0,4%

Der Verwaltungsratspräsident der MCH Group hat an der GV darauf hingewiesen, dass bei der Einführung des formell selektiven Opting-up neben dem statutarischen Mehrheitserfordernis von zwei Dritteln für die Änderung der Statuten gestützt auf das schweizerische Übernahmerecht auch die «Mehrheit der Minderheit»<sup>10</sup> erforderlich sei. Nach gängiger Praxis der UEK gelte der Kanton Basel-Stadt nicht als Minder-

heitsaktionär, da er eine Beteiligung von mehr als 33⅓ % halte.<sup>11</sup>

Für die Ermittlung der übernahmerechtlichen Voraussetzung «Mehrheit der Minderheit» hat die MCH Group basierend auf dem oben dargelegten Abstimmungsergebnis eine Sonderauszählung durchgeführt. Bei dieser Sonderauszählung hat die MCH Group nur die abgegebenen Stimmen berücksichtigt, wobei sie die 18'685 Enthaltungen bei der Ermittlung des relevanten Quorums nicht miteinbezogen hat. Die Stimmen des Kantons Basel-Stadt hat die MCH Group ebenfalls nicht mitgezählt. Die von der MCH Group durchgeführte Sonderauszählung ergibt sich somit Folgendes:<sup>12</sup>

Vertretene Stimmen	4 680 690	
Stimmen Kanton Basel-Stadt	-2 013 650	
Enthaltungen	-18 685	
Abgegebene Stimmen ohne Kanton Basel-Stadt	= 2 648 355	100%
Absolute Mehrheit der abgegebenen Stimmen der Minderheit	1 324 178	
Ja Stimmen der Minderheit	1 330 801	50,3%
Nein Stimmen (exkl. Enthaltungen) der Minderheit	1 317 554	49,7%

Basierend auf dieser Abstimmung erachtet die MCH Group das übernahmerechtliche Erfordernis der «Mehrheit der Minderheit» im Sinne der UEK Praxis mit 50,3% Ja Stimmen als erfüllt.<sup>13</sup>

Mit der Verfügung 765/02 vom 20. August 2020 hat die UEK die Einsprache der LLB vom 23. Juli 2020 teilweise gutgeheissen. Dabei hat sie insbesondere festgehalten, dass bei der Auszählung der Voraussetzung der Mehrheit der Minderheitsaktionäre auf die vertretenen Stimmen abzustellen sei.<sup>14</sup> Basierend auf dieses übernahmerechtliche Erfordernis sei gemäss UEK das formell selektive Opting-up von den Minder-

<sup>6</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 Bst. F; Verfügung FINMA Rz. 23; Protokoll der ausserordentlichen Generalversammlung (die «GV») der MCH Group vom 3. August 2020, abrufbar unter: <[https://www.mch-group.com/wp-content/uploads/2020/08/MCH\\_ao.-GV200803\\_Protokoll.pdf](https://www.mch-group.com/wp-content/uploads/2020/08/MCH_ao.-GV200803_Protokoll.pdf)> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>7</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 S. 21.

<sup>8</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 der UEK vom 20. August 2020 (die «Verfügung 765/02») Bst. C, abrufbar unter: <<https://www.takeover.ch/transactions/document/id/3475>> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>9</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 Bst. G; Verfügung FINMA Rz. 25.

<sup>10</sup> Dies bedeute laut Verwaltungsratspräsident konkret, dass das beschlossene Opting-up übernahmerechtlich nur dann wirksam werde, wenn zusätzlich zum genannten Quorum für die Statutenänderung auch die Mehrheit der Minderheitsaktionäre dem Antrag über die Einführung von §5a zustimme.

<sup>11</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 Bst. G; Verfügung FINMA Rz. 26.

<sup>12</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 Bst. G; Verfügung FINMA Rz. 27.

<sup>13</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 28.

<sup>14</sup> Somit sind laut Auffassung der UEK die 18'685 enthaltenen Stimmen bei der übernahmerechtlichen Sonderauszählung als Nein Stimmen zu werten.

heitsaktionären mit einer knappen Mehrheit von 50.1% der Stimmen abgelehnt worden.<sup>15</sup>

Somit geht die UEK von folgender Sonderauszählung aus:<sup>16</sup>

Vertretene Stimmen	4 680 690	
Stimmen Kanton Basel-Stadt	-2 013 650	
Vertretene Stimmen ohne Kanton Basel-Stadt	=2 667 040	100 %
Absolute Mehrheit der vertretenen Stimmen der Minderheit	1 333 520	
Ja Stimmen der Minderheit	1 330 801	49,9 %
Nein Stimmen (inkl. Enthaltungen) der Minderheit	1 336 239	50,1 %

Gegen die Verfügung 765/02 vom 20. August 2020 der UEK haben die MCH Group («Beschwerdeführerin 1») und die Lupa («Beschwerdeführerin 2») (zusammen die «Beschwerdeführerinnen») am 27. August 2020 Beschwerden bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (die «FINMA») erhoben. Mit der vorliegenden Verfügung G01312811 vom 16. Oktober 2020 hat die FINMA die Beschwerden als unbegründet abgewiesen und somit die Verfügung 765/02 der UEK vom 20. August 2020 bestätigt. Die vorliegende Verfügung ist am 26. Oktober 2020 in Rechtskraft erwachsen.

## II. Entwicklungen nach Entscheid FINMA

Im Rahmen der ausserordentlichen GV vom 27. November 2020 hat der Verwaltungsrat der MCH Group den Aktionären erneut die Anträge zur Aufnahme der selektiven Opting-up Klausel zugunsten der Lupa in die Statuten sowie zu den beiden Kapitalerhöhungen gestellt. Die Aktionäre haben diesen Anträgen mit einem Ja Stimmanteil von 96% zugestimmt. Dabei sind die Eckwerte der Sanierungsmassnahmen im Wesentlichen unverändert geblieben. Demgegenüber sind die Bedingungen für den Bezug neuer Aktien zugunsten der unabhängigen Aktionäre und zulasten des Kantons Basel-Stadt neu festgesetzt worden.

Ursprünglich war geplant, dass der Kanton Basel-Stadt ein bestehendes Darlehen in der Höhe von

CHF 30 Millionen in Eigenkapital umwandelt, indem er Aktien der MCH Group wandelt und dafür pro CHF 10.50 eine Aktie erhält. Nach den neuen Transaktionsbedingungen sollen bei der Umsetzung dieser ersten Tranche auch die bisherigen Aktionäre beteiligt werden. Das Aktienkapital der MCH Group soll zunächst um CHF 30 Millionen erhöht werden. Dazu sollen CHF 2 Millionen neue Aktien zu einem Bezugspreis von CHF 15 (d.h., über dem Marktpreis vor Ankündigung des Vergleichs) ausgegeben werden. Das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre bleibt dabei gewahrt. Die Liberierung dieser Tranche soll teilweise in bar und teilweise durch Verrechnung des Darlehens des Kantons Basel-Stadt an die MCH Group im Betrag von CHF 30 Millionen erfolgen.

In der zweiten Tranche, nach Vollzug der ersten Tranche der Kapitalerhöhung, soll das Aktienkapital der MCH Group um bis zu CHF 74.5 Millionen durch Ausgabe von bis zu 7.45 Millionen Aktien mit einem Ausgabepreis von CHF 10.00 erhöht werden. Das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre bleibt gewahrt. Die LLB soll dabei einen Teil der ihr in dieser Tranche zustehenden Bezugsrechte an Lupa bzw. an den Kanton Basel-Stadt verkaufen. Der Kanton Basel-Stadt soll darüber hinaus so viel Bezugsrechte ausüben, dass der Anteil Aktien der öffentlichen Hand mindestens bei 33 1/3% verbleibt.<sup>17</sup>

## III. Erwägungen der FINMA

In ihren Erwägungen führt die FINMA eingangs aus, der gesetzliche Schwellenwert von 33 1/3%, dessen Überschreitung eine Angebotspflicht im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG auslöse, habe dispositiven Charakter. Gemäss Art. 125 Abs. 4 FinfraG könne eine Gesellschaft auch nach der Kotierung ihrer Aktien diese Angebotspflicht einschränken, indem sie in ihren Statuten den Schwellenwert von 33 1/3 % bis auf 49% anhebe (sog. nachträgliches Opting-up) oder gänzlich aufhebe (sog. nachträgliches Opting-out).<sup>18</sup>

<sup>15</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 S. 26; Verfügung FINMA Rz. 29.

<sup>16</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 29.

<sup>17</sup> Medienmitteilungen der MCH Group, abrufbar unter: <<https://www.mch-group.com/news/2020/ausserordentliche-generalversammlung-am-27-november-2020/>>; <<https://www.mch-group.com/news/2020/zustimmung-zum-massnahmenpaket-und-auslosung-der-ersten-tranche-der-kapitalerhoehungen/>> sowie <Einigung zwischen MCH Group und von der AMG beratenen Aktionären (mch-group.com)> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>18</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 31 ff.

