

Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung

Verfügung 600/01 der Übernahmekommission (UEK) vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG: Gültigkeit Opting out und Abwehrmassnahme

Mit Bemerkungen von RA lic. iur. Olivier Baum und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone,
beide Universität Zürich*

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Erwägungen der UEK
 - 1. Opting out
 - 2. Transaktionsvereinbarung
- III. Bemerkungen
 - 1. Angebotspflicht
 - 2. Opting out
 - 3. Transaktionsvereinbarung
- IV. Fazit

I. Sachverhalt¹

Die Kaba Holding AG (Kaba) ist eine an der SIX Swiss Exchange AG (SIX) gemäss Swiss Reporting Standard² (SIX: KABN) kotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Rümlang. Die Kaba ist die Muttergesellschaft einer multinationalen Unternehmensgruppe und hält Beteiligungen an verschiedenen operativen Tochtergesellschaften, wobei 19 Tochtergesellschaften direkt und insgesamt 50 Tochtergesellschaften indirekt gehalten werden (Kaba Gruppe). Das Aktienariat der Kaba ist grundsätzlich breit gestreut, wobei aber 26 Familienaktionäre – Erben des früheren Kaba-Patrons Leo Bodmer sowie die Familie von Ulrich Bremi – vor der beabsichtigten Transaktion insgesamt rund 21% der Kaba-Aktien hielten (Kaba-Familienaktionäre).³

Die DORMA Holding GmbH + Co. KGaA (Dorma Holding) ist eine Kommanditgesellschaft auf Aktien nach deutschem Recht mit Sitz in Ennepetal, Nordrhein-Westfalen (Deutschland). Karl-Rudolf Mankel sowie seine beiden Töchter Christine Mankel und Stephanie Brecht-Bergen (Familie Mankel/Brecht-Bergen) beherrschen über verschiedene dazwischen-

geschaltete Gesellschaften (Familie Mankel Gruppe⁴) die Dorma Holding, welche (wie die Kaba) als Holdinggesellschaft fungiert und Beteiligungen an verschiedenen operativen Tochtergesellschaften hält (Dorma Gruppe).

Die Kaba und die Familie Mankel Gruppe planten einen Zusammenschluss ihrer operativen Gesellschaften, welcher gemäss dem zwischen den Parteien abgeschlossenen Transaktionsvertrag im Wesentlichen die folgenden Transaktionsschritte umfasst:

- (i) Kapitalerhöhung der Kaba (welche nach Vollzug der Transaktion in dorma+kaba Holding AG umbenannt werden soll) aus genehmigtem Kapital im Umfang von CHF 38 000,⁵ wobei die neu ausgegebenen 380 000 Namenaktien mit Nennwert CHF 0.10 vollumfänglich von der Familie Mankel Industriebeteiligungs GmbH + Co. KGaA, einer von der Familie Mankel/Brecht-Bergen kontrollierten Kommanditgesellschaft auf Aktien nach deutschem Recht, gezeichnet werden;
- (ii) Zusammenschluss der Kaba Gruppe und der Dorma Gruppe durch Sacheinlage der operativen Tochtergesellschaften der Kaba in die Dorma Holding gegen Ausgabe einer Mehrheitsbeteiligung von 52,5% am Aktienkapital der Dorma Holding, welche nach Vollzug der Transaktion in dorma+kaba Holding GmbH + Co. KGaA umbenannt werden und als Joint Venture bzw. Subholding-Gesellschaft fungieren soll;⁶
- (iii) Aufnahme eines neuen § 5a in die Statuten der Kaba betreffend ein formell selektives Opting out mit folgendem Wortlaut:
«Die Familie Mankel Industriebeteiligungs GmbH + Co. KGaA und die Mankel Family Office GmbH sowie deren jeweilige unmittelbare oder mittelbare Gesellschafter sind – alleine oder zusammen mit Aktionären der Gesellschaft, mit denen sie im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss der Kaba

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

¹ Vgl. Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, A-N.

² Bis zum 31. Juli 2015 im «Main Standard» kotiert.

³ Neben den Kaba-Familienaktionären, welche vor der Transaktion nicht als Gruppe i.S.v. Art. 20 Abs. 3 BEHG offengelegt waren, war vor der Transaktion gemäss der Stellungnahme des Verwaltungsrats nach Art. 61 Abs. 3 lit. a UEV einzig eine Beteiligung der UBS Fund Management (Switzerland) AG von 3,18% gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG gemeldet.

⁴ Bestehend aus der Mankel Family Office GmbH, der KRM Beteiligungs-GmbH und der Familie Mankel Industriebeteiligungs GmbH + Co. KGaA sowie deren wirtschaftlich Berechtigten, der Familie Mankel/Brecht-Bergen.

⁵ Entspricht einem Anteil von 9,06% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der Kaba nach Durchführung der Kapitalerhöhung.

⁶ Darüber hinaus soll die Kaba von der Familie Mankel/Brecht-Bergen eine Mehrheitsbeteiligung von 52,5% an der DORMA Beteiligungs-GmbH erwerben, welche die alleinige persönlich haftende geschäftsführende Gesellschafterin der Dorma Holding ist.

Gruppe mit der Dorma Gruppe einen Pool-Vertrag abgeschlossen haben («Aktionärspool») – in Bezug auf die folgenden Sachverhalte von der Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots gemäss Art. 32 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 befreit:

- a) Zusammenschluss der Kaba Gruppe mit der Dorma Gruppe nach Massgabe des Transaktionsvertrags vom 29. April 2015 zwischen der Familie Mankel Industriebeteiligungs GmbH + Co. KGaA und der Mankel Family Office GmbH einerseits sowie der Gesellschaft andererseits;
 - b) Transaktionen in Aktien der Gesellschaft zwischen den Parteien des Aktionärspools und/oder mit Dritten, die zu Veränderungen der Mehrheitsverhältnisse innerhalb des Aktionärspools, zu Änderungen in der Zusammensetzung des Aktionärspools oder zu Veränderungen der direkten Gesamtbeteiligung der Parteien des Aktionärspools an der Gesellschaft führen, solange diese direkte Gesamtbeteiligung 33⅓% der Stimmrechte der Gesellschaft nicht übersteigt;
 - c) Auflösung des Aktionärspools;
 - d) Vollzug der in § 36 der Statuten beschriebenen Übertragungsvereinbarung.»
- (iv) Aufnahme eines neuen § 36 in die Statuten der Kaba betreffend einen Vorabbeschluss der Generalversammlung über eine als «Übertragungsvereinbarung» bezeichnete Transaktionsvereinbarung, welche der Familie Mankel Gruppe im Falle eines Kontrollwechsels über Kaba (und unter gewissen weiteren Bedingungen) das Recht einräumt, eine Mehrheitsbeteiligung von 50,1% an der neuen Joint Venture Gesellschaft (dorma+kaba Holding GmbH + Co. KGaA) zu erwerben.⁷ Für die Aufhebung dieser Transaktionsvereinbarung werden qualifizierte Mehrheitserfordernisse vorgesehen: Bis am 31. Dezember 2018 bedarf es 75% der vertretenen Stimmen, danach mehr als 50% der vertretenen Stimmen.

Die Kaba und die Familie Mankel Gruppe vereinbarten, dass der Verwaltungsrat der Kaba nach Ankündi-

gung der Transaktion eine ausserordentliche Generalversammlung der Kaba einzuberufen hat, um die Transaktion den Aktionären zur Genehmigung zu unterbreiten.⁸ Die Annahme des vorgeschlagenen selektiven Opting out (§ 5a, vgl. vorne (iii)) durch die Generalversammlung ist dabei einerseits eine Suspensivbedingung des Transaktionsvertrags; andererseits erfolgt die Beschlussfassung über die Aufnahme des § 36 betreffend den unter (iv) skizzierten Vorabbeschluss bedingt für den Fall, dass die Transaktion effektiv durchgeführt wird. Überdies soll die Familie Mankel Gruppe zusammen mit den Kaba-Familienaktionären einen Aktionärbindungsvertrag mit Vetorechten, Stimpfpflichten sowie Vorkaufsrechten abschliessen, wobei die daran beteiligten Aktionäre (Poolaktionäre) gemeinsam ca. 27,3% der Stimmrechte an Kaba halten werden.

II. Erwägungen der UEK

1. Opting out

Einleitend hält die UEK fest, dass die Familie Mankel Gruppe bzw. die übrigen Poolaktionäre zwar nur rund 27,3% der Stimmrechte an Kaba halten werden und damit die angebotspflichtige Schwelle von 33⅓% nicht überschreiten. Aufgrund der komplexen Transaktionsstruktur und den vorgesehenen diversen Einflussmöglichkeiten und Vetorechten sei es aber nicht auszuschliessen, dass diese Transaktion als «Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht» gelten würde.⁹ Mit der Aufnahme eines Opting out in die Statuten der Kaba würde dieser Frage zuvorgekommen.

