

Opting out nach Art. 22 Abs. 3 BEHG

Verfügung 518/01 der Übernahmekommission vom 11. Oktober 2012 in Sachen
Advanced Digital Broadcast Holdings AG

Mit Bemerkungen von MLaw Adriano R. Huber und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone,
Universität Zürich*

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und Gesuch an die Übernahmekommission
- II. Erwägungen der Übernahmekommission
 - 1. Allgemeine Erwägungen
 - 2. Subsumption
- III. Bemerkungen
 - 1. Angebotspflicht und Kontrolltransaktionen
 - 1.1 Funktion und Folgen von Kontrolltransaktionen
 - 1.2 Funktion und Folgen der Angebotspflicht
 - 2. Korrektive zur Angebotspflicht
 - 3. Entwicklung der Praxis zum nachträglichen Opting out
 - 3.1 Anfängliche Praxis zum nachträglichen Opting out
 - 3.1.1 Esec Holding AG und Adval Tech Holding AG
 - 3.1.2 SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.
 - 3.1.3 Golay-Buchel Holding S.A.
 - 3.2 Entwicklung der Praxis ab 2010
 - 3.2.1 CI Com SA
 - 3.2.2 COS Computer Systems AG
 - 3.2.3 LEM Holding SA und BT&T Timelife AG
 - 3.3 Kritik an der Praxis seit 2010
 - 3.3.1 Prüfungszuständigkeit der Übernahmekommission
 - 3.3.2 Praktikabilität der Anfechtungsklage
 - 3.3.3 Umfang der inhaltlichen Prüfung
 - 4. Zu den Voraussetzungen der aktuellen Praxis
 - 4.1 Transparenz
 - 4.2 Richtigkeitsvermutung beim Generalversammlungsbeschluss
 - 4.3 Besondere und aussergewöhnliche Umstände
 - 4.4 Abgrenzung der Minderheitsaktionäre
 - 5. Zulässigkeit des materiell selektiven Opting out
 - 6. Zulässigkeit des formell selektiven Opting out
 - 7. Offene Fragen
- IV. Ausblick

I. Sachverhalt und Gesuch an die Übernahmekommission

Die Advanced Digital Broadcast Holdings SA (ADB), Pregny-Chambésy (GE) ist die Muttergesellschaft einer multinationalen Unternehmensgruppe, die im Bereich digitales Fernsehen und Breitbandkommunikation tätig ist. Ihre Aktien sind seit dem 29. April 2005 an der SIX Swiss Exchange AG (SIX)

kotiert. Mehrheitsaktionärin der ADB ist die 4T SA, Bertrange, eine luxemburgische Investmentgesellschaft. Sie hält 41,27% der Stimmrechte der ADB. Die 4T SA wiederum wird von Andrew Rybicki (Verwaltungsratspräsident, Gründer und ehemaliger Aktionär der ADB), Mitgliedern seiner Familie und des Managements der ADB kontrolliert.¹

Am 9. Juni 2006 hatte die Generalversammlung der ADB eine Opting-up-Klausel in ihre Statuten aufgenommen, um die Schwelle der Auslösung einer Angebotspflicht (Art. 32 Abs. 1 BEHG) auf 49% der Stimmrechte anzuheben. Die Klausel wurde am 30. Juni 2010 für die aus der 4T SA und ihren Aktionären gebildete Gruppe, die 33,88% der Stimmrechte der ADB hielt, durch die Eidgenössische Übernahmekommission (UEK) als gültig bestätigt.²

Am 7. Mai 2012 stellte die 4T SA dem Verwaltungsrat der ADB das Gesuch, es sei an der Generalversammlung derselben über die Einführung eines Opting out im Sinne von Art. 22 Abs. 3 BEHG abzustimmen. Die 4T SA beabsichtige, ihre Beteiligung an der ADB über 49% hinaus zu erhöhen. Sie wolle ihr Vertrauen in die ADB und deren Zukunft zeigen, indem sie den Aktienkurs durch Zukäufe über die Börse unterstütze. Am 25. Mai 2012 wurde die Einberufung der Generalversammlung der ADB publiziert. Darin fanden sich Angaben zum Opting out, zur Beteiligung der 4T SA (41,27%), zu deren Aktionären und ihrem Einsitz im Verwaltungsrat der ADB. Die Einführung des Opting out würde künftig alle Aktionäre von der Angebotspflicht befreien. Die 4T SA wolle ihre Beteiligung über 49% hinaus erhöhen. Der Verwaltungsrat gab keine Stimmempfehlung ab.³