Ein nachträgliches Opting-up sei gemäss Praxis der UEK unter den gleichen drei Voraussetzungen möglich, unter denen auch nachträglich eine Opting-out Klausel<sup>19</sup> eingeführt werden könne:<sup>20</sup>

- Die Aktionäre seien transparent über die Einführung des nachträglichen Opting-up und deren Folgen informiert worden; und
- die Mehrheit der an der GV vertretenen Stimmen sowie
- die Mehrheit der an GV vertretenen Minderheitsaktionäre hätten zur Einführung des Opting-up zugestimmt.

Das Opting-up könne wie ein Opting-out selektiv ausgestaltet werden. Die Aktionäre verzichteten in diesem Fall nur mit Bezug auf einen bestimmten Kreis von Begünstigten oder eine bestimmte Transaktion auf ihr in Art. 135 Abs. 1 FinfraG statuiertes Ausstiegsrecht. Dabei müsse allerdings die durch die Selektivität des Opting-up bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt sein.<sup>21</sup>

Zur Gültigkeit der formell selektiven Opting-up Klausel der MCH Group seien somit laut FINMA vier Voraussetzungen notwendig:<sup>22</sup>

- Die Aktionäre der MCH Group seien transparent über die Einführung des nachträglichen Opting-up und deren Folgen informiert worden.
- Die Mehrheit der am 3. August 2020 an der ausserordentlichen GV vertretenen Stimmen hätten der Einführung des Opting-up zugestimmt.
- Die Mehrheit der an der ausserordentlichen GV vertretenen Minderheitsaktionäre hätten dem entsprechenden Antrag zum Opting-up zugestimmt.
- Zusätzlich müsse ableitend aus Art. 706 OR die durch die Selektivität des Opting-up bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt sein.

Vorliegend habe die ausserordentliche GV vom 3. August 2020 der Statutenänderung mit der notwendigen Mehrheit zugestimmt.<sup>23</sup>

Nachdem die Lupa bereit sei, der MCH Group in deren finanziell angespannten Lage Eigenmittel sowie, dank der Barliberierung, Liquidität zur Verfügung zu stellen und zwar in einem Umfang, in welchem die bestehenden Aktionäre dazu nicht bereit wären, sei die Selektivität durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt.<sup>24</sup>

Strittig sei somit die zweite Voraussetzung, wonach die «Mehrheit der Minderheit» dem Antrag zur Einführung der selektiven Opting-up Klausel zustimmen müssten. Hierzu seien zwei Fragen zu beantworten:<sup>25</sup>

- Ist der Kanton Basel-Stadt bei der Ermittlung des Abstimmungsergebnisses der «Mehrheit der Minderheit» als stimmberechtigt zu behandeln?
- Ist bei der Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit» auf die vertretenen oder abgegebenen Stimmen als Berechnungsgrundlage abzustellen?

Die UEK stelle sich gestützt auf ihre Praxis auf den Standpunkt, dass in der Sonderabstimmung zur Einführung eines nachträglichen Opting-up als Minderheitsaktionär gelte, wer weder direkt noch indirekt, noch in gemeinsamer Absprache mit anderen einen Anteil von 33⅓ % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halte noch den Antrag zur Einführung der Opting-up Klausel beim Verwaltungsrat gestellt habe.<sup>26</sup> Der Schutzgedanke «Mehrheit der Minderheit» sei laut UEK und FINMA die Mehrheitsmeinung jener Aktionäre zu ermitteln, die durch die Einführung der Opting-up Klausel potentiell benachteiligt seien.<sup>27</sup> Würde man einen kontrollierenden Aktionär, mit einem Anteil von über 33⅓ % Stimmkraft, bei der Abstimmung «Mehrheit der Minderheit» mitzählen, könnte dieser mit seiner Stimmkraft die Sonderabstimmung dominieren und damit gegebenenfalls

<sup>19</sup> Bei einer Opting-out Klausel wird in den Statuten festgelegt, dass der Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach Art. 135 FinfraG verpflichtet ist.

<sup>20</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 34.

<sup>21</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 36.

<sup>22</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 39.

<sup>23</sup> Vgl. dazu Tabelle unter I.

<sup>24</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 E. 3.4.2 ff.; Verfügung FINMA Rz. 39.

<sup>25</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 40.

<sup>26</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 Rz. 39 ff.; Verfügung FINMA Rz. 41.

<sup>27</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 46 mit Verweis auf Verfügung 518/01 der Übernahmekommission vom 11. Oktober 2012 Rz. 21 ff.

über die Köpfe der Minderheitsaktionäre hinweg über die Einführung eines Opting-up und die damit verbundene Begünstigung an einen Dritten entscheiden, was mit diesem Schutzgedanken unvereinbar sei.<sup>28</sup>

Dass die UEK auf den Grenzwert von 33⅓ % in ihrer Praxis zur Definition der stimmberechtigten Minderheitsaktionäre in der übernahmerechtlichen Sonderabstimmung abstelle, stehe laut FINMA im Einklang mit der gesetzlichen Konzeption des übernahmerechtlichen Minderheitenschutzes im Falle eines Kontrollwechsels. Ein Kontrollwechsel werde *per se als wesentliche Veränderung der Stellung der Minderheitsaktionäre betrachtet*. Der Schwellenwert von 33⅓ % sei vom Gesetzgeber in Anbetracht der Tatsache festgelegt, dass eine entsprechende Beteiligung einem Aktionär in einer Publikumsgesellschaft bereits eine beherrschende Stellung verleihen könne, die es ihm ermögliche, Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu nehmen. Zudem habe die auslösende Schwelle von ⅓ im Aktienrecht die Funktion einer Sperrminorität. Das Übernahmerecht knüpfe daher am Kriterium der faktischen Kontrolle an.<sup>29</sup>

Der Kanton Basel-Stadt, welcher mehr als ⅓ der Stimmrechte an der MCH Group halte (konkret 33,5%), verfüge mit einer über dem Grenzwert von 33⅓ % liegenden Stimmkraft über eine Sperrminorität für wichtige Beschlüsse in der GV, welche nach Gesetz oder Statuten eine zwei Drittel Mehrheit verlangen würde (Art. 704 OR). Sodann sei er mit seiner Stimmkraft in der Lage, etwas mehr als 50% des notwendigen zwei Drittel Mehrs beizusteuern, welches für die Einführung der Opting-up Klausel bzw. die damit einhergehende Statutenänderung notwendig sei. Bei der Sonderabstimmung bzw. -auszählung gehe es darum, festzustellen, ob die Minderheitsaktionäre mehrheitlich bereit seien, die mit dem Opting-up einhergehende Einschränkung ihrer Stellung hinzunehmen. Aus dieser Sicht sei es richtig, die Stimme des Kantons Basel-Stadt als kontrollierender Aktionär nicht mitzuzählen.<sup>30</sup>

Bei der konkreten Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit» sei mit der gängigen Praxis der UEK und im Einklang mit der gesetzlichen Konzeption von Art. 703 OR von den an der GV vertretenen, und

nicht wie von den Beschwerdeführerinnen verlangt, auf die bei der konkreten Abstimmung abgegebenen Minderheitsstimmen abzustellen.<sup>31</sup>

Die Massgeblichkeit der vertretenen Stimmen mache auch in Anlehnung an andere aktienrechtliche Konzeptionen des Minderheitenschutzes bei Generalversammlungsbeschlüssen Sinn. So verweist die FINMA beispielsweise auf Art. 704 OR, wonach bei wichtigen und vor allem für Minderheitsaktionäre besonders einschneidenden Beschlüssen auf die vertretenen Stimmen abzustellen sei. Es sei deshalb von den Beschwerdeführerinnen nicht zu beanstanden, dass die UEK bei der Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit» auf die an der GV vertretenen Minderheitsstimmen abstelle. Sodann verweist die FINMA auf §14 Abs. 4 der Statuten der MCH Group. Dieser regle die Abstimmung betreffend Statutenänderungen der MCH Group und definiere ebenfalls als Berechnungsgrundlage für die entsprechende Auszählung nicht die abgegebenen, sondern auch die vertretenen Stimmen. Nachdem es sich vorliegend um eine Abstimmung zum letztlich selben Sachverhalt, also eine Statutenänderung zum nachträglichen Opting-up, handle, lasse sich fragen, ob nicht ohnehin die Aktionäre der MCH Group nach Treu und Glauben erwarten dürften, dass dieselbe Berechnungsgrundlage auch bei der übernahmerechtlichen Sonderauszählung gelte. Diese Frage könne laut FINMA aber ohnehin offengelassen werden. Für die Berechnung der «Mehrheit der Minderheit» sei gemäss Praxis der UEK nicht auf die Statuten der Zielgesellschaft abzustellen, sondern nur auf die Festlegung der Abstimmungsmodalitäten durch die UEK, wonach die vertretenen Stimmen der Minderheitsaktionäre massgebend seien.<sup>32</sup>

Die Feststellung der UEK, die formell selektive Opting-up Klausel sei nicht gültig beschlossen worden, sei dementsprechend nicht zu beanstanden. Einerseits gelte der Kanton Basel-Stadt bei der statutarischen Einführung der formell selektiven Opting-up Klausel mit einer Beteiligung von 33,5% an der MCH Group nicht als Minderheitsaktionär, und andererseits sei bei der Bemessungsgrundlage der «Mehrheit der Minderheit» nicht auf die abgegebenen, sondern auf die vertretenen Stimmen abzustellen. Die Be-

<sup>28</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 41; Verfügung 765/02 Rz. 39 ff.; Verfügung FINMA Rz. 45 ff.