Daran anknüpfend bestätigt die UEK ihre Praxis, wonach die Einführung eines nachträglichen Opting out übernahmerechtlich gültig sei, wenn (i) die Aktionäre über die Einführung des Opting out und die daraus resultierenden Folgen transparent informiert werden und (ii) die Mehrheit der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Opting out zustim-

⁷ Von Kaba geschriebene Call-Option auf 2,6% der Aktien an der Dorma Holding, wodurch die Minderheitsbeteiligung von 47,5% in eine Mehrheitsbeteiligung von 50,1% aufgestockt werden kann.

⁸ Die ausserordentliche Generalversammlung wurde am 22. Mai 2015 durchgeführt, wobei die Aktionäre sämtlichen Anträgen des Verwaltungsrats der Kaba zugestimmt haben.

⁹ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.

men.¹⁰ Da die Durchführung der Transaktion gemäss den Ausführungen des Verwaltungsrats im langfristigen Interesse der Kaba sei und die Gründe und die Auswirkungen des Opting out, namentlich der Ausschluss des Ausstiegsrechts im Falle eines Kontrollwechsels, in der Einladung zur ausserordentlichen Generalversammlung (und der diesbezüglichen Informationsbroschüre) beschrieben werden, erachtet die UEK die Anforderungen an die Transparenz vorliegend als gewahrt.¹¹

Anschliessend wendet sich die UEK der Frage des selektiven Opting out zu und gibt einen Überblick über die bisherige Entwicklung der Rechtsprechung zu diesem Thema.¹² Der aktuellen Praxis der UEK zur Einführung eines nachträglichen Opting out liege der Gedanke zu Grunde, dass die transparent informierten (Minderheits-)Aktionäre selbst über die damit verbundenen Vor- und Nachteile entscheiden sollen, weshalb es sachgerecht erscheine, auch ein transaktionspezifisches Opting out zuzulassen.¹³ Die Aktionäre würden bei einem derartigen Opting out nur partiell auf ihr gesetzlich vorgesehenes Ausstiegsrecht verzichten. Ein solches selektives Opting out stelle deshalb den weniger starken Eingriff in die Aktionärsrechte dar als das «generelle» Opting out, weshalb auch aus Überlegungen des Anlegerschutzes nichts gegen seine Zulässigkeit spräche.¹⁴

2. Transaktionsvereinbarung

Bezüglich der Transaktionsvereinbarung hält die UEK zunächst fest, dass diese offensichtlich geeignet sei, potenzielle Anbieter abzuschrecken. Sie wirke mithin als Poison Pill und stelle somit eine Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG dar.¹⁵ Allerdings unterliegen Beschlüsse der Generalversammlung den diesbezüglichen börsengesetzlichen Einschränkungen nicht (vgl. Art. 29 Abs. 2 BEHG), weshalb der Beschluss unter diesem Gesichtspunkt unproblematisch erscheine. Weil

die Transaktionsvereinbarung von der Generalversammlung der Kaba vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Übernahmeangebots genehmigt werde, handle es sich dabei um einen sogenannten Vorabbeschluss.

Mit einem derartigen Vorabbeschluss auferlegen sich die Aktionäre Beschränkungen hinsichtlich der Annahme oder Ablehnung eines allfälligen künftigen Übernahmeangebots. In Unkenntnis der Eckwerte eines solchen (potenziellen) Übernahmeangebots könnten die Aktionäre die Tragweite ihrer Entscheidung nur schwer abschätzen.¹⁶ Mit Blick auf Art. 27 ZGB sei ein solcher Vorabbeschlusses deshalb zwingend nur so weit zulässig, als er auch wieder aufgehoben werden könne.¹⁷ Aufgrund des bis zum 31. Dezember 2018 geltenden Mehrheitserfordernisses von 75% würde die Aufhebung des vorgeschlagenen § 36 der Statuten in einer ersten Phase faktisch verhindert.¹⁸ Ab dem 1. Januar 2019 allerdings sei eine Aufhebung mit einfacher Mehrheit möglich. In einer Gesamtbeurteilung und aufgrund des Interesses der Gesellschaft am Vollzug der Transaktion erachtet die UEK die Klausel deshalb als zulässig.¹⁹ Da auch keine sonstige offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht i.S.v. Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 37 UEV vorliege, verletze die vorgeschlagene Transaktionsvereinbarung keine übernahmerechtlichen Bestimmungen.²⁰

III. Bemerkungen

1. Angebotspflicht

1.1 Entstehungsgeschichte

Die Einführung einer Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots für alle an der Börse gehandelten Beteiligungspapiere einer Gesellschaft war im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses zum Börsengesetz Gegenstand einer ausgedehnten Kontroverse.²¹ Die Botschaft

¹⁰ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.1.

¹¹ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.2.

¹² Dazu eingehend III.2.2.

¹³ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.4.2.

¹⁴ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.4.2.

¹⁵ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.1.

¹⁶ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.

¹⁷ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

¹⁸ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

¹⁹ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

²⁰ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.3 f.

²¹ Dabei war einerseits die Einführung der Angebotspflicht an sich, andererseits aber auch der relevante Schwellen-

zum Börsengesetz sah ursprünglich ein Gesamtpaket von Bestimmungen zum Übernahmerecht einschliesslich einer Angebotspflicht vor, dem sich kotierte Gesellschaften mit einem Opting-in hätten unterstellen können («Segmentlösung»²²). Die Gesellschaften hätten also die Wahl gehabt, sich mit einem Opting-in den übernahmerechtlichen Regelungen – einschliesslich Angebotspflicht – gesamthaft zu unterstellen oder ganz auf eine Anwendbarkeit des Übernahmerechts zu verzichten. Dieser «Alles-oder-Nichts»-Ansatz wurde in den Vernehmlassungseingaben stark kritisiert und es wurde gar gefordert, die Frage der Angebotspflicht in einem separaten Erlass zu regeln, um die Inkraftsetzung des im Grundsatz befürworteten Börsengesetzes nicht zu gefährden.²³ Im Rahmen der parlamentarischen Beratungen wurde alsdann beschlossen, sämtliche kotierten Gesellschaften dem Übernahmerecht zu unterstellen. Gleichzeitig wurde aber bezüglich der Angebotspflicht die Möglichkeit eines Opting out bzw. Opting up eingeführt, um eine Anpassung an die unterschiedlichen Bedürfnisse der einzelnen Gesellschaften (namentlich der Familiengesellschaften) zu ermöglichen.²⁴

1.2 Angebotspflicht und Kontrollwechsel

Gemäss Art. 32 Abs. 1 Satz 1 BEHG muss jeder Aktionär, der direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten. Im Sinne einer *praesumptio iuris et de iure* qualifiziert das schweizerische Börsen- und Übernahmerecht den Erwerb von mehr als 33⅓% der Stimmrechte an einer Gesellschaft somit als Kontrollwechsel.²⁵

wert äusserst umstritten; eingehend dazu: *Matthias Feldmann*, L'obligation de présenter une offre publique d'acquisition à la suite d'une prise de contrôle, Diss. Lausanne, Aachen 1999, S. 135 ff.

²² Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, BBl 1993 I 1369 ff., S. 1389 f. sowie 1452 (Art. 22 Abs. 1 E-BEHG).

²³ Vgl. die Nachweise bei *Feldmann* (Fn. 21), S. 135.

²⁴ Vgl. *Thomas Pletscher*, Übernahmeregulation im neuen Börsengesetz, ST 1994, S. 170; sowie die Darstellung bei *Feldmann* (Fn. 21), S. 136 f.

²⁵ *Karl Hofstetter/Evelyn Schilter-Heuberger*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}

Die Beurteilung von Kontrolltransaktionen ist in der Praxis oft kontrovers. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der Zielgesellschaft äussern sich meist kritisch zu Kontrollwechseln – dies jedenfalls soweit sie nicht von Anfang an in den Prozess einbezogen waren oder diesen gar selbst initiiert haben. Aus Sicht der Aktionäre kann der Aufbau einer kontrollierenden Beteiligung aus einem vorher breit gestreuten Aktionariat Bedenken betreffend eine einseitige Einflussnahme des künftig dominierenden Aktionärs erwecken. Umgekehrt können grössere Beteiligungen aber auch einen Beitrag zu einer verbesserten Unternehmenskontrolle leisten.²⁶ Diese Kontrollvorteile fallen heute umso mehr ins Gewicht, als die seit Inkrafttreten des Börsengesetzes massiv verschärfte Rechnungslegungsvorschriften für eine weitgehende Transparenz über die finanziellen Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren kontrollierenden Aktionären sorgen. Eine Schädigung der Minderheitsaktionäre durch eine einseitige Ausgestaltung der Geschäftsbeziehungen zwischen der Gesellschaft und dem kontrollierenden Aktionär, also durch sogenannte *private benefits of control*, sollte damit wesentlich weniger wahrscheinlich geworden sein.²⁷

Auch bezüglich der Einschätzung eines Kontrollwechsels durch Veräusserung einer bestehenden kontrollierenden Beteiligung sind stark divergierende Positionen an der Tagesordnung. Der aktuelle Fall Sika belegt dies exemplarisch. Gerade weil Kontrollwechsel sehr unterschiedlich eingeschätzt werden, räumt das Börsengesetz den Minderheitsaktionären über die Angebotspflicht ein Mitverkaufsrecht ein. Die Aktionäre sollen in Kenntnis der Kontrolltransaktion darüber entscheiden können, ob sie Aktionäre bleiben oder

und 305^{ter} Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011, N 9 zu Art. 32 BEHG.