Die Generalversammlung der ADB vom 15. Juni 2012 nahm das vorgeschlagene Opting out an. Der Verwaltungsrat erläuterte den Aktionären zuvor die Konzepte des Opting out und Opting up. Er wies darauf hin, dass bei einer Annahme weder die 4T SA noch ein anderer Aktionär verpflichtet wären, den übrigen Aktionären ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten. Der Verwaltungsrat bestätigte nochmals, keine Stimmempfehlung abzugeben, weil er

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

¹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, A, B.

² Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, C, D.

³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E, F.

aus vier Mitgliedern bestehe, von denen zwei bevollmächtigte der 4T SA seien. An der Generalversammlung waren 51,81% der Stimmrechte der ADB vertreten. Von den massgebenden Stimmen (ohne Enthaltungen) fielen 89,78% als Ja und 10,22% als Nein aus.⁴

Am 31. August 2012 stellte die 4T SA der UEK das Gesuch, es sei festzustellen, dass ein Überschreiten der Schwelle von 49% der Stimmrechte der ADB für sie keine Angebotspflicht im Sinne von Art. 32 BEHG auslösen würde.⁵

II. Erwägungen der Übernahmekommission

1. Allgemeine Erwägungen

Die UEK beschrieb zunächst die bisherige Praxis zum nachträglichen Opting out.⁶ Darauf Bezug nehmend, halte sie es für notwendig, die entwickelte Praxis zum Opting out und Opting up zu ändern. Die UEK ginge bei der Prüfung solcher Klauseln in Zukunft von folgenden Prämissen aus: Wenn sowohl der Beschluss der Generalversammlung als Ganze als auch der Minderheitsaktionäre für sich in der Mehrheit positiv ausfalle, vermute die UEK, dass das Opting out keinen Nachteil im Sinne von Art. 706 OR für die Aktionäre verursache. Wenn aber die Mehrheit der Stimmen der Minderheitsaktionäre negativ ausfalle, vermute die UEK, dass ein solcher Nachteil bestehe. Die UEK gehe davon aus, dass die Zustimmung der Mehrheit der Minderheitsaktionäre die Vermutung zuliesse, dass die Einführung des Opting out auch in deren Interesse bzw. im Interesse der Gesellschaft sei. Die UEK halte eine zweistufige Abstimmung (mit und ohne Mehrheitsaktionäre) oder eine separate Zählung der Stimmen der Minderheitsaktionäre für die geeignetste Lösung, um sowohl die Rechtssicherheit zu garantieren als auch zu verhindern, dass für die Minderheitsaktionäre aus dem Opting out ein Nachteil im Sinne von Art. 706 OR resul-

tiere.⁷ Die UEK behalte sich in besonderen und aussergewöhnlichen Fällen die materielle Prüfung des Opting out hinsichtlich Art. 706 OR vor. Läge die Zustimmung sowohl der Generalversammlung als Ganzes als auch der Mehrheit der Minderheitsaktionäre vor, würde die UEK nicht ohne Not in diesen Entscheid eingreifen. Falle das Votum der Minderheitsaktionäre aber negativ aus, rechtfertige sich eine materielle Prüfung, insbesondere wenn die Einführung des Opting out bzw. Opting up einem überwiegenden Gesellschaftsinteresse diene.⁸

Weiter konkretisierte die UEK, wer zur Gruppe der «Minderheitsaktionäre» gehöre: Nicht zu den Stimmen der Minderheitsaktionäre sei jeder Aktionär zu zählen, der direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten bereits einen Anteil von mehr als 33⅓% der Stimmrechte der Gesellschaft besitze. Denn dieser könne infolge des Opting out seinen Anteil verkaufen, ohne dass der Käufer ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreiten müsste. Zudem zählten die Stimmen des Aktionärs bzw. der Gruppe nicht, die den Antrag auf Einführung des Opting out stelle. Es sei davon auszugehen, dass ihre Interessen nicht mit denen der übrigen Aktionäre übereinstimmten, weil sie sich aus dem Opting out einen Vorteil versprechen.⁹

Schliesslich hielt die UEK fest, dass die Richtigkeitsvermutung nur gelten könne, wenn die Aktionäre ordnungsgemäss über die Konsequenzen des Opting out bzw. Opting up aufgeklärt würden. Geplante Transaktionen müssten adäquat offengelegt werden.¹⁰ Liege eine der Voraussetzungen nicht vor, so habe die Klausel aus Sicht des Börsenrechts, zumindest für die Aktionäre, die um den Beschluss er-

⁴ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, G.