<sup>29</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 48; Verfügung 765/02 Rz. 41.

<sup>30</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 49.

<sup>31</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 58.

<sup>32</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 58ff.

schwerden seien deshalb als unbegründet abzuweisen.<sup>33</sup>

## IV. Bemerkungen

### 1. Öffentliche Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG

Gemäss Art. 125 FinfraG gelten die Bestimmungen für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungspapiere von Zielgesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind oder mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz hauptkotiert sind.<sup>34</sup> Die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebotes wird in Art. 135 FinfraG geregelt.<sup>35</sup>

Der Normzweck von Art. 135 FinfraG ist der Schutz der Minderheitsaktionäre im Fall eines Kontrollwechsels bei der Zielgesellschaft. Die Minderheitsaktionäre sollen bei einer Übernahme die Möglichkeit bekommen, zum gleichen Preis im Sinne des Art. 135 Abs. 2 FinfraG aus ihren Investitionen aussteigen zu können.<sup>36</sup>

#### 1.1 Auslösen der Angebotspflicht

Die Angebotspflicht wird nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG ausgelöst, wenn eine Person direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die sie bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ % der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet.

##### 1.1.1 Beteiligungspapiere

Der Begriff der Beteiligungspapiere wird dabei im Sinne von Art. 2 Bst. i FinfraG verstanden. Demnach sind Beteiligungspapiere Aktien, Partizipations- oder Genussscheine oder andere Beteiligungspapiere, die

sich öffentlich an Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richten.<sup>37</sup>

#### 1.1.2 Erwerbshandlungen

Als Erwerbshandlung im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG kommen grundsätzlich alle Transaktionsformen in Frage. Dabei spielt es für das Auslösen der Angebotspflicht keine Rolle, ob bloss ein Nutzungsrecht oder Eigentum an den Beteiligungsrechten erworben wird.<sup>38</sup>

#### 1.1.3 Stimmrechtsübertragung als wesentliches Kriterium

Entscheidend ist hingegen die Frage, ob durch die Erwerbshandlung Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, an der betreffenden Zielgesellschaft erworben werden. Der Erwerb von Options- und Wandelanleihen löst im Normalfall noch keine Angebotspflicht im Sinne des Art. 135 Abs. 1 FinfraG aus. Denn erst mit der Ausübung der Options- oder Wandelanleihen kommt es zu der für die Angebotspflicht notwendigen Übertragung der Stimmrechte. In zeitlicher Hinsicht ist für das Auslösen der Angebotspflicht im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG auf den Zeitpunkt des Verfügungsgeschäfts abzustellen – im Gegensatz zur Offenlegungspflicht, welche auf das Verpflichtungsgeschäft abzielt.<sup>39</sup> Der aus technischer Sicht relevante Verfügungszeitpunkt ist gemäss Praxis der UEK die Einbuchung bei der Verwahrstelle des Erwerbers, es sei denn, die Stimmrechte würden bereits bei Abschluss des entsprechenden Erwerbsgeschäfts (Kaufvertrag) auf den Erwerber übertragen.<sup>40</sup>

Eine Ausnahme von dieser Regel stellen gemäss UEK spezielle Fälle dar, in denen mittels strategischen Erwerbs von Options- oder Wandelrechten die Angebotspflicht im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG umgangen werden soll. Ein Leitentscheid in diesem Zusammenhang ist die Empfehlung der UEK 0293/02

<sup>33</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 72.

<sup>34</sup> Art. 125 Abs. 1 FinfraG.

<sup>35</sup> Alexander Vogel/Christoph Heiz/Reto Luthiger, *FinfraG/BEG Kommentar*, Zürich 2019, N 3 f. zu Art. 135 FinfraG.

<sup>36</sup> Beat Barthold/Irène Schilter in: *Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG*, Rolf Sethe/Olivier Favre/Martin Hess/Stefan Kramer/Ansgar Schott (Hrsg.), Zürich 2017, N 6 zu Art. 135 FinfraG; Vgl. dazu die Ausführungen unter 1.1.8.

<sup>37</sup> Barthold/Schilter (Fn. 36), N 12 zu Art. 135 FinfraG; Vogel/Heiz/Luthiger (Fn. 35), N 9 zu Art. 135.

<sup>38</sup> Barthold/Schilter (Fn. 36), N 14 zu Art. 135 FinfraG.

<sup>39</sup> Vogel/Heiz/Luthiger (Fn. 35), N 13 zu Art. 135.

<sup>40</sup> Karl Hofstetter/Evelyn Schilter-Heuberger/Thomas Brönnimann in: *BSK Finanzmarktaufsichtsgesetz Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, Rolf Watter/Rashid Bahar (Hrsg.), 3. Aufl., Basel 2019, N 32 zu Art. 135 FinfraG; Barthold/Schilter (Fn. 36), N 15 zu Art. 135 FinfraG; Verfügung 240/02 der UEK vom 27. Juni 2005 im Sinne Unaxis Holding AG E. 3.3.

vom 31. Oktober 2006 in Sachen Saurer AG. In diesem Fall ging es um einen Sachverhalt, bei welchem die OC Oerlikon Corporation AG Aktien im Umfang von 24,1% der Stimmrechte an der Saurer AG erworben hat, verbunden mit Optionen, welche sie zum Erwerb von weiteren 20,97% der Aktien berechtigt hat. Die UEK sah in diesem Fall unter Berufung auf die teleologische Lückenfüllung respektive auf das Institut des indirekten Erwerbs von Beteiligungsrechten bewusst über das Erfordernis einer Stimmrechtsübertragung als Anknüpfungspunkt für das Auslösen der Angebotspflicht hinweg. Wenn mittels einer Options- oder Wandelstrategie die Bestimmungen des Pflichtangebots umgangen werden sollen, um eine Kontrollübernahme der Zielgesellschaft ohne entsprechendes Kaufangebot im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG zu verwirklichen,<sup>41</sup> ist bereits der Erwerb, und nicht die anschliessende Ausübung, von Options- oder Wandelrechten als die für die Angebotspflicht auslösende Erwerbshandlung zu betrachten.<sup>42</sup>

#### 1.1.4 Direkter Erwerb

Der Grundsachverhalt, der zur Auslösung einer Angebotspflicht führt, ist derjenige des direkten Erwerbs von Beteiligungspapieren durch den Kontrol-lerwerber. Entscheidend ist dabei nach der Praxis der UEK die wirtschaftliche Berechtigung. Werden die Beteiligungspapiere direkt aber unter faktischer Kontrolle eines Dritten erworben, wird die direkt erwerbende Person nicht angebotspflichtig.<sup>43</sup>

#### 1.1.5 Indirekter Erwerb

Der indirekte Erwerb ist in Art. 32 FinfraV-FINMA i.V.m. Art. 120 Abs. 5 FinfraG und Art. 11 FinfraV-FINMA geregelt. Erfasst vom Fall des indirekten Erwerbs sind die Zwischenschaltung juristischer Personen durch natürliche oder andere juristische Personen, der Erwerb über treuhänderische Konstruktionen und alle Erwerbsformen, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Aktien vermitteln können, mit Ausnahme von Vertretungsvollmachten für GV. Grundgedanke dieser Regelung ist die Erfassung al-

ler Erwerbstransaktionen, die im Ergebnis zwar nicht Eigentum, aber dieselbe Kontrolle über die Ausübung der erworbenen Aktienstimmen, verschaffen wie der direkte Eigentumserwerb.<sup>44</sup>

#### 1.1.6 Gemeinsame Absprache mit Dritten

Die wirtschaftliche Kontrolle über Stimmrechte einer Aktiengesellschaft lässt sich sodann auch durch eine gemeinsame Absprache zwischen Aktionären erreichen. Entscheidend ist dabei, ob die in Absprache oder als organisierte Gruppe gehaltene Beteiligung funktional bzw. aus dem Blickwinkel der Kontrolle einer in einer einzigen Hand gehaltenen Beteiligung entspricht.<sup>45</sup> Dabei gilt diese Gruppe als ein eigenes übernahmerechtliches Subjekt, welches bei Überschreitung des Grenzwertes gemeinsam als Gruppe angebotspflichtig wird.