²⁶ Vgl. etwa *Daniel Daeniker*, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 99 ff.; sowie spezifisch zum Problem der *collective action*: *Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000, S. 174 ff.

²⁷ Vgl. *Nina Reiser/Hans Caspar von der Crone*, Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, GesKR 1 | 2012, S. 33 ff. (m.w.H.); sowie *Luca Enriques/Henry Hansmann/Reinier Kraakman*, The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies, in: Reinier Kraakman et al. (Hrsg.), The Anatomy of Corporate Law, 2nd ed., Oxford 2009, S. 89 f.

ihre Beteiligung verkaufen wollen. Dieses Mitverkaufsrecht war beim Inkrafttreten des Börsengesetzes als Ausstiegsrecht zum Börsenkurs vor der Kontrolltransaktion konzipiert. Seit Inkrafttreten des revidierten Art. 32 BEHG auf den 1. Mai 2013 ist es als Mitverkaufsrecht zum maximalen Preis, den der Kontroll-erwerber in den letzten 12 Monaten für Titel der Gesellschaft bezahlt hat, ausgestaltet.²⁸

Bei der Festlegung des für die Fiktion eines Kontrollwechsels massgeblichen Schwellenwerts orientierte sich die Schweiz ursprünglich am Vorentwurf für eine dreizehnte gesellschaftsrechtliche Richtlinie der EU.²⁹ Nach diesem hätten die Mitgliedsländer bei der Umsetzung der Richtlinie den massgeblichen Grenzwert für die Annahme einer die Kontrolle ermöglichenden Beteiligung auf max. 33⅓% der Stimmrechte festsetzen dürfen.³⁰ In die knapp ein Jahrzehnt nach Erlass des Börsengesetzes ergangene EU-Übernehmerichtlinie wurde diese Vorgabe allerdings nicht übernommen.³¹ Bei der Umsetzung der EU-Übernehmerichtlinie wiederum haben sich die meisten europäischen Staaten für einen Grenzwert von 30% entschieden.³² Der vom Schweizer Gesetzgeber gewählte Grenzwert von 33⅓%, bei der Einführung von zahlreichen Vernehmlassungsteilnehmern als zu niedrig erachtet,³³ liegt heute somit leicht über dem europäischen Durchschnitt.

Der schweizerische Grenzwert von 33⅓% wird zum Teil damit begründet, dass eine solche Beteiligung dem Aktionär eine Sperrminorität einräume (vgl. Art. 704 OR). Letztlich hat der Schwellenwert

aber zufälligen Charakter, hängt die Frage, ob eine Beteiligung einen kontrollierenden Einfluss vermittelt, doch von vielen unternehmensspezifischen Faktoren ab (z.B. Bestand an Dispoaktien, Streuung der Aktien, Vinkulierung, etc.). Hinzu kommt, dass bei kotierten Gesellschaften die Präsenzquoten an der Generalversammlung regelmässig nicht über 60% liegen,³⁴ was weiter dazu beiträgt, dass *de facto* bereits eine Beteiligung von weniger als 33⅓% der Stimmrechte, eine Beteiligung also, die ohne Auslösung einer Angebotspflicht und ohne (preisliche) Gleichbehandlung der übrigen Aktionäre aufgebaut oder erworben werden kann (vgl. Art. 9 Abs. 5 UEV), einen kontrollierenden Einfluss vermittelt. Aus dem Dargelegten folgt, dass das Schweizer Börsen- und Übernahmerecht eine materielle Beurteilung der Frage des Kontrollwechsels nicht vorsieht, sondern einzig auf die Überschreitung des Grenzwerts von 33⅓% der Stimmrechte gemäss Handelsregistereintrag durch im Eigentum des Anbieters befindliche Aktien abstellt (Art. 32 Abs. 1 und 2 BEHV-FINMA).

1.3 Erwägung der UEK

Angesichts dieser klar formalen Sichtweise des Gesetzgebers erstaunt die Feststellung der UEK, wonach aufgrund der «komplexen Transaktionsstruktur mit ihren diversen Einflussmöglichkeiten und Vetorechten der Familie Mankel Gruppe [...] nicht auszuschliessen [sei], dass diese Transaktion als Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert werden könnte».³⁵ Dies obwohl die UEK zuvor festgehalten hat, die Gesamtbeteiligung der Poolaktionäre umfasse nur 27,3% der Stimmrechte der Kaba. Da auf Stufe Kaba zufolge der Transaktion somit kein Kontrollwechsel i.S.v. Art. 32 Abs. 1 BEHG erfolgt und auch durch nachträgliche Transaktionen in Kaba-Aktien die direkte Gesamtbeteiligung der Poolaktionäre

²⁸ Derartige Mitverkaufsrechte («Tag-along», «Come-along», «Go-along», «Co-sale right») finden sich beispielsweise auch bei Private Equity Finanzierungen; vgl. dazu: *Jürg Frick*, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2008 (= SSHW 272), Zürich/St. Gallen 2009, N 1234.

²⁹ Vgl. Botschaft BEHG (Fn. 22), S. 1417.

³⁰ Vgl. Art. 4 Abs. 1 des Vorschlags der Europäischen Kommission für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote (ABl. EG Nr. C 64 vom 14. März 1989, S. 8 ff.).

³¹ Vgl. Art. 5 Abs. 1 und 3 der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (EU-Übernehmerichtlinie).

³² So etwa Deutschland (§ 35 i.V.m. § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)), das Vereinigte Königreich (Rule 9.1(a) of the City Code on Takeovers and Mergers) oder Frankreich (Art. L433-3 du code monétaire et financier).

³³ Vgl. *Feldmann* (Fn. 21), S. 136.

³⁴ Gemäss den Protokollen der in diesem Jahr durchgeführten Generalversammlungen der SMI-Gesellschaften lag das Präsenzquorum bei der Hälfte der Gesellschaften unter 60% des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte. Lediglich bei fünf Gesellschaften – wovon vier über einen kontrollierenden Aktionär (Roche Holding, Swisscom) bzw. Stimmrechtsaktien (Compagnie Financière Richemont (gemäss GV 2014), The Swatch Group) verfügen – lag das Präsenzquorum über 2/3 des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte.

³⁵ Vgl. Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.

33⅓% der Stimmrechte nicht überschreiten darf (vgl. § 5a lit. b der Opting-out-Klausel der Kaba), kann sich die Frage eines Kontrollwechsels letztlich nur auf die Joint Venture Gesellschaft, Dorma Holding, beziehen.³⁶

Nach Vollzug der Transaktion wird Kaba ihre vormaligen Tochtergesellschaften nur noch indirekt über die Mehrheitsbeteiligung von 52,5% an der Dorma Holding kontrollieren. Die Familie Mankel Gruppe wiederum wird vor einer allfälligen Ausübung der Call-Option unter der Transaktionsvereinbarung, welche wie erwähnt von verschiedenen Bedingungen abhängig ist, direkt nur eine Minderheitsbeteiligung von 47,5% an der Dorma Holding halten. Da sie auch an der Kaba nur eine Minderheitsbeteiligung hält, kann sie auch keine (indirekte) Kontrolle über die in der Dorma Holding zusammengefassten operativen Tochtergesellschaften der Kaba Gruppe (und der Dorma Gruppe) ausüben. Erst mit der Ausübung der Call-Option würde aus der von der Familie Mankel Gruppe gehaltenen Minderheitsbeteiligung von 47,5% an der Dorma Holding eine Mehrheitsbeteiligung von 50,1%, mit der Konsequenz, dass es zu einem Kontrollwechsel bei der Joint Venture Gesellschaft kommen würde. Ein derartiger Kontrollwechsel wird jedoch vom Wortlaut der Bestimmungen der Art. 22 ff. und 32 BEHG nicht erfasst.