⁵ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, H.

⁶ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 2; vgl. dazu die eigenen Ausführungen der Autoren hinten III.3.

⁷ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4; 4.1.

⁸ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1 *in fine*; als Beispiel dient ihr der Sachverhalt der Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1, in dem die Einführung des Opting out in einer Situation finanzieller Probleme einem Investor den Einstieg erleichtern sollte.

⁹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.2.

¹⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5; mit Verweis auf die Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*

sucht haben oder damals eine Mehrheitsbeteiligung besessen hatten, keine Wirkung.¹¹

2. Subsumption

Die UEK stellte fest, dass trotz gegebener Transparenz infolge des nicht Zählens der Stimmen der 4T SA eine Ablehnung der Minderheitsaktionäre von 80,82% resultiere (ohne Enthaltungen).¹² Besondere oder aussergewöhnliche Umstände lägen keine vor, welche die Vermutung im oben genannten Sinne umzustossen vermögen, weshalb das Opting out ungünstig sei.¹³

III. Bemerkungen

1. Angebotspflicht und Kontrolltransaktionen

Nach Art. 32 Abs. 1 BEHG muss, wer den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten. Das schweizerische Börsenrecht stellt die unwiderlegbare Vermutung auf, dass beim Überschreiten von 33⅓% der Stimmrechte ein Kontrollwechsel stattfindet.¹⁴

1.1 Funktion und Folgen von Kontrolltransaktionen

Mit dem Kontrollwechsel wird die Gesellschaft der Herrschaft eines (neuen) Mehrheitsaktionärs unterstellt.¹⁵ Dabei kann die Kontrolle von einem bestehenden Mehrheitsaktionär «en bloc», mittels öffentlichen Kaufangebots durch Bündelung bislang gestreuter Aktien, sowie dem stufenweisen Zukauf über den Markt erworben werden.¹⁶ Mit dem Wechsel der Kontrolle kann ein Wechsel der Unternehmensstrategie einhergehen.¹⁷ Dem Erwerber kommen durch die Kontrolle die Vorteile zu, die sich aus der Mehrheitsposition ergeben (*private benefits of control*). In unregulierten Märkten schlägt sich das unzweifelhaft im Preis nieder. Dem Verkäufer ermöglicht die Kontrolltransaktion die Abschöpfung einer Prämie über den blossen Wert der einzelnen Aktie hinaus, weil zusätzlich die Verfügungsmacht über das von der Gesellschaft geführte Unternehmen übergeht.¹⁸

Für die Minderheitsaktionäre, die an der Kontrolltransaktion nicht beteiligt sind, kann sich der Wechsel im Einzelfall unterschiedlich auswirken: Das Auftreten eines (neuen) Mehrheitsaktionärs kann für sie von Vorteil sein, wenn sich die neue Strategie

¹¹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.3; 5.

¹² Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 6.1 f.

¹³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 6.3.

¹⁴ *Karl Hofstetter/Evelyn Schilter-Heuberger*, N. 9 zu Art. 32 BEHG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar. Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz*, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011; *Stephan N. Frei*, *Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz. Die Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG)*, in: Ernst Kilgus et al. (Hrsg.), *Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen*, 2. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1998, 130, 252 f.; Empfehlung II der UEK vom 31. Oktober 2006 in Sachen *Saurer AG*, E. 3.2.2; kritisch zu einer starren Schwelle anstatt Vieler: *Peter V. Kunz*, *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht. Eine gesellschaftsrechtliche Studie zum aktuellen Rechtszustand verbunden mit Rückblick und mit Vorausschau sowie mit rechtsvergleichenden Hinweisen*, Bern 2001, § 10 Rz. 125; das Schwellenwertsystem befürwortend: *Harald Borner*, *Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes. Eine ökonomische Analyse*, ZSR 117/1998, 283; die Vermutung gründet in der Annahme, dass eine Beteiligung von 33⅓% einem Aktionär bereits die Kontrolle ermögli-

chen kann, vgl. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993 (zit. Botschaft 1993), BBl 1993 1369 ff., 1417; BGer 2A.394/2000 vom 2. Juli 2001, E. 3c.