#### 1.1.7 Schwellenwertberechnung

Die Berechnung des Grenzwertes nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG erfolgt gemäss Art. 34 FinfraV-FINMA aus der Gegenüberstellung der vom Erwerber gehaltenen Aktien respektive Stimmrechte (Nenner) im Verhältnis zu den im Handelsregister eingetragenen Aktien (Zähler).

Die Bildung des Zählers erfolgt ausschliesslich anhand des im Handelsregister eingetragenen formellen Aktienkapitals. Veränderungen des Bestands an eigenen Aktien oder die Erhöhung des Aktienkapitals während des laufenden Jahres aus bedingtem oder genehmigtem Aktienkapital werden nicht mitberücksichtigt.

Der Nenner bestimmt sich gemäss Art. 34 Abs. 2 FinfraV-FINMA nach den effektiv vom Erwerber gehaltenen Stimmrechten. Somit werden bei der Berechnung des Nenners im Gegensatz zum Zähler auch unterjährige Transaktionen berücksichtigt. Die Übertragung des Stimmrechts reicht aus, unabhängig davon, ob die Stimmrechte im Nachgang auch effektiv

<sup>41</sup> Vgl. dazu die Ausführungen unter 1.1.8.

<sup>42</sup> Empfehlung der UEK 0293/02 vom 31. Oktober 2006; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann (Fn. 40), N 32 zu Art. 135 FinfraG; Barthold/Schilter (Fn. 36), N 16 zu Art. 135 FinfraG.

<sup>43</sup> Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann (Fn. 40), N 36 zu Art. 135 FinfraG.

<sup>44</sup> Barthold/Schilter (Fn. 36), N 37 zu Art. 135 FinfraG. Vogel/Heiz/Luthiger (Fn. 35), N 24 zu Art. 135; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann (Fn. 40), N 13 zu Art. 135 FinfraG; Alex Geissbühler in: Schweizerisches Bankrecht, Philipp Abegg/Alex Geissbühler/Kurt Haefeli/Eric Huggenberger/Gabriel Larumbe (Hrsg.), 4. Aufl., Zürich 2019, S. 414 f.

<sup>45</sup> Barthold/Schilter (Fn. 36), N 44 zu Art. 135 FinfraG. Vogel/Heiz/Luthiger (Fn. 35), N 24 zu Art. 135; Geissbühler (Fn. 43), S. 414.

im Aktienbuch eingetragen werden. Auch Stimmrechte, die auf Grund einer Vinkulierungsklausel oder einer Stimmrechtsbegrenzung ruhen, werden bei der Berechnung des Nenners mitberücksichtigt.

Die unterschiedliche Berechnungsmethode von Zähler und Nenner kann dazu führen, dass noch nicht im Handelsregister eingetragene Aktien nur bei der Berechnung des Nenners mitgezählt werden, und dem Erwerber eine höhere Beteiligungsquote zugeordnet wird, als dieser effektiv hat. Im Fall eines kurzfristigen Überschreitens von 33⅓ % kann die UEK eine Freistellung von der Angebotspflicht gemäss Art. 136 Abs. 2 Bst. c FinfraG gewähren.<sup>46</sup>

Wenn der aus der Gegenüberstellung von Zähler und Nenner berechnete Prozentwert über 33⅓ % liegt, wird die Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG ausgelöst.

## 1.2 Kontrollwechsel

Das schweizerische Übernahmerecht qualifiziert den Erwerb von mehr als 33⅓ % der Stimmrechte an einer Publikumsgesellschaft als Kontrollwechsel. Mit dem Kontrollwechsel wird die Gesellschaft der Herrschaft eines (neuen) Mehrheitsaktionärs unterstellt.<sup>47</sup> Dabei kann die Kontrolle entweder aus dem Aufbau einer kontrollierenden Beteiligung aus einem vorher breit gestreuten Aktionariat oder durch Erwerb einer bereits bestehenden kontrollierenden Beteiligung erworben werden.<sup>48</sup> Mit dem Kontrollwechsel kann ein Wechsel der Unternehmensstrategie einhergehen. Dem Erwerber kommen durch die Kontrolle jene Vorteile zu, die sich aus der Mehrheitsposition ergeben. Dem Verkäufer wiederum ermöglicht die Kontrolltransaktion in unregulierten Märkten die Abschöpfung einer Prämie über den blossen Wert der einzelnen Aktie hinaus, weil zusätzlich die Verfügungsmacht

über das von der Gesellschaft geführte Unternehmen übergeht.<sup>49</sup>

Aus der Sicht der Minderheitsaktionäre kann eine Kontrolltransaktion Bedenken betreffend die Einflussnahme des künftig dominierenden Aktionärs auf die Geschäftspolitik hervorrufen. Eine negative Einschätzung ist allerdings keineswegs zwingend. Mehrheitsaktionäre werden nämlich aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes eher bereit sein, die Kosten für Kontrollinvestitionen zu tragen und so über eine verbesserte Unternehmenskontrolle einen Mehrwert für alle Aktionäre zu schaffen. Diese Kontrollvorteile fallen umso mehr ins Gewicht, als die aktuellen Rechnungslegungsvorschriften für kotierte Gesellschaften ein hohes Mass an Transparenz über die finanziellen Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren kontrollierenden Aktionären sicherstellen.<sup>50</sup> Anders als noch bei der ursprünglichen Einführung der Angebotspflicht im Jahr 1997, haben die Minderheitsaktionäre heute deshalb einen deutlich höheren Schutz gegenüber einer Selbstbegünstigung des Mehrheitsaktionärs unter dem Stichwort der «private benefits of control».

Gerade, weil die Einschätzung eines Kontrollwechsels sehr unterschiedlich ausfallen kann, räumt Art. 135 Abs. 1 FinfraG den Aktionären ein Ausstiegsrecht ein. Die Aktionäre sollen selbst darüber entscheiden können, ob sie trotz Kenntnis des Kontrollwechsels Aktionäre der Zielgesellschaft bleiben, oder ihre Beteiligung verkaufen wollen.<sup>51</sup>

Der dabei in Art. 135 Abs. 1 FinfraG gewählte Grenzwert von 33⅓ % wird zum Teil damit begründet, dass eine derartige Beteiligung dem Aktionär eine gewisse Sperrminorität für wichtige Beschlüsse in der GV, welche nach Gesetz oder Statuten eine zwei Drittel Mehrheit verlangen, einräume (Art. 704 OR). Mit einer Beteiligung von mindestens 33⅓ % sei ein Aktionär mit seiner Stimmkraft in der Lage, etwas mehr als 50% der für wichtige Beschlüsse notwendigen zwei Drittel beizusteuern.<sup>52</sup> Letztlich darf aller-

<sup>46</sup> Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann (Fn. 40), N 11 zu Art. 135 FinfraG.

<sup>47</sup> Olivier Baum/Hans Caspar von der Crone, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, SZW 4/2015, S. 421; Hans Caspar von der Crone/Daniel Daeniker, Aktienrecht und Finanzmarktregulierung – wohin geht die Reise?, SJZ 112/2016, S. 457 ff.

<sup>48</sup> Daniel Daeniker, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt? in: Mergers & Acquisitions XIII, Rudolf Tschäni (Hrsg.), Zürich 2010, S. 99 f.; Markus Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000, S. 174 ff.

<sup>49</sup> Adriano Huber/Hans Caspar von der Crone, Opting out nach Art. 22 Abs. 3 BEHG, SZW 6/2012, S. 546 f.

<sup>50</sup> Nina Reiser/Hans Caspar von der Crone, Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, GesKR 1/2012, S. 32 f. (m.w.H.); Hans Caspar von der Crone/Thomas Steininger, Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschafterorgane, Aktionärsrechte und Stimmrechtsvertretung, ST 3/2010, S. 88 f.

<sup>51</sup> Baum/von der Crone (Fn. 47), S. 420.

<sup>52</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 49.

dings nicht übersehen werden, dass dieser Schwellenwert, wie jede andere rein formale Beteiligungsgrösse, an einer Aktiengesellschaft immer auch einen etwas zufälligen Charakter hat. Die Frage nämlich, ab welcher Beteiligungsgrösse Aktionäre kontrollierenden Einfluss auf eine Gesellschaft nehmen können, hängt von vielen unternehmensspezifischen Faktoren ab (z.B. Vinkulierung, Bestand an Dispoaktien, Streuung der Aktien usw.). Von besonderer Bedeutung ist dann auch die Präsenz in der GV. In den vergangenen Jahren lag diese bei Publikumsgesellschaften in der Regel bei ca. 60% des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte.<sup>53</sup> Eine derartige Stimmbeteiligung an der GV führt dazu, dass *de facto bereits eine Beteiligung von weniger als 33⅓ % der Stimmrechte*, also einer Beteiligung, welche ohne Auslösung der Kaufangebotspflicht und ohne Gleichbehandlung der übrigen Aktionäre aufgebaut oder erworben werden kann, einen kontrollierenden Einfluss auf die Strategie des Unternehmens vermittelt.<sup>54</sup> Wie eine Analyse der Protokolle der im 2020 durchgeführten GV der SMI-Gesellschaften zeigt, hat sich die Präsenz im laufenden Jahr tendenziell erhöht.<sup>55</sup> Zumindest in einer rein rechnerischen Sicht steigt damit die Beteiligungsgrösse, die notwendig ist, um eine Gesellschaft faktisch zu kontrollieren.