Die Feststellung der UEK, es könnte ein Kontrollwechsel unter Umgehung der Angebotspflicht vorliegen, liesse sich allenfalls in einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise mit der Qualifikation der Dorma Holding als ausländische Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere teilweise (indirekte Kotierung der 52,5%-Beteiligung via die Kaba-Aktien) in der Schweiz hauptkотиert sind (vgl. Art. 22 Abs. 1 lit. b BEHG), begründen. Denkbar wäre auch eine implizite Bezugnahme auf die von der UEK mit ihrer Entscheidung i.S. *Clair Finanz Holding AG* begründete Praxis, wonach das Börsen- und Übernahmerecht auch auf for-

mell nicht kotierte Gesellschaften (analog) anzuwenden ist, wenn eine Fallkonstellation materiell einem in den Anwendungsbereich des Börsengesetzes fallenden Sachverhalts entspricht.³⁷ Diese Praxis wurde von der UEK für die Konstellation einer Abspaltung eines Teils einer kotierten in eine nicht-kotierte Gesellschaft entwickelt und wurde seither in verschiedenen ähnlich gelagerten Fällen eines Spin-off bestätigt.³⁸

Im vorliegenden Fall liegt jedoch keine Abspaltung, sondern die Einschaltung einer Subholding vor, wodurch die Einflussmöglichkeiten der Publikumsaktionäre der Kaba auf die ehemaligen operativen Gesellschaften der Kaba Gruppe beschränkt werden. Selbst wenn man von einer Anwendbarkeit des Schweizer Börsen- und Übernahmeregts auf die Dorma Holding ausginge, würde durch die Ausübung der Call-Option unter der Transaktionsvereinbarung und die dadurch erfolgende Verschiebung der Mehrheitsverhältnisse in der Dorma Holding – im Gegensatz etwa zur Rechtslage im Vereinigten Königreich³⁹ oder Frankreich⁴⁰ – kein die Angebotspflicht auslösender Schwellenwert überschritten. Das *obiter dictum* der UEK zu einer allfälligen Auslösung der Angebotspflicht bei Erwerb von weniger als 33⅓% der Stimmrechte lässt mit anderen Worten mehr Fragen offen als es beantwortet. Die künftige Praxis der UEK müsste diesbezüglich für Klarstellung sorgen. Dabei sollte aber der börsengesetzliche Ausgangspunkt nicht aus den Augen verloren werden: Für die Frage nach der Auslösung der Angebotspflicht geht das Börsengesetz von einem formellen und nicht von einem materiellen Konzept der Kontrolle aus. Diese Förmlichkeit schafft klare Verhältnisse, was aus Transparenz- und Rechtssicherheitsüberlegungen (vgl. Art. 1 BEHG) zu begrüssen ist, auch wenn sie im Einzelfall über- oder unterschritten mag.

³⁶ Es stellt sich deshalb die Frage, ob diesfalls nicht (auch) die Aufnahme einer Opting-out-Klausel in die Statuten der Dorma Holding notwendig gewesen wäre. Freilich stellt sich dabei das Problem, dass die gemäss Praxis der UEK erforderliche «Mehrheit der Minderheitsaktionär» (vgl. III.2.2) nicht ohne Weiteres feststeht: Unmittelbar nach der Transaktion hält die Kaba Holding 52,5% und wäre somit Mehrheitsaktionärin, umgekehrt hält die Familie Mankel Gruppe zwar nur 47,5%, gilt aber zufolge der Begünstigung durch die Opting-out-Klausel ebenfalls nicht als Minderheitsaktionärin.

³⁷ Empfehlung 188/01 der UEK vom 31. März 2004 i.S. *Clair Finanz Holding AG*, E. 1.3.4 f.

³⁸ Vgl. Empfehlung 365/01 der UEK vom 5. Mai 2008 i.S. *Eichhof Getränke Holding AG*, E. 1; Empfehlung 404/01 der UEK vom 26. September 2008 i.S. *Athris Holding AG*, E. 2.2.2; Verfügung 406/01 der UEK vom 17. März 2009 i.S. *Hammer Retex Holding AG*, E. 1; sowie Verfügung 422/01 der UEK vom 19. August 2009 i.S. *LO holding Lausanne-Ouchy S.A. / JJM Participations SA*, E. 1.

³⁹ Rule 9.1(b) of the City Code on Takeovers and Mergers.

⁴⁰ Art. L433-3 du code monétaire et financier.

2. Opting out

2.1 Einführung einer statutarischen Opting-out-Klausel

Neben den im Einzelfall – *de lege* (Art. 32 Abs. 3 BEHG) oder auf Antrag (Art. 32 Abs. 2 BEHG) hin – möglichen Ausnahmen von der Angebotspflicht können die Gesellschaften die Angebotspflicht durch Einführung eines Opting out (generell) ausschliessen. Der entsprechende statutenändernde Beschluss untersteht keiner besonderen Quorumsanforderung, kann also mit dem einfachen Mehr der vertretenen Aktienstimmen nach Art. 703 OR gefasst werden.

In materieller Hinsicht differenziert das Börsengesetz in Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG zwischen einem anfänglichen und einem nachträglichen Opting out: Im Gegensatz zum anfänglichen Opting out ist das nachträgliche Opting out, also das Opting out für bereits kotierte Aktien, nur zulässig, «sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre i.S.v. Art. 706 des Obligationenrechts bewirkt».⁴¹ Rein formal gesehen wiederholt der Gesetzgeber damit, was sich an und für sich schon direkt aus Art. 706 OR ergeben würde: Wie jeder statutenändernde Generalversammlungsbeschluss untersteht auch ein Opting out den Regeln über die Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen. Der Schutz der Aktionäre kann schon aus rein formalen Gründen nicht über das hinausgehen, was der in der zentralen Passage gleichlautende Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR gewährleistet. Wenn der Gesetzgeber in Art. 22 Abs. 3 BEHG das nachträgliche Opting out gezielt hervorhebt, unterstreicht er damit, dass diese Konstellation im besonderen Mass ein Potential zur Benachteiligung der Aktionäre in sich trägt. So unorthodox der Gesetzgeber legifizierte hatte, so nicht-linear entwickelte sich die Rechtsprechung der UEK zum nachträglichen Opting out. Diese oszillierende Praxis der UEK soll in der Folge kurz skizziert werden.⁴²

2.2 Praxis der UEK zum nachträglichen Opting out

Die UEK hatte sich i.S. *Esec Holding AG* erstmals mit der Frage der Einführung eines nachträglichen Opting out zu beschäftigen, welches zudem formell selektiv war, d.h. einen bestimmten Kontrollerwerber (Unaxis Holding AG) ausdrücklich in der statutarischen Klausel nannte. In ihrer Empfehlung kam die UEK zum Schluss, gemäss dem Grundsatz *a maiore ad minus* sei auch eine partielle Aufhebung der Angebotspflicht i.S. eines selektiven Opting out zulässig, sofern der Wortlaut der Klausel die Selektivität klar zum Ausdruck bringe und die Ungleichbehandlung der Aktionäre sachlich und proportional sei.⁴³ Gemäss dem Antrag des Verwaltungsrates der Esec Holding AG sollten die vom Opting out betroffenen Minderheitsaktionäre in einer separaten (Sonder-)Abstimmung über die Einführung der Klausel entscheiden. Nach Auffassung der UEK hätte ein positiver Ausgang dieser Sonderabstimmung eine Vermutung für die materielle Richtigkeit des Entscheids begründet.⁴⁴ In der Folge zog die Übernahmekammer der EBK den Fall an sich und kassierte die Empfehlung der UEK mit der Begründung, das Börsengesetz enthalte neben dem Opting out lediglich die Möglichkeit eines Opting up. Die gesetzliche Konzeption sei als *numerus clausus* zu verstehen, mithin bestehe im Sinne eines qualifizierten Schweigens kein Raum für andere Interpretationen.⁴⁵ Ein selektives Opting out verstosse deshalb gegen das Börsengesetz, zudem sei eine Sonderabstimmung, vom Fall der Ausgabe von Vorzugsaktien abgesehen, im Gesetz nicht vorgesehen.⁴⁶

Im Fall *Adval Tech Holding AG* hatte sich die UEK wiederum mit einem nachträglichen Opting out zu befassen, wobei die vorgesehene Statutenbestimmung aber keinen «Begünstigten» explizit nannte. Die UEK hielt jedoch fest, dass, wenn man von der Unzulässigkeit eines formell selektiven Opting out ausgehe, auch die Einführung eines generellen Opting out unzulässig sei, wenn dieses im Hinblick auf eine bestimmte Transaktion oder (verdeckt) zugunsten

⁴¹ Vgl. zur Unklarheit dieses Verweises in Art. 22 Abs. 3 BEHG: *Frank Gerhard*, Takeover Board Opts-in Again Into the Opting-Out and Revives the Selective Opting-Out, *CapLaw* 5/2012 (53), S. 22 f.

⁴² Eingehend dazu bereits: *Adriano Huber/Hans Caspar von der Crone*, Opting out nach Art. 22 Abs. 3 BEHG, *SZW* 84 (2012), S. 543 ff.

⁴³ Empfehlung 018/02 der UEK vom 6. Juni 2000 i.S. *Esec Holding AG*, E. 2.1 f.

⁴⁴ Empfehlung 018/02 der UEK vom 6. Juni 2000 i.S. *Esec Holding AG*, E. 2.2.

⁴⁵ Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. *Esec Holding AG* und *Unaxis Holding AG*, E. 3b.