¹⁵ Empfehlung II der UEK vom 31. Oktober 2006 in Sachen *Saurer AG*, E. 3.2.2.

¹⁶ Die letzte Variante kommt allerdings in der Praxis kaum vor, weil damit eine schleichende Erhöhung des Aktienkurses einhergeht und aufgrund häufig vorkommender Prozentvinkulierungen die Erlangung der Kontrolle schwierig sein kann, vgl. *Hans Caspar von der Crone*, *Kontrolltransaktionen im Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel*, in: Hans Ulrich Walder/Tobias Jaag/Dieter Zobl (Hrsg.), *Aspekte des Wirtschaftsrechts. Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994*, Zürich 1994 (zit. *von der Crone*, *Kontrolltransaktionen*), 31 Fn. 6.

¹⁷ *Von der Crone*, *Kontrolltransaktionen* (Fn. 16), 32; der Erwerber verspricht sich aus der Übernahme einen Vorteil im Wettbewerb, sei es aufgrund von ungenutzten Synergieeffekten, mangelhafter Unternehmensführung, etc., vgl. *Frei* (Fn. 14), 26 ff.

¹⁸ Vgl. eingehend: *Nina Reiser/Hans Caspar von der Crone*, *Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG*, GesKR 1/2012, 29 ff.; *Daniel Daeniker*, *Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?*, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIII*, Zürich 2010, 93 ff.; *Frei* (Fn. 14), 159; *von der Crone*, *Kontrolltransaktionen* (Fn. 16), 34 f.

als erfolgreicher erweist und sich in den Dividenden bzw. dem Aktienkurs niederschlägt.¹⁹ Der Mehrheitsaktionär wird aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes eher bereit sein, die Kosten des kollektiven Handelns zu tragen und schafft so einen Mehrwert für alle Aktionäre.²⁰ Ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle hat zudem einen disziplinierenden Effekt auf das Management und führt zu einem effizienteren Einsatz der Ressourcen.²¹ Ein Kontrollwechsel kann für die Minderheitsaktionäre aber auch negative Folgen haben: Der Mehrheitsaktionär kann seine Beteiligung auf Kosten der Minderheit zum privaten Vorteil einsetzen.²² Dabei handelt es sich um ein primär gesellschaftsrechtliches Problem, das bei Publikumsgesellschaften aufgrund der besseren Kontrolle durch den Markt erst richtig zu Tage tritt. Diesem Missbrauchspotenzial wurde mit verschärften

Vorschriften zur Transparenz und Rechnungslegung entgegnet.²³

1.2 Funktion und Folgen der Angebotspflicht

Wie sich ein Kontrollwechsel für die verbleibenden Minderheitsaktionäre auswirkt, ist deshalb vom Einzelfall abhängig.²⁴ Die Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 1 BEHG soll den Minderheitsaktionären deshalb die Möglichkeit des Mitverkaufs zu einem angemessenen Preis im Falle eines aus ihrer Sicht nachteiligen Kontrollwechsels bieten.²⁵ Der Gesetzgeber trägt so der besonderen Situation und seiner – negativen oder positiven²⁶ – Effekte für die Minderheitsaktionäre Rechnung. Sie erhalten die Möglichkeit, mit der Annahme oder Ablehnung des Pflichtangebots zu zeigen, ob sie im Kontrollwechsel einen Nachteil oder einen Vorteil sehen.²⁷ Dadurch verwirklicht die Angebotspflicht die Zielsetzung des Börsengesetzes, die Gleichbehandlung der Anleger zu gewährleisten (Art. 1 BEHG; Art. 24 Abs. 2 BEHG). Damit soll letztlich das Vertrauen der Teilnehmer des Finanzmarktes in dessen Funktionsfähigkeit gewährleistet werden, um die Anzahl der Partizipierenden zu maximieren, was die Effizienz der Märkte im Interesse aller erhöht.²⁸ Schliesslich bewirkt die transparente Ausgestaltung von Übernahmeofferten dank der Angebotspflicht eine Zunahme von Konkurrenzangeboten. Dies wirkt sich positiv auf den Übernahmepreis zugunsten aller Aktionäre aus.²⁹

¹⁹ So z.B. durch Effizienzgewinne, Disziplinierung und Synergieeffekte, oder höherer Marktmacht. Vgl. die eingehende Darstellung bei: *Borner* (Fn. 14), 263 ff.