In Hinblick auf den auslösenden Grenzwert sieht Art. 135 Abs. 1 FinfraG keine materielle Beurteilung der Frage des Kontrollwechsels vor, sondern stellt für das Auslösen der Kaufangebotspflicht einzig auf das

formale Überschreiten des Schwellenwertes von 33⅓ % der Stimmrechte ab.<sup>56</sup> Immerhin sind, wie der Fall Saurer AG zeigt, Optionen, die im Rahmen einer eigentlichen Optionsstrategie zwecks Kontrollübernahme erworben worden sind, soweit mit in Betracht zu ziehen, als sie dem betreffenden Aktionär damit allenfalls Zugriff auf den immobilisierten weiteren Teil des Aktionariats gewähren.<sup>57</sup>

## 2. Opting-up/Opting-out Klauseln

Bei einer generellen Opting-up Klausel können Aktiengesellschaften in ihren Statuten den auslösenden Grenzwert für die Angebotspflicht bis auf 49% der Stimmrechte anheben. Soll die Angebotspflicht nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG vollumfänglich wegbedungen werden, können Gesellschaften in ihren Statuten eine generelle Opting-out Klausel vereinbaren.<sup>58</sup> In materieller Hinsicht unterscheidet das FinfraG zwischen einem anfänglichen (Art. 125 Abs. 3 FinfraG) und einem nachträglichen (Art. 125 Abs. 4 FinfraG) Opting-up/Opting-out:<sup>59</sup> Werden die Klauseln vor der Kotierung der Aktiengesellschaft in die Statuten aufgenommen, prüft die UEK deren Gültigkeit, vorbehaltlich Nichtigkeitsgründe, nicht. Werden die Klauseln nach Kotierung in die Statuten aufgenommen, prüft die UEK deren Gültigkeitsvoraussetzungen gemäss Art. 125 Abs. 4 FinfraG bzw. Art. 125 Abs. 4 FinfraG analog.<sup>60</sup>

Zusätzlich kann gemäss Praxis der UEK auch ein formell oder materiell selektives Opting-up/Opting-out vereinbart werden. Als formell selektiv gilt eine Statutenklausel, welche die Angebotspflicht zugunsten eines bestimmten, in den Statuten genannten Erwerbers anhebt/aufhebt. Als materiell selektiv gilt eine Statutenklausel, welche zwar allgemein formuliert ist, aber dennoch auf die Bevorteilung eines bestimmten Aktionärs oder die Begünstigung einer bestimmten Transaktion abzielt.<sup>61</sup> Grundlage für die

<sup>53</sup> Gemäss den Protokollen der GV der SMI Gesellschaften lag das Präsenzquorum in den vergangenen Jahren bei den Gesellschaften im Durchschnitt bei 60% des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte. Vgl. dazu auch *Christophe Volonté/Marco Wapf/Martina Wengle*, in: zRating-Studie 2017, Corporate Governance in Schweizer Publikumsgesellschaften, Inrate AG (Hrsg.), S. 28 sowie Abbildung 28 auf S. 44, abrufbar unter: <[https://www.inrate.com/cm\\_document/zRating-Studie-2017.pdf](https://www.inrate.com/cm_document/zRating-Studie-2017.pdf)> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>54</sup> *Baum/von der Crone* (Fn. 47), S. 421.

<sup>55</sup> So lag beispielsweise im Jahr 2020 das Präsenzquorum von Roche bei 80.4%, Schindler bei 86.42% oder Partners Group bei 81.90%; *Bjoern Zern*, Generalversammlungen: Präsenzansätze werden nach der Covid-Pandemie nicht verschwinden, Stimmbeteiligung bei schriftlichen Versammlungen höher, abrufbar unter: <<https://www.schweizeraktien.net/blog/2020/11/19/generalversammlungen-praesenzanlaesse-werden-nach-der-covid-pandemie-nicht-verschwinden-39861/>> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

<sup>56</sup> Vgl. dazu die Ausführungen zur Berechnung des Grenzwertes unter 1.1.7.

<sup>57</sup> Vgl. dazu die Ausführungen unter 1.1.3.

<sup>58</sup> *Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann* (Fn. 40), N 21 zu Art. 135 FinfraG.

<sup>59</sup> Auf die Fälle des Opting-up sind Art. 125 Abs. 3 und Art. 125 Abs. 4 FinfraG analog anwendbar.

<sup>60</sup> In Fällen einer Opting-up Klausel wird Art. 125 Abs. 4 FinfraG gemäss Praxis der UEK analog angewendet.

<sup>61</sup> Vgl. dazu die Ausführungen unter 2.1; *Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann* (Fn. 40), N 23 zu Art. 135 FinfraG (m.w.H.).

vorliegende Verfügung der FINMA ist ein Sachverhalt, in dem die MCH Group nachträglich eine formell selektive Opting-up Klausel zugunsten der Lupa in deren Statuten einfügen will. Dabei hat sich die Praxis der UEK und der FINMA (bzw. der EBK) zum selektiven Opting-up/Opting-out nicht linear entwickelt, wie in der Folge kurz skizziert werden soll.<sup>62</sup>

## 2.1 Praxis der UEK zum selektiven Opting-up/Opting-out

### 2.1.1 Esec Holding AG und Adval Tech Holding AG

Die UEK hatte sich in ihrer Empfehlung 018/02 vom 6. Juni 2000 erstmals mit der Frage der Einführung eines nachträglich formell selektiven Opting-out zu beschäftigen. Die Esec Holding AG hatte einen bestimmten Kontrollerwerber (Unaxis Holding AG) ausdrücklich in deren statutarischen Klausel genannt. Die UEK kam in ihrer Empfehlung zum Ergebnis, dass gemäss dem Grundsatz *a maiore ad minus* auch eine partielle Aufhebung der Angebotspflicht im Sinne eines selektiven Opting-out gültig sei, sofern der Wortlaut des Opting-out die Selektivität klar zum Ausdruck bringe und die dadurch entstehende Ungleichbehandlung der Aktionäre sachlich und proportional sei. Über die Rechtfertigung einer derartigen Klausel im Sinne von Art. 706 OR habe in erster Linie die GV zu entscheiden.<sup>63</sup> In der Folge hatte die Übernahmekammer der EBK den Fall gemäss Art. 35 Abs. 3 Bst. a BEHV-EBK (heute Art. 28 Abs. 4 Bst. a FinfraV-FINMA) an sich gezogen. Mit der Verfügung vom 23. Juni 2000 kam sie zu einem gegenteiligen Ergebnis: Die Regelung des Börsengesetzes sei abschliessend und enthalte neben dem Opting-out lediglich die Möglichkeit eines Opting-up, lasse aber kein partielles Opting-out zu. Diese gesetzliche Konzeption sei als *numerus clausus* zu verstehen, mithin bestehe im Sinne eines qualifizierten Schweigens kein Raum für andere Interpretationen. Das selektive Opting-out verstosse deshalb gegen das Börsengesetz. Zudem sei eine Sonderabstimmung, vom Fall der Ausgabe von Vorzugsaktien abgesehen, gesetzlich nicht vorgesehen und eine solche sei auch nicht zielführend, weil die Min-

derheit als unbestimmte Gruppe nicht von der Mehrheit abgegrenzt werden könne.<sup>64</sup>

Die UEK setzte in der Folge die Vorgaben gemäss Entscheidung der EBK um und erklärte in ihrer Empfehlung 018/01 vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG auch ein allgemein formuliertes Opting-out als ungültig, wenn damit in Tat und Wahrheit ein konkreter Erwerber respektive eine bestimmte Transaktion begünstigt würde (materielle Selektivität). Darauf bezugnehmend stellte die UEK die widerlegbare Vermutung auf, dass ein Opting-out selektiv sei, wenn während fünf Jahren nach deren Einführung eine Transaktion erfolge.<sup>65</sup>

### 2.1.2 CI Com SA und COS Computer Systems AG

In der Folge wurde in der Literatur kritisiert, dass mit der Rechtsprechung der UEK im Sinne der Adval Tech Holding AG das nachträgliche Opting-out faktisch verunmöglicht werden würde. Diese Kritik berücksichtigend lockerte die UEK ihre Praxis im Jahr 2010 im Rahmen von mehreren Verfügungen. Mit Verfügung 437/01 vom 4. März 2010 stellte die UEK in Sachen CI Com SA fest, dass ein formell oder materiell selektives Opting-out gültig sei, wenn es sachlich begründet und verhältnismässig sei.<sup>66</sup> In der Verfügung 440/01 vom 4. Juni 2010 hielt die UEK in Sachen COS Computer Systems AG fest, dass, wenn die Gesellschaft die Voraussetzungen von Art. 706 OR einhalte, ein nachträglich eingeführtes Opting-out auch dann gültig sei, wenn es materiell selektiv wäre.<sup>67</sup>

### 2.1.3 LEM Holding AG und BT&T Timelife AG

In den Verfügungen in Sachen LEM Holding AG<sup>68</sup> und BT&T Timelife AG<sup>69</sup> konsolidierte die UEK die seit 2010 entwickelte Praxis: Wenn die Aktionäre an der

<sup>62</sup> Bis zum Inkrafttreten des FinfraG galt Art. 22 Abs. 3 BEHG zum nachträglichen Opting-out.