⁴⁶ Verfügung der EBK vom 23. Juni 2000 i.S. *Esec Holding AG* und *Unaxis Holding AG*, E. 4.

eines bestimmten Erwerbers eingeführt werden soll.⁴⁷ Im konkreten Fall könne nicht ausgeschlossen werden, dass das Opting out materiell selektiv sei. Im Sinn einer (widerlegbaren) tatsächlichen Vermutung sei für den Fall, dass es innerhalb von fünf Jahren seit dem Opting out zu einem die Angebotspflicht auslösenden Kontrollwechsel komme, von einem materiell selektiven Opting out auszugehen. Für diesen Fall behielt sich die UEK vor, nachträglich zu prüfen, ob das Opting out gültig sei bzw. ob allenfalls trotz der Aufnahme einer entsprechenden Klausel in die Statuten eine Angebotspflicht bestehe.⁴⁸

In der Folge wurde in der Literatur kritisiert, mit dieser Rechtsprechung würde das nachträgliche Opting out faktisch verunmöglicht.⁴⁹ In Berücksichtigung dieser Kritik lockerte die UEK ihre diesbezügliche Praxis im Jahr 2010 im Rahmen von mehreren Verfügungen. In Sachen *CI Com SA* stellte die UEK zunächst klar, die Kontrolle eines materiell selektiven Opting out durch die UEK bezwecke, Minderheitsaktionäre vor Klauseln zu schützen, die sie in Unkenntnis einer bestimmten Transaktion annehmen, da die Minderheitsaktionäre derartige Klauseln nach Ablauf der zweimonatigen Frist von Art. 706a OR nicht mehr vor dem Zivilrichter anfechten könnten.⁵⁰ Der bloße Umstand, dass eine derartige Klausel vom Mehrheitsaktionär vorgeschlagen worden sei (und diesen bevorzugen würde), mache eine Opting-out-Klausel aus übernahmerechtlicher Sicht allerdings nicht ungültig – erst das Verschweigen eines transaktionalen Kontextes vermöge eine nachträgliche Überprüfung durch die UEK zu rechtfertigen.⁵¹ In Sachen *COS Computer Systems AG* ging die UEK sodann einen Schritt weiter und hielt fest, dass, wenn die Voraussetzungen von Art. 706 OR eingehalten sind, ein nachträglich eingeführtes Opting out auch dann gültig sei, wenn es materiell selektiv wäre (was in diesem Fall aufgrund der zeitlichen Nähe zur

Transaktion nicht ausgeschlossen werden konnte).⁵² Die Voraussetzungen von Art. 706 OR seien aber im konkreten Fall erfüllt, da einerseits das Aktionariat der *COS Computer Systems AG* bei Einführung des Opting out breit gestreut gewesen sei, andererseits die Transaktion (Erhöhung der Attraktivität der in wirtschaftliche Schwierigkeiten geratenen Gesellschaft als Übernahmeobjekt) im Gesellschaftsinteresse liege.⁵³ In den Verfügungen i.S. *LEM Holding SA* und *BT&T Timelife AG* konsolidierte die UEK diese mit der Verfügung i.S. *CI Com SA* initiierte Präzisierung ihrer Praxis: Wenn die Aktionäre an der Generalversammlung transparent über die Gründe/Absichten und Wirkungen einer (materiell oder formell selektiven) Opting-out-Klausel informiert worden seien, könne jeder Aktionär frei über die Annahme derselben bzw. Anfechtung des entsprechenden Beschlusses innert zwei Monaten (Art. 706 f. OR) entscheiden.⁵⁴ Unter diesen Umständen würde es deshalb gegen die Rechtssicherheit verstossen, diese gesetzliche Anfechtungsfrist nach Art. 706a OR durch das Übernahmerecht zu verlängern.⁵⁵ Zwar erhöhe sich die erforderliche Transparenz bei materieller Selektivität einer einzuführenden Klausel (*full disclosure*).⁵⁶ Sofern die Transparenzerfordernisse allerdings erfüllt seien, überprüfe die UEK die Gültigkeit eines Opting out – mit Ausnahme der Fälle offensichtlichen Rechtsmissbrauchs – nicht mehr.⁵⁷

Gut ein Jahr später kam die UEK im Fall *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* unter Hinweis auf die am 28. September 2012 beschlossene und auf den 1. Mai 2013 in Kraft gesetzte Abschaffung der Kontrollprämie auf diese in der Verfügung i.S. *LEM Holding SA* begründete Praxis zurück.⁵⁸ Zwar hielt die UEK am Erfordernis fest, dass die Aktionäre transparent über die Einführung des Opting out und des

⁴⁷ Empfehlung 184/01 der UEK vom 3. März 2004 i.S. *Adval Tech Holding AG*, E. 3.3.

⁴⁸ Empfehlung 184/01 der UEK vom 3. März 2004 i.S. *Adval Tech Holding AG*, E. 3.4.

⁴⁹ Vgl. etwa: *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.

⁵⁰ Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 i.S. *CI Com SA*, E. 2.2.2.

⁵¹ Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 i.S. *CI Com SA*, E. 2.2.2.

⁵² Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 i.S. *COS Computer Systems AG*, E. 2.2.

⁵³ Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 i.S. *COS Computer Systems AG*, E. 2.2.

⁵⁴ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 i.S. *LEM Holding SA*, E. 2.1.

⁵⁵ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 i.S. *LEM Holding SA*, E. 2.1.

⁵⁶ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. *BT&T Timelife AG*, E. 2.1.

⁵⁷ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. *BT&T Timelife AG*, E. 2.1.

⁵⁸ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 3.

sen Folgen informiert werden müssen.⁵⁹ Da aber lediglich bei Zustimmung der Mehrheit der Minderheit zur Opting-out-Klausel (neben der absoluten Mehrheit aller vertretenen Aktienstimmen) effektiv eine Vermutung für die Richtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses bestehe, rechtfertige sich nur in dieser Konstellation eine Zurückhaltung bei der Überprüfung durch die UEK.⁶⁰ Sofern die Mehrheit der Minderheitsaktionäre die Opting-out-Klausel hingegen ablehne, sei demgegenüber eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre (vgl. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR) zu vermuten.⁶¹ Zur Feststellung, ob in diesem Sinne eine doppelte Mehrheit vorliege, könne entweder eine zweistufige Abstimmung durchgeführt oder die Stimmen der Minderheitsaktionäre durch Subtraktion der Stimmen der Mehrheitsaktionäre vom Abstimmungsergebnis bestimmt werden.⁶² Als Mehrheitsaktionäre gälten dabei alle Aktionäre, welche bereits direkt oder indirekt über 33⅓% der Stimmrechte verfügen oder die Aufnahme der Opting-out-Klausel beantragt haben, sowie alle mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen.⁶³ Diese «aktuelle» Praxis hat die UEK inzwischen verschiedentlich bestätigt,⁶⁴ und auch auf vor dieser Praxisänderung beschlossene Opting-out-Klauseln⁶⁵ angewandt und auf Opting-up-Klauseln⁶⁶ ausgedehnt.

2.3 Präzisierungen durch die Verfügung i.S. Kaba Holding AG

Die Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* schliesst an die unter der aktuellen Praxis ergangenen Entscheide an, enthält darüber hinaus aber eine bemerkenswerte

Klarstellung hinsichtlich der Zulässigkeit formell selektiver Opting-out-Klauseln sowie deren Zulässigkeit als Bedingung einer Kontrolltransaktion.⁶⁷ Die seit dem Fall *Esec Holding AG* ergangenen Empfehlungen bzw. Verfügungen betrafen ausnahmslos Fälle eines (potenziell) verdeckten bzw. materiell selektiven Opting out. Wenngleich die UEK i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* in einem *obiter dictum* die Frage nach der Zulässigkeit eines formell selektiven Opting out unter der neuen Praxis ansprach,⁶⁸ brachte diesbezüglich erst die Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* Klarheit.

Diese Klarstellung ist letztlich jedoch die logische Folge einer konsequenten Anwendung der i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* begründeten Praxis, unter welcher die UEK der Zustimmung der transparent informierten Minderheitsaktionäre entscheidende Bedeutung beimisst. Die Gewährleistung der erforderlichen Transparenz setzt gemäss UEK gerade bei (potenziell) materiell selektiven Opting-out-Klauseln hohe Anforderungen an die für den Entscheid notwendigen Informationsgrundlagen (sogenannte *full disclosure*).⁶⁹ Da diesfalls kein Begünstigter benannt – evtl. noch nicht einmal bekannt (vgl. etwa die Konstellation i.S. *COS Computer Systems AG*⁷⁰) – ist, können die Minderheitsaktionäre die mit dem Opting out verbundenen Konsequenzen letztlich aber nicht endgültig abschätzen, selbst wenn die Gesellschaft allfällige Informationsvorsprünge einzelner Aktionäre bestmöglich abzuklären sucht. Dabei ist im Auge zu behalten, dass die Annahme einer Opting-out-Klausel zugleich einen Verzicht der Minderheitsaktionäre auf ihr Mitverkaufsrecht einschliesslich ihrer Beteiligung an der Kontrollprämie (vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG) bedeutet.⁷¹ Ein solcher Verzicht macht jedoch nur dann Sinn, wenn die Aktionäre gleichzeitig einen gewissen Gegenwert (z.B. einen attraktiven

⁵⁹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5.

⁶⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

⁶¹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

⁶² Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.

⁶³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.2.

⁶⁴ Vgl. etwa Verfügung 539/01 der UEK vom 24. Juni 2013 i.S. *Logan Capital AG*, E. 1.

⁶⁵ Vgl. Verfügung 531/01 der UEK vom 26. April 2013 i.S. *Perfect Holding SA*, E. 3.

⁶⁶ Vgl. Verfügung 590/01 der UEK vom 20. Februar 2015 i.S. *Leclanché S.A.*, E. 1.