²⁰ Zu den positiven Folgen des Auftretens langfristig engagierter Grossaktionäre vgl. *Karl Hofstetter*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 5/1996, 228 ff.; zum Spannungsverhältnis zwischen individuellen Interessen und kollektivem Handeln: *Hans Caspar von der Crone/Thomas Steininger*, Corporate Governance – Zusammenspiel der Gesellschaftsorgane, Aktionärsrechte und Stimmrechtsvertretung, ST 3/2010, 88 f.; *Georg G. Gotschev*, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht. Eine ökonomische und rechtsvergleichende Analyse der organisierten Gruppe gemäss Börsengesetz, SSHW Bd. 240, Zürich/Basel/Genf 2005, Rz. 61 ff.; *Markus Ruffner*, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft. Ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zürich 2000, 175 ff.; *Daeniker* (Fn. 18), 101 f.

²¹ Vgl. für einen Überblick: *Christian Köpfl*, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, SSHW Bd. 195, Zürich 2000, 88 ff.; zur Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle befürwortend: *Henry G. Manne*, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy 2/1965, 110 ff.; *Michael C. Jensen/Richard S. Ruback*, The market for corporate control. The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 11/1983, 5 ff.; a. A.: *Christian J. Meier-Schatz*, Managermacht und Marktkontrolle. Bemerkungen zur amerikanischen Debatte um Übernahmeangebote und Markt für Unternehmenskontrolle, ZHR 149/1985, 95 ff., m.w.H.; *Jürgen Reul*, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen. Eine juristische und ökonomische Analyse, Tübingen 1991, 137, m.w.H.

²² Vgl. *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 33; *Köpfl* (Fn. 21), 56 f.; *von der Crone*, Kontrolltransaktionen (Fn. 16), 34 f.; *Frei* (Fn. 14), 145 f.; *Kunz* (Fn. 14), 643 ff.

²³ *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 32 f.

²⁴ *Hofstetter/Schilter-Heuberger* (Fn. 14), N. 4 zu Art. 32 BEHG.

²⁵ Zum Ausstiegsrecht: Botschaft 1993 (Fn. 14), 1417; BGE 130 II 530, E. 5.3.1, m.w.H.; inskünftig ein Mitverkaufsrecht zum gleichen Preis, vgl. *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 33.

²⁶ Die UEK geht von der Annahme aus, ein Kontrollwechsel sei für die Minderheitsaktionäre *per se* eine Benachteiligung, vgl. Empfehlung IV der UEK vom 20. April 2007 in Sachen *SCHMOLZ + BICKENBACH AG*, E. 2.4; Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2006 in Sachen *SCHMOLZ + BICKENBACH AG*, E. 2.1.2.

²⁷ Empfehlung IV der UEK vom 20. April 2007 in Sachen *SCHMOLZ + BICKENBACH AG*, E. 2.4; Empfehlung der UEK vom 3. Oktober 2006 in Sachen *SCHMOLZ + BICKENBACH AG*, E. 2.1.2.

²⁸ *Köpfl* (Fn. 21), 53 f.; *Hofstetter/Schilter-Heuberger* (Fn. 14), N. 5 zu Art. 32 BEHG; *Frei* (Fn. 14), 131 ff.