<sup>63</sup> Vgl. dazu Empfehlung 018/02 der UEK vom 6. Juni 2020 E. 2.1 f.

<sup>64</sup> Vgl. dazu Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 E. 3 f., abrufbar unter: <<https://www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0018>>.

<sup>65</sup> Vgl. dazu Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 E. 3.3 f.

<sup>66</sup> Vgl. dazu Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 E. 2.1; *Rashid Bahar*, Opting-Out is In Again: The Takeover Board Relaxes its Practice on Opting-Out From the Mandatory Bid, *CapLaw* 4/2010 (44), S. 15.

<sup>67</sup> Vgl. dazu Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 E. 2.2.

<sup>68</sup> Vgl. dazu Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 E. 2.1.

<sup>69</sup> Vgl. dazu Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 E. 2.1.

GV transparent über die Gründe und Wirkungen eines (selektiven) Opting-out informiert worden seien, könne jeder Aktionär frei über die Annahme der Klausel bzw. Anfechtung des entsprechenden Beschlusses innert zweier Monate entscheiden. Sofern die Transparenzvorschriften erfüllt seien, überprüfe die UEK die Gültigkeit eines Opting-out, vorbehaltlich Rechtsmissbrauch, nicht mehr.<sup>70</sup>

#### 2.1.4 Advanced Digital Broadcast Holdings AG

Mit der Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen Advanced Digital Broadcast Holdings AG hielt die UEK am Transparenzerfordernis über die Einführung des Opting-out und dessen Folgen fest, und kam unter Hinweis auf die am 28. September 2012 beschlossene und auf den 1. Mai 2013 in Kraft gesetzte Abschaffung der Kontrollprämie auf die in der Verfügung in Sachen LEM Holding SA begründete Praxis zurück. Da lediglich bei Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» zur Opting-out Klausel (neben dem Erfordernis der Mehrheit der vertretenen Stimmen) effektiv eine Vermutung für die Richtigkeit des GV Beschlusses bestehe, rechtfertige sich nur in dieser Konstellation eine Zurückhaltung bei der Überprüfung durch die UEK.<sup>71</sup> Sofern die «Mehrheit der Minderheit» die Einführung des Opting-out ablehne, sei demgegenüber eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR zu vermuten. Zur Festlegung der Voraussetzung «Mehrheit der Minderheitsaktionäre» könne entweder eine zweistufige Abstimmung durchgeführt werden oder durch Subtraktion der Stimmen der Mehrheitsaktionäre vom Abstimmungsergebnis bestimmt werden.<sup>72</sup> Als Mehrheitsaktionär gelte wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über 33⅓ % an Stimmkraft verfüge oder den Antrag zur Einführung der Opting-out Klausel beantragt habe.<sup>73</sup>

<sup>70</sup> Vgl. dazu Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 E. 2.1.

<sup>71</sup> Vgl. dazu Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 E. 4.1.

<sup>72</sup> Vgl. dazu Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 E. 4.

<sup>73</sup> Vgl. dazu Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 E. 4.2.

#### 2.1.5 Leclanché SA und aktuelle Praxis

In der Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 im Sinne Leclanché SA hat die UEK die Gültigkeitsvoraussetzungen des selektiven Opting-out auf Opting-up Klauseln ausgedehnt.<sup>74</sup> Diese Praxis hat die UEK inzwischen in verschiedenen Verfügungen bestätigt.<sup>75</sup> Der wohl aktuellste Fall ist die Überprüfung der UEK einer etwaigen Angebotspflicht gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG durch die BigPoint Holding AG und Martin Haefner im Sinne des Streits um den Kontrollwechsel bei der Swiss Steel Holding AG.<sup>76</sup>

#### 2.1.6 MCH Group

In der vorliegenden Verfügung prüft die UEK in erster Instanz, und anschliessend die FINMA als Beschwerdeinstanz, die Einführung einer nachträglichen, selektiven Opting-up Klausel auf deren Gültigkeit. Die FINMA hat im vorliegenden Entscheid bezugnehmend auf die Praxis der UEK insbesondere präzisiert, wie die Abstimmungsmodalitäten bei der Voraussetzung «Mehrheit der Minderheit» zu erfolgen haben und wer als Minderheitsaktionär bei dieser Abstimmung mitzuzählen ist. Wie diese Voraussetzungen im Einzelnen zu prüfen sind, wird nachfolgend dargelegt.

### 2.2 Voraussetzungen

Die Gültigkeit einer nachträglich in die Statuten einzufügenden Opting-up Klausel prüft die UEK gemäss ihrer Praxis nach denselben Kriterien, anhand derer

<sup>74</sup> Vgl. dazu Verfügung 590/01 der UEK vom 20. Februar 2015 E. 1. *Dieter Gericke/Karin Wiedmer*, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich 2020, Rz. 65b zu Art. 9 UEV.

<sup>75</sup> Vgl. dazu etwa Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG; Verfügung 672/01 der UEK vom 26. Januar 2018 im Sinne SHL Telemedicine Ltd.; Verfügung 686/01 der UEK vom 20. März 2018 in Sachen Addex Therapeutics SA, alle abrufbar unter: <<https://www.takeover.ch/transactions/search>> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020); *Georg Gotschev/Marie Jenny/Marc. D. Nagel/Lukas Roos*, Die Praxis des Jahres 2019 im Übernahmerecht, SZW 4/2020, S. 466 ff.

<sup>76</sup> Vgl. dazu Information der UEK vom 27. November 2020, abrufbar unter: <<https://www.takeover.ch/news>> (zuletzt abgerufen am 16. Dezember 2020).

sie untersucht, ob eine Opting-out Klausel gültig ist.<sup>77</sup> Ein Opting-up/Opting-out darf gemäss Art. 125 Abs. 4 FinfraG analog bzw. Art. 125 Abs. 4 FinfraG nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirken. Eine derartige Benachteiligung liegt namentlich vor, wenn ein nachträglich eingefügtes Opting-up/Opting-out Rechte von Aktionären in unsachlicher Weise entzieht/beschränkt oder eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirkt.<sup>78</sup>

### 2.2.1 Keine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung der Aktionäre

Rein formal gesehen wiederholt der Gesetzgeber in Art. 125 Abs. 4 FinfraG mit dem Verweis auf Art. 706 OR, was an und für sich schon direkt gemäss Art. 706 OR gelten würde: Da die Einführung eines Opting-up/Opting-out einer Statutenänderung bedarf, unterstehen diese Klauseln, wie jeder statutenändernde Beschluss der GV, auch den Regeln über die Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen. Der Schutz der Aktionäre kann schon aus rein formalen Gründen nicht über das hinausgehen, was der gleichlautende Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR gewährleistet. Mit Blick auf die Rechtssicherheit und den Minderheitenschutz hätte deshalb eine Unterstellung unter das Quorum von Art. 704 OR nähergelegen, als der redundante Verweis auf Art. 706 OR. Wenn der Gesetzgeber in Art. 125 Abs. 4 FinfraG zum nachträglichen Opting-out/Opting-up gezielt die Voraussetzung der gerechtfertigten Ungleichbehandlung der Aktionäre hervorhebt, geht er davon, dass bei Konstellationen eines Kontrollwechsels im besonderen Mass ein Potential zur Benachteiligung der Aktionäre gegeben ist.<sup>79</sup>

Gemäss geltender Praxis der UEK wird vermutet, dass ein Opting-up/Opting-out keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre im Sinne von Art. 125 Abs. 4 FinfraG und Art. 706 OR bewirkt,<sup>80</sup> wenn die Aktionäre transparent über deren Einführung und deren Folgen informiert werden und die Mehrheit der ver-

tretenen Stimmen und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der GV dem Opting-up/Opting-out zustimmen. Gemäss Praxis der UEK kann diese Vermutung ausnahmsweise bei besonderen und aussergewöhnlichen Umständen widerlegt werden.<sup>81</sup> Bei einem selektiven Opting-up/Opting-out muss die durch die Selektivität bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt sein.<sup>82</sup> Wie im vorliegenden Fall wird ein selektives Opting-up/Opting-out insbesondere dann gerechtfertigt sein, wenn der Kontrollwerber bereit ist, einen anderweitigen nicht verfügbaren Sanierungsbeitrag zu leisten.<sup>83</sup>

### 2.2.2 Mehrheit der an der GV vertretenen Stimmen

Für die Einführung einer Opting-up/Opting-out Klausel ist als nächste Voraussetzung ein Mehrheitsbeschluss respektive die Erreichung des statutarisch vorgesehenen höheren Stimmquorums für die Änderung der Statuten erforderlich.