⁶⁷ Im bisher einzigen Entscheid zu dieser Frage hat die UEK die Zulässigkeit eines (materiell selektiven) Opting out als Bedingung einer Kontrolltransaktion verneint; vgl. Empfehlung 184/01 der UEK vom 3. März 2004 i.S. *Adval Tech Holding AG*, E. 3.4.

⁶⁸ Vgl. Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

⁶⁹ Vgl. Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 i.S. *BT&T Timelife AG*, E. 2.1.

⁷⁰ Vgl. Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 i.S. *COS Computer Systems AG*, E. 2.2.

⁷¹ Vgl. *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen, Bern 2009, S. 535 f.

(Fusions-)Partner oder einen kontrollierenden Aktionär mit aus ihrer Sicht positiv zu wertender Unternehmensstrategie) erhalten. Diesbezüglich können die Aktionäre einen tragfähigen Entscheid nur *en connaissance de cause* treffen. Bei strenger Anwendung dieser Kriterien vermag deshalb nur eine Opting-out-Klausel, welche einen bestimmten Begünstigten nennt, mithin formell selektiv ist, eine derartige Klarheit effektiv zu bewirken. Überdies kann durch die bloss partielle Aufhebung der Angebotspflicht einerseits ein unnötig weit gefasster Verzicht der Minderheitsaktionäre auf ihr Mitverkaufsrecht vermieden werden – was, wie die UEK richtigerweise festhält, gerade auch aus Sicht des Anlegerschutzes wünschenswert ist.⁷² Andererseits wird durch die Nennung eines Begünstigten bzw. einer zu begünstigenden Transaktion die Möglichkeit eröffnet, dass die begünstigten Aktionäre die (Mehrheit der) Minderheitsaktionäre von ihrem Anliegen und ihrer Unternehmensstrategie überzeugen müssen und Letztere ihren Entscheid über Annahme oder Ablehnung der Opting-out-Klausel nicht nur gestützt auf Annahmen oder Mutmassungen zu treffen haben.

Die der Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* zugrunde liegende Rückbesinnung auf den Grundsatz *a maiore ad minus* ist in diesem Sinne zu begrüßen. Die Abkehr von einer binären Betrachtungsweise auf die Alternativen zur Angebotspflicht (entweder Opting out oder Opting up) hin zu einer möglichst grossen Freiheit in dieser Frage, welche eine auf die Bedürfnisse der einzelnen Zielgesellschaft zugeschnittene Lösung ermöglicht, erscheint als wünschenswertes Element, um einen funktionierenden Unternehmenswettbewerb zu begünstigen.⁷³ Dies gilt erst recht angesichts der aktuellen Tendenz, dass sich das Aktienrecht in der Praxis zunehmend zu einer Mischung gesetzgeberischen Einflusses mit beraterischer Ängstlichkeit entwickelt. Das Resultat entspricht in der Sache denn auch einer Annäherung an die unter verschiedenen ausländischen Rechtsordnungen bestehende Möglichkeit des sogenannten *Whitewash* (bzw. *Whitewash Waiver*), bei welchem die Mehrheit der Minderheitsaktionäre – in bestimmten Konstellatio-

nen – auf ein Pflichtangebot des Mehrheitsaktionärs verzichten kann.⁷⁴

Interessant ist jedoch, dass die UEK trotz des Erfüllens der Voraussetzung der doppelten Mehrheit eine Prüfung vornimmt, ob die durch das (formell selektive) Opting out bewirkte Ungleichbehandlung durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt sei. Dies steht in einem gewissen Widerspruch zu der i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* begründeten Praxis, wonach das Erreichen der doppelten Mehrheit grundsätzlich eine Vermutung zugunsten der Wahrung der Voraussetzungen von Art. 706 OR zur Folge hat⁷⁵ – was vorliegend umso mehr der Fall sein müsste, als die Auswirkungen des Opting out in der Einladung zur Generalversammlung der Kaba klar umschrieben waren. In der Sache ist bemerkenswert, dass die UEK die Rechtfertigung durch das Gesellschaftsinteresse ohne weitere Prüfung damit begründet, dass «die Transaktion vom Verwaltungsrat und der Geschäftsführung der Kaba als im langfristigen Interesse der Kaba und deren Aktionären gewertet [wird]».⁷⁶ Daraus könnte der Eindruck entstehen, die UEK anerkenne eine Prärogative des Verwaltungsrats bezüglich der Definition des Gesellschaftsinteresses. Eine solche Sichtweise stände klar nicht im Einklang mit den allgemeinen Grundsätzen des schweizerischen Aktienrechts.⁷⁷ Gerade das Anfechtungsrecht nach Art. 706 OR soll ja Minderheitsaktionären die Möglichkeit einer Überprüfung von Generalversammlungsbeschlüssen auch dann einräumen, wenn diese auf einem entsprechenden Antrag des Verwaltungsrats beruhen. Im Übrigen ist die wohlwollende Bewertung einer Transaktion durch den Verwaltungsrat ein selbstverständliches Merkmal jeder freundlichen Übernahme, mit der Konsequenz, dass die Prüfung

⁷⁴ Vgl. etwa für das Vereinigte Königreich: City Code on Takeovers and Mergers, Rule 9 Note 1 of the Notes on dispensations from Rule 9, Appendix 1.

⁷⁵ Eingehend zur Frage der Richtigkeitsvermutung: *Hans Caspar von der Crone*, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133/1997, S. 97 ff.

⁷⁶ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.4.2.

⁷⁷ Vgl. *Hans Caspar von der Crone*, Aktienrecht, Bern 2014, § 1 N 20 ff., *Claude Lambert*, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich (= ASR 535), Bern 1992, S. 41 ff.; sowie spezifisch zu den unterschiedlichen Interessenlagen in Übernahmesituationen: *Stephan Werlen*, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich (= SSBR 64), Zürich 2001, S. 37 ff.

⁷² Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.4.2.

⁷³ Vgl. *Ruffner* (Fn. 26), S. 170 f. (m.w.H.).

des Gesellschaftsinteresses in derartigen Konstellationen zur reinen Formalität würde.

2.4 Exkurs: Fall Schindler Holding AG

Mit der Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* hat die UEK einen weiteren, zweifellos begrüßenswerten Schritt in Richtung einer liberalen, an der Selbstverantwortung der Aktionäre orientierten Praxis getan. Gerade aus dieser Sicht erscheint die Verfügung der UEK zum «Opting in» i.S. *Schindler Holding AG* leicht inkonsequent. Die Schindler Holding AG beabsichtigte, das bestehende generelle Opting out in Art. 39 ihrer Statuten durch eine «massgeschneiderte» Opting-in-Klausel (neu Art. 40) zu ergänzen, wonach ein (allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten handelnder) Erwerber, welcher mindestens 50% der Aktien erwirbt, nur dann vom Verwaltungsrat als Aktionär mit Stimmrecht ins Aktienbuch eingetragen wird, wenn er vorgängig den übrigen Aktionären (und Partizipationsscheininhabern) ein freiwilliges Angebot unterbreitet hat, wobei er für sich eine Kontrollprämie von maximal 10% vorsehen durfte.⁷⁸ Die UEK hat diese Klausel mit der Begründung für unzulässig erklärt, das Börsengesetz sehe die Möglichkeit eines massgeschneiderten Opting in nicht vor; überdies sei eine möglicherweise auslegungsbedürftige und konfliktträchtige Vinkulierungsklausel aufgrund der damit verbundenen Intransparenz und Rechtsunsicherheit abzulehnen.⁷⁹

Die Frage nach der Zulässigkeit einer detaillierten statutarischen Regelung der Sachverhalte, in denen der Verwaltungsrat eine Ausnahme von einer statutarischen Vinkulierungsklausel (*Schindler Holding AG*: 3%) gewähren kann, ist genau besehen jedoch gesellschaftsrechtlicher Natur, und zwar auch dann, wenn die Bestimmung – was hier wie bei anderen Statutenbestimmungen der Fall sein kann – Reflexwirkungen im Übernahmerecht zeitigt.⁸⁰ Darüber hinaus steht sie im Konflikt mit der in der Literatur verschiedentlich aufgestellten Forderung, Ausnahmen von statutarischen Vinkulierungsbestimmun-

gen sollten nur gestützt auf eine präzise statutarische Grundlage und nicht schon gestützt auf eine allgemein gehaltene «Kann-Vorschrift» möglich sein.⁸¹ Im Einklang mit dieser Forderung hätte die von der Schindler Holding AG beabsichtigte Statutenklausel die Voraussetzungen für eine Ausnahme von der Vinkulierungsbestimmung klar und präzise geregelt.