²⁹ Die hohe Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Konkurrenzangeboten hat aber einen gewissen Abschreckungseffekt auf die Übernahmeaktivität im Allgemeinen, weil in-

Mit der Angebotspflicht unterwirft der Gesetzgeber den Markt der Unternehmenskontrolle einem Kontrahierungszwang.³⁰ Aus dem Blickwinkel der Wirtschafts- und Vertragsfreiheit (Art. 27 BV bzw. Art. 1 Abs. 1 OR) ist ein solches Mittel nur bei klar überwiegenden Interessen gerechtfertigt³¹ und muss verhältnismässig sein. In tatsächlicher Hinsicht führt die Angebotspflicht zu einer Verteuerung der Kontrolltransaktionen.³² Möglich ist nur eine Übernahme: «Alles oder Nichts». Ein Erwerber muss davon ausgehen, bis zu 100% der Aktien der Zielgesellschaft zum Mindestpreis gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG kaufen zu müssen.³³ Das führt notgedrungen zu einem finanziellen Mehrbedarf.³⁴ Aktionäre, die eine Beteiligung über 33⅓% der Stimmrechte halten, werden mehr Mühe haben, einen Käufer für das gesamte Paket zu finden. Diese Situation wird durch die beschlossene Gesetzesänderung zur Abschaffung der Kontrollprämie verschärft, indem die Angebotspflicht ein eigentliches Mitverkaufsrecht der übrigen Aktionäre zum gleichen Preis wie der Verkäufer darstellt.³⁵ Ein schrittweiser Abbau der Beteiligung über die Börse als Alternative dazu ist aus finanzieller Sicht unattraktiv und kommt kaum vor. Folge davon ist eine geringere Übernahmeaktivität, was die positiven Effekte, die von einem effizienten Übernahmemarkt ausgehen, abschwächt. Das hat tendenziell einen negativen Effekt auf den Marktwert der Gesellschaft.³⁶

2. Korrektive zur Angebotspflicht

Die Analyse zeigt, dass die Angebotspflicht grundsätzlich gerechtfertigt ist, im Einzelfall aber auch

negative Folgen haben kann. Das Gesetz sieht deshalb Ausnahmeregelungen vor (Art. 32 Abs. 2 BEHG, Art. 38 f. BEHV-FINMA). Zusätzlich besteht die Möglichkeit, mittels statutarischer Klausel die Schwelle zur Angebotspflicht auf 49% zu erhöhen (Opting up, Art. 32 Abs. 1 BEHG) oder ganz auszuschliessen (Opting out, Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG).³⁷

Das im vorliegenden Fall eingeführte Opting out stellt die Umkehr des gesetzlichen Normalfalls dar. Nach Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG kann die Gesellschaft ein Opting out sowohl vor als auch nach der Kotierung einführen. Nach der Kotierung steht das Opting out unter der einschränkenden Bedingung, dass dies keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt. Diese Einschränkung gilt in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht ohnehin und ist diesbezüglich redundant. Die explizite Nennung ist unseres Erachtens aber berechtigt, weil der Minderheitsaktionär nachträglich auf sein aus dem Börsenrecht fliessendes Mitverkaufsrecht bzw. die Partizipation an der Kontrollprämie verzichtet.³⁸ Diese Ungleichbehandlung ist aus gesellschaftsrechtlicher Sicht irrelevant, weil das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot sich auf das Verhältnis zwischen der Gesellschaft und dem Aktionär bezieht. Gesellschaftsrechtlich betrachtet besteht keine Pflicht der Aktionäre, sich gegenseitig gleich zu behandeln. Die Zulässigkeit der aus dem Wegfall der Angebotspflicht resultierenden Ungleichbehandlung der Aktionäre unter sich wird mit dem Verweis auf Art. 706 OR den gleichen Massstäben unterworfen, wie sie im Verhältnis zwischen Gesellschaft und Aktionär gelten.³⁹ Ein vor der Kotierung eingeführtes Opting out greift im Gegensatz dazu nicht in bestehende Rechte ein: Die künftigen Publikumsaktionäre erwerben ihre Beteiligung im Wissen um das Nichtbeste-

vestierte Kosten sich nicht immer auszahlen werden; vgl. dazu: *Köppli* (Fn. 21), 100 f.

³⁰ *Frei* (Fn. 14), 142.

³¹ *Von der Crone*, Kontrolltransaktionen (Fn. 16), 33.

³² *Köppli* (Fn. 21), 100; *Frei* (Fn. 14), 147.

³³ Auf Seiten des Verkäufers resultiert daraus ein negativer Einfluss auf den Verkaufsanreiz, weil er die Kontrollprämie nicht für sich allein vereinnahmen kann; vgl. dazu kritisch: *Frei* (Fn. 14), 147; vgl. zum Ganzen auch: *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, N. 21 zu Art. 22 BEHG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar. Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz*, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011.