### 2.2.3 Mehrheit der Minderheit

Gemäss Praxis der UEK braucht es für die Einführung eines nachträglichen Opting-up/Opting-out zusätzlich zur Mehrheit der vertretenen Stimmen auch die «Mehrheit der Minderheit». Stimmt die Mehrheit der Minderheitsaktionäre gegen die Einführung einer Opting-up/Opting-out Klausel, so wird vermutet, dass eine Benachteiligung im Sinne von Art. 706 OR besteht, selbst wenn die Mehrheit der an der GV vertretenen Stimmen den Antrag gutheisst.<sup>84</sup> Aus dieser Voraussetzung ergeben sich zwei Fragen:

- Wer gilt für die Voraussetzung der «Mehrheit der Minderheit» als Minderheitsaktionär und
- wie ist das Abstimmungsergebnis der «Mehrheit der Minderheit» zu ermitteln?

Als Minderheitsaktionär gilt gemäss Praxis der UEK, wer weder direkt noch indirekt, noch in gemeinsamer Absprache mit anderen einen Anteil von über 33⅓ % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält,

<sup>77</sup> Vgl. dazu Verfügung 590/01 der UEK vom 20. Februar 2015 in Bezug auf ein materiell selektives Opting-up; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann (Fn. 40), N 27 zu Art. 135 FinfraG; Verfügung FINMA Rz. 35 m.w.H.

<sup>78</sup> Art. 125 Abs. 3 f. FinfraG; Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR.

<sup>79</sup> Baum/von der Crone (Fn. 47), S. 423; Huber/von der Crone (Fn. 49), S. 543 f.

<sup>80</sup> Vgl. dazu die Ausführungen unter III.

<sup>81</sup> Vgl. dazu Verfügung 745/02 der UEK vom 28. Januar 2020; Verfügung 745/01 der UEK vom 25. Oktober 2020; Verfügung 686/01 der UEK vom 20. März 2018.

<sup>82</sup> Vgl. dazu Verfügung FINMA Rz. 36; Verfügung 590/01 der UEK vom 20. Februar 2015 Rz. 3; Verfügung 686/01 der UEK vom 20. März 2018 Rz. 13.

<sup>83</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/01 E. 3.4.2.

<sup>84</sup> Vgl. dazu Verfügung 765/02 Rz. 51.

noch den Antrag auf Einführung des Opting-up/Opting-out bei dem Verwaltungsrat gestellt hat. Die UEK argumentiert, dass mit diesem Grenzwert verhindert werden kann, dass ein bestehender kontrollierender Aktionär bei der Einführung eines Opting-up/Opting-out profitieren könnte, dass er infolge des Opting-up/Opting-out seine Beteiligung verkaufen und aus der Zielgesellschaft austreten könnte, ohne dass der Käufer den anderen Aktionären ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreiten müsste.

Zur Ermittlung des Abstimmungsergebnisses der Minderheitsaktionäre genügt es, wenn ihre Stimmen gesondert ausgezählt werden.<sup>85</sup> Mit Blick auf diese Sonderauszählung zur Feststellung der übernahmerechtlichen Voraussetzung «Mehrheit der Minderheit» ist nach der gefestigten Praxis der UEK auf die vertretenen Stimmen der Minderheitsaktionäre abzustellen.<sup>86</sup>

#### 2.2.4 Abgrenzung Minderheit und Mehrheit

Bei den Abstimmungsmodalitäten zur Voraussetzung der «Mehrheit der Minderheit» sind zwei Punkte relevant:

Zunächst einmal stellt sich in Hinblick auf die Sonderabstimmung die Frage wie die Mehrheit von der Minderheit abzugrenzen ist. Im vorliegenden Sachverhalt war die Abgrenzung unproblematisch. Es sind aber durchaus Fälle denkbar, in denen die Abgrenzung des Kreises der Minderheitsaktionäre Probleme aufwerfen können, so etwa im Fall von Geschäftsbeziehungen zwischen einzelnen Minderheitsaktionären und dem potenziellen Kontrollerwerber. Erst wenn die Minderheit klar feststeht, kann deren Wille im Rahmen einer Sonderabstimmung festgestellt werden.

Bei grundsätzlich homogenen Aktionärsinteressen ist in der Gruppe der Minderheitsaktionäre ein deutliches Resultat zu erwarten. Fällt das Ergebnis in der Sonderauszählung knapp aus, zeugt dies zumindest von Skepsis der Minderheitsaktionäre, was dem Beitrag der vorgesehenen Transaktion zum Gesellschaftsinteresse betrifft.

#### 2.2.5 Abstimmungsverfahren

Ist das Abstimmungsverfahren formell korrekt verlaufen, wird die materielle Richtigkeit des gefassten Entscheides vermutet: Rational handelnde Aktionäre werden als Kollektiv grundsätzlich jenen Entscheid treffen, den auch ein hypothetischer Alleineigentümer der Gesellschaft in derselben Situation getroffen hätte, wobei dieser Entscheid zugunsten der ökonomisch besten unter den zur Auswahl stehenden Möglichkeiten gefällt wird (Pareto-Superiorität). Diese Vermutung geht auf das Einstimmigkeitsprinzip nach *Knut Wicksell* zurück, wonach der Zwang zum Konsens den Wert maximieren sollte.<sup>87</sup>

Die Voraussetzung für die Richtigkeitsvermutung dieser Aussage aus aktienrechtlicher Sicht ist ein normatives Verständnis des Interessengleichlaufs aus Sicht der Aktionäre. Massgebend sind dabei homogene Aktionärsinteressen, welche der rein wirtschaftlichen Zielsetzung der Publikumsgesellschaft und der rein kapitalorientierten Beziehung des Aktionärs zur Publikumsgesellschaft Rechnung tragen.<sup>88</sup> Die Interessen der Aktionäre verstehen sich in diesem Fall also primär ökonomisch. In der Mehrzahl von Entscheiden der GV bei Publikumsgesellschaften liegt ein normativer Interessengleichlauf vor (eine hohe Dividendenausschüttung), was sich überwiegend in klaren Stimmverhältnissen bei Publikumsgesellschaften widerspiegelt.<sup>89</sup>

Die Richtigkeitsvermutung für Entscheide auf der Grundlage normativ gleichlaufender Interessen ist auch im Gesetz im Verhältnis zwischen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1 OR einerseits und Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR andererseits verankert. Der Gesetzgeber sieht eine allgemeine Überprüfung von Generalversammlungsbeschlüssen nur mit Blick auf die Gesetzes- oder Statutenkonformität vor. Die materielle Überprüfung sieht er dagegen nur in den Fällen des unsachlichen Eingriffs in Aktionärsrechte und der nicht durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigten

<sup>85</sup> Vgl. dazu Verfügung 539/01 der UEK vom 24. Juni 2013, E. 1.2.

<sup>86</sup> Vgl. dazu Verfügung 745/02 der UEK vom 28. Januar 2020 Rz. 52; Verfügung 539/01 der UEK vom 24. Juni 2013 Rz.13.

<sup>87</sup> Das Pareto-Kriterium ist die Beurteilung, ob ein Zustand sich durch die Veränderung eines Zielwerts verbessert (Pareto-Superiorität), ohne auch nur einen anderen Zielwert verschlechtern zu müssen.

<sup>88</sup> *Christoph von Greyerz*, Die Aktiengesellschaft, in: Schweizerisches Privatrecht, Bd. VIII/2, Basel 1982, S. 174 ff.; *Frank Vischer/Fritz Rapp*, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts, Bern 1968, S.182 ff.

<sup>89</sup> *Hans Caspar von der Crone*, Auf dem Weg zu einem Recht bei Publikumsgesellschaften, ZBJV 133/1997, S. 97 ff.

Ungleichbehandlung oder Benachteiligung von Aktionären vor. Entscheide, die alle Aktionäre in gleicher Weise betreffen, können schliesslich keine Ungleichbehandlung bewirken oder Rechte in unsachlicher Weise entziehen oder beschränken.<sup>90</sup>

Liegt hingegen ein Sachverhalt mit heterogenen Interessen der Aktionäre vor, kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Mehrheit die für die Gesellschaft als Kollektiv ökonomisch beste Lösung gewählt hat. Ein formell korrekter Verlauf der Abstimmung begründet hier keine Vermutung der materiellen Richtigkeit des gefassten Entscheides. Dieser Interessengleichlauf fehlt beispielsweise in Fällen eines Kontrollwechsels, da das Verhältnis unter den Aktionären neugestaltet wird.