Selbst wenn man von einer übernahmerechtlichen Frage ausginge, erscheint es widersprüchlich, wenn die UEK i.S. *Kaba Holding AG* das Argumentum *a maiore ad minus* zur Rechtfertigung des formell selektiven Opting out heranzieht, gleichzeitig aber i.S. *Schindler Holding AG* aus der Ausschliesslichkeit der gesetzlichen Konzeption von Angebotspflicht, Opting out und Opting up auf die Unzulässigkeit eines massgeschneiderten Opting in schliesst. Gerade wenn den (Minderheits-)Aktionären zugetraut wird, informiert über den (partiellen oder vollständigen) Verzicht auf ihr Mitverkaufsrecht zu beschliessen, ist nicht einzusehen, weshalb sie – bei einer bestehenden und für gültig erklärten Opting-out-Klausel⁸² – nicht in der Lage sein sollten, lediglich über einen teilweisen Verzicht auf die (bzw. eine bloss teilweise «Wiedereinführung» der) Kontrollprämie zu beschliessen. Der Unterschied zu einem formell selektiven Opting out liegt letztlich denn auch einzig darin, dass der Verzicht nicht eine bestimmte Person begünstigt, sondern auf eine betragsmässige Beschränkung des Anteils an der Kontrollprämie, auf welche durch ein generelles Opting out bereits vollständig verzichtet worden ist, hinausläuft. Dies müsste insbesondere auch deshalb gelten, da die UEK in ihrer Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* festhielt, dass die Festsetzung eines qualifizierten Mehrs von $\frac{2}{3}$ für die Aufhebung eines Opting out übernahmerechtlich nicht zu beanstanden sei,⁸³ mithin ein Opting in unter rein gesellschaftsrechtlicher Optik zu beurteilen ist.

Schliesslich verfängt auch das von der UEK ins Feld geführte Argument der Intransparenz und Rechtsunsicherheit nicht restlos: Im Fall *Kaba Holding AG*

⁷⁸ Verfügung 610/01 der UEK vom 21. Juli 2015 i.S. *Schindler Holding AG*, D.

⁷⁹ Verfügung 610/01 der UEK vom 21. Juli 2015 i.S. *Schindler Holding AG*, E. 4.1.

⁸⁰ Es handelt sich bei der von Schindler vorgeschlagenen Klausel denn auch nicht um ein eigentliches Opting in i.S.d. Börsengesetzes; vgl. *Schenker* (Fn. 71), S. 537 f.

⁸¹ Vgl. etwa *Matthias Oertle/Shelby Du Pasquier*, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, 4. Aufl., Basel 2012, N 13 zu Art. 685d OR; sowie Urteil des Bundesgerichts vom 2. Juli 2001 i.S. *Baumgartner Papiers Holding SA*, BGer 2A.394/2000, E. 3f f.

⁸² Verfügung 610/01 der UEK vom 21. Juli 2015 i.S. *Schindler Holding AG*, E. 1.

⁸³ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 1.5; so auch *Schenker* (Fn. 71), S. 538.

sah die Übernahmekommission die notwendige Transparenz gegeben, obwohl die Opting-out-Klausel ausgesprochen komplex und damit für Laien nur beschränkt verständlich war. Da die Minderheitsaktionäre bei einem bestehenden Opting out durch ein nachträgliches Opting in in ihrer rechtlichen Situation besser gestellt werden, erscheint es widersprüchlich, betreffend die Transparenz einen strengeren Massstab als bei dem für die Minderheitsaktionäre einschneidenderen nachträglichen (formell oder materiell selektiven) Opting out anzulegen.⁸⁴ Demgegenüber wird sich ein potenzieller Erwerber vor einer Übernahme ohnehin einen genauen Überblick über die Statuten verschaffen, insbesondere da er aufgrund der gesetzlichen Konzeption des Börsengesetzes primär von einer Angebotspflicht ausgehen muss (vgl. III.1.1).

3. Transaktionsvereinbarung

3.1 Gegenstand und Inhalt

Transaktionsvereinbarungen sind vertragliche Abmachungen zwischen Zielgesellschaften und einem Anbieter, worin diese gegenseitige Rechte und Pflichten in Bezug auf ein freundliches (öffentliches) Übernahmeangebot regeln.⁸⁵ Sie dienen primär dem Bedürfnis der Parteien, die Transaktionssicherheit zu erhöhen, und enthalten typischerweise eine Verpflichtung des Anbieters, ein öffentliches Übernahmeangebot zu einem bestimmten Preis zu unterbreiten, währenddem sich der Verwaltungsrat verpflichtet, dieses Angebot den Aktionären zur Annahme zu empfehlen.⁸⁶ Der Inhalt der einzelnen Transaktionsvereinbarung hängt letztlich jedoch von der konkreten Situation der beteiligten Parteien ab, wobei die Gültigkeit jeweils sowohl unter gesellschaftsrechtlichen als auch übernahmerechtlichen Gesichtspunkten zu prüfen ist.⁸⁷

Problematisch sind derartige Vereinbarungen insbesondere dann, wenn sie darauf abzielen, kon-

kurrierende Übernahmeangebote (vgl. dazu Art. 48 ff. UEV) zu verhindern. Die UEK verwies in diesem Zusammenhang denn auch zunächst auf ihre Praxis, wonach alle Handlungen der Organe einer Gesellschaft, die bei objektiver Betrachtung geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern, als Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG gelten.⁸⁸ Im vorliegenden Fall sieht die als «Übertragungsvereinbarung» bezeichnete Transaktionsvereinbarung vor, dass die Familie Mankel Gruppe das Recht hat, eine Mehrheit an der Dorma Holding (Joint Venture Gesellschaft) zu erwerben, falls ein Dritter eine Beteiligung von 33⅓% der Stimmrechte erwirbt oder ein gemischt freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot lanciert. Wie unter II.2 erwähnt, hielt die UEK diesbezüglich fest, dass die Einräumung dieses bedingten Erwerbsrechts als Poison Pill wirke und demzufolge eine Abwehrmassnahme i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG darstelle.

3.2 Vorabbeschlüsse und Aufhebbarkeit

Das Verbot unzulässiger Abwehrmassnahmen betrifft nur Handlungen bzw. Beschlüsse des Verwaltungsrats – Beschlüsse der Generalversammlung unterliegen demgegenüber keiner Beschränkung (Art. 29 Abs. 2 BEHG). Der *telos* dieser Regelung ist darin zu sehen, dass die Aktionäre (als Residualanspruchsinhaber) von einem öffentlichen Kaufangebot profitieren würden und sich dementsprechend auch frei in ihrer Möglichkeit der diesbezüglichen Nutzenmaximierung beschränken können sollen.⁸⁹ Der (Investitions-)Entscheid über das Zustandekommen oder Scheitern eines Angebots soll allein von der Generalversammlung getroffen werden.⁹⁰ Es findet deshalb nach h.L. eine Verschiebung der Kompetenz zum Beschluss über Abwehrmassnahmen auf die Generalversammlung statt.⁹¹

⁸⁸ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.1.

⁸⁹ Vgl. dazu: *Jrena Frauenfelder*, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Diss. Zürich (= SSHW 211), Zürich 2001, S. 103 ff.

⁹⁰ Vgl. *Hans Caspar von der Crone*, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, S. 177.

⁹¹ Vgl. statt vieler *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch*,

⁸⁴ So auch: Verfügung 594/01 der UEK vom 5. März 2015 i.S. *Sika AG*, E. 2.2.

⁸⁵ *Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel*, *Öffentliche Kaufangebote*, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2014, N 150 ff.; *Schenker* (Fn. 71), S. 693 ff.

⁸⁶ *Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Matthias Wolf*, *M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht*, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2013, Kap. 8 N 150 f.; *Schenker* (Fn. 71), S. 694 ff.

⁸⁷ *Tschäni/Diem/Iffland/Gaberthüel* (Fn. 85), N 151 f.

Der Wortlaut von Art. 29 Abs. 2 BEHG lässt es diesbezüglich sodann explizit zu, dass Generalversammlungsbeschlüsse über Abwehrmassnahmen auch vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots gefasst werden. Derartige «Vorabbeschlüsse» sind allerdings heikel, da sie «auf Vorrat», d.h. ohne Bezug zu einem konkreten öffentlichen Kaufangebot, gefasst werden, und sich die Generalversammlung dadurch in ihrer Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung eines öffentlichen Kaufangebots beschränkt, ohne dessen genauen Konditionen zu kennen.⁹² Ein Teil der Lehre fordert deshalb, dass sich derartige Generalversammlungsbeschlüsse auf hinreichend bestimmte oder bestimmbar Geschäfte beziehen müssen.⁹³ Die UEK hielt diesbezüglich zunächst fest, dass das Verbot der übermässigen Bindung nach Art. 27 Abs. 2 ZGB auch auf juristische Personen und Gesellschaftsbeschlüsse Anwendung findet.⁹⁴ Dementsprechend dürfe die Generalversammlung nur dann per Vorabbeschluss über Abwehrmassnahmen entscheiden, wenn diese wieder aufgehoben werden können. Diese Aufhebbarkeit der Abwehrmassnahme sei mithin eine zwingende Gültigkeitsvoraussetzung, da andernfalls die Möglichkeit der freien Entscheidung über ein späteres öffentliches Kaufangebot vereitelt würde.⁹⁵