³⁴ *Köppli* (Fn. 21), 97 f.; *Frei* (Fn. 14), 147.

³⁵ Vgl. hinten IV; *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 33.

³⁶ *Frei* (Fn. 14), 147.

³⁷ Vgl. zu den Gründen für die Einführung der Opting-out-Regel als Entgegenkommen gegenüber den Gegnern der Angebotspflicht: *Robert Bernet*, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG). Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, ASR Heft 614, Bern 1998, 221 f.; *Köppli* (Fn. 21), 127 ff.

³⁸ *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 535; *Tatjana Linder*, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, ZStP Bd. 220, Zürich/Basel/Genf 2010, 62, spricht von einem relativ wohl-erworbenen Recht.

³⁹ Vgl. auch hinten III.3.3.1.

hen der aus der Angebotspflicht fliessenden Rechte.⁴⁰ Die bestehenden Minderheitsaktionäre hingegen hatten bislang auch keinen Anspruch auf ein Angebot.

Die Möglichkeit des statutarischen Opting out stellt aus rechtsvergleichender Sicht eine schweizerische Besonderheit dar. Es sind aber funktional vergleichbare Institute zu finden.⁴¹ Im Sinne der Wirtschafts- und Vertragsfreiheit und vor dem Hintergrund der im Einzelfall negativen Auswirkungen der Angebotspflicht ist es verhältnismässig, den Aktionären dieses Instrument in die Hand zu geben.⁴² Fraglich ist, wann ein Beschluss den Anforderungen von Art. 706 OR entspricht, was die Praxis seit Einführung des Börsengesetzes beschäftigt hat.

3. Entwicklung der Praxis zum nachträglichen Opting out

3.1 Anfängliche Praxis zum nachträglichen Opting out

Wie im vorliegenden Entscheid beschrieben,⁴³ ging die anfängliche Praxis davon aus, dass einem Opting out keine Gültigkeit zukommt, wenn es formell oder materiell selektiv ist:

3.1.1 Esec Holding AG und Adval Tech Holding AG

Formell selektiv ist ein Opting out, wenn die Statuten den begünstigten Erwerber ausdrücklich erwäh-

nen.⁴⁴ In Sachen *Esec Holding AG* enthielten die Statuten derselben ein befristetes Opting out zugunsten der *Unaxis Holding AG*. Die UEK erklärte diese Klausel mit Empfehlung vom 6. Juni 2000 als bedingt gültig. Aus der Möglichkeit, ein generelles Opting out einzuführen, folge *a maiore minus*, dass auch ein partielles Opting out zulässig sei.⁴⁵ Über die Rechtfertigung einer solchen Klausel im Sinne von Art. 706 OR habe in erster Linie die Generalversammlung zu entscheiden. Die Richtigkeit des Generalversammlungsbeschlusses sei dann zu vermuten, wenn die Entscheidung ohne die an der Transaktion interessierten Aktionäre positiv ausfällt. Massgeblich ist der Wille der vom Opting out besonders betroffenen Aktionäre. Im beurteilten Fall war vorgesehen, dass die Minderheitsaktionäre der *Esec Holding AG* in einer Sonderversammlung darüber befinden, ob das Opting out eingeführt wird. Würden diese zustimmen, sei auch das formell selektive Opting out gültig.⁴⁶ Die EBK vertrat eine grundsätzlich gegenteilige Meinung:⁴⁷ Die Regelung des Börsengesetzes sei abschliessend und lasse neben dem Opting out keine partiellen Opting out zu.⁴⁸ Ein selektives Opting out würde Konkurrenzangebote benachteiligen.⁴⁹ Für eine Sonderversammlung gebe es keine rechtliche Grundlage und eine solche sei auch nicht zielführend, weil die Minderheit als unbestimmte Gruppe nicht von der Mehrheit abgegrenzt werden könne. Durch die Koppelung der Entscheidung über die Einführung des Opting out mit einem Aktiensplit sei keine klare Willensäusserung möglich.⁵⁰ Das Vorgehen sei weder sachlich noch proportional.⁵¹

⁴⁰ *Hans Caspar von der Crone*, Angebotspflicht, SZW Sondernummer 1997 (zit. von der *Crone*, Angebotspflicht), 51; bislang war unklar, ob aufgrund der Verdachtsperiode von fünf Jahren die UEK auch vor der Kotierung eingeführte Opting-out-Klauseln prüfen würde, vgl. *Jakob Höhn/Christoph G. Lang/Severin Roelli*, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, Kap. L Rz. 51 Fn. 90.