Wie *James Buchanan* für politische Entscheidungsmechanismen gezeigt hat, könnte in solchen Situationen nur Einstimmigkeit die Richtigkeitsvermutung beanspruchen. Einstimmigkeit würde also sicherstellen, dass die Mehrheit mit dem Ziel eines Konsenses mit der abgegrenzten Minderheit verhandelt, und diese überzeugt, angemessen für die mit dem Entscheid verbundenen Nachteile entschädigt zu werden.<sup>91</sup>

Bestehen zu einer Frage innerhalb des Aktionariats divergente Fronten, kann die Richtigkeitsvermutung durch eine zweistufige Abstimmung wiederhergestellt werden. Ein solches Vorgehen hat der Gesetzgeber mit der Sonderversammlung nach Art. 654 Abs. 2 OR legiferiert. Übernahmerechtlich ist bei der Einführung eines nachträglichen Opting-up/Opting-out ebenfalls eine zweistufige Abstimmung zwingend erforderlich.

Der Entscheid ist durch die GV als Ganzes zu fällen, die Erfassung des Willens der durch den Entscheid potentiell schlechter gestellten Aktionärsgruppe hat gesondert zu erfolgen. Steht fest, dass der Entscheid auch von dieser Aktionärsgruppe mitgetragen wird, so kann trotz heterogener Interessen von seiner Richtigkeit ausgegangen werden. Die Richtigkeitsvermutung ist wiederhergestellt. Technisch gesehen genügt hierzu eine getrennte Auszählung der Stimmen für verschiedene Aktionärsgruppen, wie sie gemäss Praxis der UEK für die Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit» ausreichend ist.<sup>92</sup>

Ergibt sich nach der Sonderabstimmung keine Einstimmigkeit, so kann davon ausgegangen werden, dass die Mehrheit die Minderheit nicht von der Entschädigung für die mit dem Entscheid verbundenen Nachteile überzeugen konnte. Dies zeigt sich auch anhand des vorliegenden Sachverhalts. Zunächst stimmen die Minderheitsaktionäre gegen die Einführung der formell selektiven Opting-up Klausel. Bei der zweiten Abstimmung gibt es mit 96% Ja Stimmanteil der Aktionäre eine klare Zustimmung zum formell selektiven Opting-up, welches die Lupa begünstigen soll. Dieser Umstand verdeutlicht, dass erst in einer zweiten Runde Transaktionsbedingungen gefunden werden konnten, mit welchen die Mehrheit die Minderheitsaktionäre von der Vorteilhaftigkeit des Geschäfts überzeugen konnten. Die Richtigkeitsvermutung des Entscheids zur Einführung des formell selektiven Opting-up konnte also gemäss den obigen Ausführungen mit Einstimmigkeit wiederhergestellt werden.

### 2.3 Würdigung

Die vorliegende Verfügung schliesst an die unter der aktuellen Praxis ergangenen Entscheide der UEK in Hinblick auf die Gültigkeit einer selektiven Opting-up/Opting-out Klausel an, enthält darüber hinaus Präzisierungen hinsichtlich der Abstimmungsmodalitäten der übernahmerechtlichen Voraussetzung «Mehrheit der Minderheit». Da die Lupa als Begünstigter im Rahmen der Einführung der Opting-up Klausel benannt wird, können die Minderheitsaktionäre die mit dem Opting-up verbundenen Konsequenzen besser abschätzen und letztlich einen Entscheid mit weitreichenden Konsequenzen treffen, ob sie der Einführung des Opting-up zustimmen wollen oder nicht. Durch die partielle Aufhebung der Angebotspflicht kann im Gegensatz zum Opting-out ein weit gefasster Verzicht der Minderheitsaktionäre auf ihr Mitverkaufsrecht vermieden werden, was gerade aus Sicht des Anlegerschutzes wünschenswert ist.<sup>93</sup> Andererseits wird durch die Nennung eines konkreten Begünstigten die Möglichkeit eröffnet, dass die Lupa als begünstigter Aktionär die Mehrheit der Minderheitsaktionäre von ihrem Anliegen und ihrer Unternehmensstrategie zur Lösung der finanziell angespannten Lage der MCH Group überzeugen kann,

<sup>90</sup> Von der Crone (Fn. 89), S. 97 ff.

<sup>91</sup> *James M. Buchanan/Gordon Tullock*, *The Calculus of Consent*, Michigan 1992, S. 90 ff.

<sup>92</sup> Von der Crone (Fn. 89), S. 97 ff.

<sup>93</sup> Vgl. dazu Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 E. 1.4.2; *Ruffner* (Fn. 48), S. 170 f. (m.w.H.).

und Letztere ihren Entscheid über Annahme oder Ablehnung des Opting-up gestützt auf dieses Ergebnis treffen können.

Das Ergebnis der ersten Abstimmung durch Ablehnung des Opting-up verdeutlicht, dass aus Sicht der Minderheitsaktionäre die Richtigkeitsvermutung des Entscheids zum formell selektiven Opting-up durch eine zweite Abstimmung und Einstimmigkeit wiederhergestellt werden konnte.

Ein sachlich richtiger Entscheid setzt voraus, dass bezüglich des Beschlussgegenstands ein Interessengleichlauf aller Aktionäre besteht, weil dann die Mehrheit nicht zulasten der Minderheit entscheiden kann, ohne sich dadurch selbst einen Nachteil zu verschaffen. Wenn hingegen zu einer bestimmten Frage klar divergierende Interessen bestehen, die der Mehrheit und der Minderheit zugeteilt werden können, kann eine zweistufige Abstimmung, einmal exklusive und einmal inklusive der Stimmen der Mehrheit, aufzeigen, ob der Entscheid in beiden Fällen positiv, d.h. mit der absoluten Mehrheit der Stimmen der jeweiligen Abstimmung, ausfällt und somit auch von der Minderheit mitgetragen wird.

Auf diese Überlegungen stützt auch die UEK ihre Praxis zum Opting-up/Opting-out: Schliesslich trage die separate Abstimmung den unterschiedlichen Interessen der Aktionäre im Falle eines Kontrollwechsels Rechnung. Dabei sei das Verhältnis des Interesses des potenziellen Kontrollaktionärs am Opting-up/Opting-out dem grundsätzlichen Interesse der übrigen Aktionäre an der Beibehaltung ihres Ausstiegsrechts zu einem angemessenen Preis gegenüberzustellen. Eine separate Abstimmung der Minderheitsaktionäre biete hier zur Beurteilung eine angemessene Lösung: Wenn die Mehrheit der Minderheitsaktionäre die Opting-up/Opting-out Klausel annehme, könne in diesem Fall vermutet werden, dass die Entscheidung trotzdem in ihrem Interesse oder in jedem Fall hinsichtlich des Gesellschaftszwecks gerechtfertigt und damit im Sinne von Art. 706 OR sei.<sup>94</sup>

## V. Schlussbemerkungen

Die vorliegend besprochene Verfügung der FINMA bestätigt einerseits die im Sinne *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* ergangene Praxisänderung der UEK zur Gültigkeit der formell selektiven Opting-out Klausel,<sup>95</sup> welche im Sinne *Leclanché SA* auf die Gültigkeit formell selektiver Opting-up Klauseln ausgedehnt wurde.<sup>96</sup> Andererseits betont sie die übernahmerechtlichen Grundsätze, welche zur Einführung einer nachträglich eingeführten Opting-up/Opting-out Klausel relevant sind:

Zunächst einmal wird auf die entscheidende Abgrenzung der Mehrheit von der Minderheit hingewiesen. Denn erst wenn diese Abgrenzung feststeht, kann der Wille der Minderheitsaktionäre ermittelt werden. Wenn die Mehrheit der Minderheitsaktionäre das Opting-up/Opting-out annehmen, kann davon ausgegangen werden, dass die Entscheidung trotzdem in ihrem Interesse ist. Eine separate Abstimmung zur Ermittlung der übernahmerechtlichen Voraussetzung «Mehrheit der Minderheit» ist allerdings nicht notwendig. Zur Analyse dieser Voraussetzung reicht eine Sonderauszählung aus, in der die vertretenen Stimmen der Minderheitsaktionäre ermittelt werden.

<sup>94</sup> Vgl. dazu auch Ausführungen unter 2.2.2 sowie *Huber/von der Crone* (Fn. 49), S. 543 f.

<sup>95</sup> Vgl. dazu Ausführungen unter 2.1.4.

<sup>96</sup> Vgl. dazu Ausführungen unter 2.1.5.