Vorliegend sieht die neue Statutenbestimmung der Kaba, in welche die Transaktionsvereinbarung umgegossen wird, hinsichtlich der Aufhebbarkeit ein gestaffeltes Regime vor: Bis zum 31. Dezember 2018

bedarf es eines Mehrheitserfordernisses von 75%, ab dem 1. Januar 2019 genügt das einfache Mehr. Aufgrund der Beteiligungsquote der Poolaktionäre von 27,3% führt diese Regelung somit zu einer faktischen Petrifizierung, wodurch eine Kontrollübernahme der Kaba bzw. eine Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung vor dem 31. Dezember 2018 nicht ohne die Mitwirkung der Poolaktionäre möglich ist. Dieser Umstand wurde von den Gesuchstellern damit begründet, dass die Transaktionsvereinbarung den Schutz des industriellen Erbes der Familie Mankel Gruppe vor missliebigen Zugriffen Dritter bezwecke und deshalb zwingende Voraussetzung für deren Zustimmung zur Transaktion sei.⁹⁶ Somit ermögliche das zeitlich gestaffelte Mehrheitserfordernis die Durchführung der Transaktion und eine ungestörte Integration des Zusammenschlusses der Kaba Gruppe mit der Dorma Gruppe, was auch im Interesse der Kaba und deren Aktionäre sei.⁹⁷

Die UEK hielt dafür, dass die Statutenbestimmung rechtlich betrachtet zwar nicht verunmögliche, dass zukünftig ein Dritter ein öffentliches Kaufangebot für die Kaba lanciere, sondern lediglich die Aufhebung der Transaktionsvereinbarung, welche für den Erfolg eines Kontrollangebots notwendig ist, bis zum 31. Dezember 2018 von der Zustimmung der Poolaktionäre abhängig mache. Da ab dem 1. Januar 2019 hingegen wieder das einfache Mehr für die Aufhebung der Statutenbestimmung ausreiche, werde durch diese vorübergehende faktische Verhinderung der Aufhebbarkeit lediglich die ungestörte Durchführung des beabsichtigten Zusammenschlusses während der «Integrationsphase» ermöglicht. Die zeitliche Staffelung des Quorums wurde von der UEK in einer Gesamtbetrachtung als verhältnismässig angesehen, da die Aktionäre der Kaba ab dem 1. Januar 2019 wieder Adressaten eines öffentlichen Kaufangebots werden können – dementsprechend sei die Transaktionsvereinbarung als zulässig zu qualifizieren.⁹⁸ Anschliessend prüfte die UEK zwar noch, ob die Transaktionsvereinbarung allenfalls eine offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht i.S.v. Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 37 UEV bedeute, was sie mangels

2. Aufl., Basel 2011, N 15 f. zu Art. 29 BEHG; sowie Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich/Basel/Genf 2011, Art. 36 N 23. A.M. Böckli, der Art. 29 Abs. 2 BEHG als öffentlich-rechtliches Transaktionsverbot für den Verwaltungsrat mit der Möglichkeit der Verbotsaufhebung durch die Generalversammlung charakterisiert; vgl. Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Basel 2009, § 7 N 190 ff.

⁹² Vgl. von der Crone (Fn. 90), S. 177.

⁹³ Vgl. Gericke/Wiedmer (Fn. 91), Art. 36 N 28; Schenker (Fn. 71), S. 621.

⁹⁴ Dies unter Verweis auf Claire Huguenin/Christophe Peter Reitze, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Thomas Geiser (Hrsg.), Basler Kommentar zum Zivilgesetzbuch I, 5. Aufl., Basel 2014, N 3 f. zu Art. 27 ZGB; differenzierend: Eugen Bucher, Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Einleitung und Personenrecht, Die natürlichen Personen, Kommentar zu Art. 27 ZGB, Band I 2. Abteilung 2. Teilband, Bern 1993, N 509 ff. zu Art. 27 ZGB.

⁹⁵ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

⁹⁶ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.

⁹⁷ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

⁹⁸ Vgl. zum Ganzen: Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

eines Interessenkonflikts des Verwaltungsrats der Kaba oder einer – eigentlich bereits im Rahmen der des Opting out geprüften – unzulässigen Ungleichbehandlung der Aktionäre ebenfalls verneinte.⁹⁹

Im Ergebnis vermag die vermittelnde Lösung der UEK, mit der die Verbindlichkeit der von der Generalversammlung beschlossenen Abwehrmassnahme mit Zeitablauf gelockert wird, zu überzeugen. Wenngleich allein die Aktionäre bzw. die Generalversammlung über das Zustandekommen eines öffentlichen Kaufangebots entscheiden sollen, erscheint es bei komplexen Zusammenschlussvorhaben, welche nicht nur auf einen *share deal* (Quasifusion durch Aktienkauf bzw. -tausch) gerichtet sind, richtig, diesem Entscheid eine gewisse Bindungswirkung zukommen zu lassen. In dieser Konstellation entscheiden die Aktionäre nicht primär über eine Abwehrmassnahme, sondern über die Durchführung einer konkreten Transaktion, wodurch begriffsnotwendig alternative Zusammenschlussvorhaben (sofern diese aufgrund der spezifischen Gegenleistung überhaupt möglich sind) ausgeschlossen werden. Zweifel sind allerdings gegenüber der Begründung dieses phasenweisen Auslaufens der Abwehrmassnahme mit dem Hinweis auf Art. 27 ZGB am Platz. Abwehrmassnahmen können die Funktion des Unternehmenskontrollmarktes in Frage stellen, darin liegt aber noch kein Eingriff in den Kernbereich der Persönlichkeitsrechte einer Aktiengesellschaft. Aus der Sicht von Art. 27 Abs. 2 ZGB unterscheidet sich die Transaktionsvereinbarung nicht von einer anderen vertraglichen Vereinbarung, mit der sich eine Gesellschaft in ihrer künftigen Handlungsfreiheit einschränkt.¹⁰⁰ Eine zeitliche Beschränkung von Abwehrmassnahmen, die durch die Generalversammlung im Voraus genehmigt worden sind, wäre deshalb aus einer rein übernahmerechtlichen Interessenabwägung und insbesondere aus dem zentralen börsengesetzlichen Ziel eines funktionierenden Unternehmenskontrollmarktes abzuleiten.

Es wird deshalb interessant sein zu sehen, ob die UEK einigen in derartigen Konstellationen auftretenden Fragestellungen in Zukunft noch etwas klarere Konturen verleihen wird: Darunter einerseits die Fra-

ge, welche maximale Dauer für solche petrifizierende Statutenklauseln zulässig ist, andererseits aber auch, ob derartige Vorabbeschlüsse zu ihrer Gültigkeit zwingend in eine statutarische Bestimmung zu überführen sind. Letzteres wird in der Literatur unter Berufung auf die Anforderungen an Rechtssicherheit und Transparenz gegenüber sämtlichen Kapitalmarktteilnehmern gefordert,¹⁰¹ wurde von der UEK letztlich aber offen gelassen.¹⁰²

IV. Fazit

Die vorliegend besprochene Verfügung der UEK führt die i.S. *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* erfolgte Praxisänderung fort und bestätigt einerseits die bereits in einem kürzlich publizierten Aufsatz¹⁰³ angetönte Gültigkeit formell selektiver Opting-out-Klauseln sowie die Zulässigkeit derartiger Klauseln als Bedingung einer Kontrolltransaktion. Andererseits bringt sie eine gewisse Klarstellung hinsichtlich der übernahmerechtlichen Gültigkeit von Transaktionsvereinbarungen und diesbezüglichen Vorabbeschlüssen der Generalversammlung, welche als Abwehrmassnahmen betrachtet werden.

Gleichzeitig wirft die Verfügung i.S. *Kaba Holding AG* aber auch verschiedene neue Fragen (materielle Betrachtungsweise des Kontrollwechsels, Beurteilung der Zulässigkeit von (temporär) petrifizierenden, den Unternehmenskontrollmarkt einschränkenden statutarischen Klauseln im Lichte von Art. 27 Abs. 2 ZGB) auf. Die weitere Praxis der UEK wird hier für die notwendige Klarstellung zu sorgen haben.

¹⁰¹ Vgl. etwa: Böckli (Fn. 91), § 7 N 217.

¹⁰² Zwar zitierte die UEK in ihrer Verfügung Art. 37 Abs. 2 des Entwurfs zur UEV vom 20. März 1996, welcher vorsah, dass ein Beschluss der Generalversammlung i.S.v. Art. 29 Abs. 2 BEHG nur während zwei Jahren Rechtswirkungen entfalte, wenn er nicht in eine Statutenklausel umgegossen wurde, ging dann aber nicht weiter auf diese Frage ein; vgl. Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.2.1.

¹⁰³ Vgl. Luc Thévenoz/Lukas Roos, Opting Out, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zürich/Basel/Genf 2015, S. 49 f.

⁹⁹ Verfügung 600/01 der UEK vom 22. April 2015 i.S. *Kaba Holding AG*, E. 2.3.

¹⁰⁰ Vgl. etwa die Rechtsprechung des Bundesgerichts zur übermässigen Bindung im wirtschaftlichen Bereich bei Bierlieferungsverträgen (BGE 114 II 159, E. 2); sowie die Kasuistik bei BK-Bucher (Fn. 94), N 454 ff. zu Art. 27 ZGB.