⁴¹ Vgl. das Konzept des *Whitewash* hinten III.4.2; zur Entstehungsgeschichte insb.: *Isabelle Chabloz*, Les clauses d'opting out selectives, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich/Basel/Genf 2005, 116 f.; *Frank Gerhard/Alexander Nikitine*, Fusion – Angebotspflicht – Opting-out, GesKR 2/2011, 186 f.; *Hofstetter/Schiller-Heuberger* (Fn. 14), N. 3 zu Art. 32 BEHG; *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 41, die auf gewisse einzelstaatliche Regelungen gleichen Inhalts in den USA hinweisen.

⁴² *Von der Crone*, Kontrolltransaktionen (Fn. 16), 49; *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 41; *Linder* (Fn. 38), 62.

⁴³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 2.

⁴⁴ Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 2.1 ff.; Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 f.

⁴⁵ Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 2.1.

⁴⁶ Empfehlung der UEK vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 2.2.

⁴⁷ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 f.

⁴⁸ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 b) bb) ff.

⁴⁹ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 g).

⁵⁰ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4.

⁵¹ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 c), d), f), u.a. sei die Transaktion vornehmlich im ökonomischen Interesse der *Unaxis Holding AG* und auch nicht transparent kommuniziert.

Die EBK hatte sich somit klar gegen die Zulassung einer selektiven Befreiung von der Angebotspflicht gestellt. Die UEK sah sich gestützt auf diesen Entscheid veranlasst, die Vorgaben konsequent umzusetzen und erklärte in Sachen *Adval Tech Holding AG* (3. März 2004) auch allgemein formulierte Opting-out-Klauseln für ungültig, wenn damit in Tat und Wahrheit ein konkreter Erwerber bzw. eine bestimmte Transaktion begünstigt wird (materielle Selektivität). Die UEK stellte die widerlegbare (tatsächliche) Vermutung auf, dass ein Opting out selektiv sei, wenn während fünf Jahren nach deren Einführung eine Transaktion erfolgt.⁵²

3.1.2 SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.

In Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.* (7. Juli 2004) lag zwar ein materiell selektives Opting out vor. Die UEK erklärte die Bestimmung aber nicht aufgrund dessen für ungültig. Vielmehr seien die Voraussetzungen von Art. 706 OR – trotz einstimmigen Beschlusses⁵³ – nicht gegeben, weil das Interesse der Gesellschaft an einem neuen Investor weniger wiege als das Ausstiegsrecht der Minderheitsaktionäre.⁵⁴ Konsequenterweise hätte, vor dem Hintergrund der bisherigen Praxis, die Ungültigkeit bereits aus der materiellen Selektivität folgen müssen. Die UEK hatte in diesem Fall den Schwerpunkt aber auf die gesetzliche Vorgabe der Proportionalität aus Art. 706 OR gelegt.

3.1.3 Golay-Buchel Holding S.A.

In Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.* (21. Juni 2007) prüfte die UEK die Voraussetzungen von Art. 706 OR hingegen nicht.⁵⁵ Es wurde festgestellt, dass die Einführung des Opting out mehr als fünf Jahre zurück liege und keine Anzeichen dafür vorlägen, dass die beabsichtigte Transaktion bereits da-

mals geplant war.⁵⁶ Das Opting out sei deshalb gültig, obwohl der potenzielle Übernehmer bereits im Zeitpunkt der Einführung des Opting out Mehrheitsaktionär der Zielgesellschaft war.⁵⁷ Die Opposition gegen das Opting out war marginal.⁵⁸

3.2 Entwicklung der Praxis ab 2010

In der Lehre wurde diese Praxis kritisiert, u. a. weil das Opting out praktisch nicht mehr zugänglich sei. Es wäre kaum ein Fall denkbar, bei dem eine Opting-out-Klausel ohne jegliche Absicht einer allenfalls in der Zukunft geplanten Transaktion eingeführt würde.⁵⁹ In Reaktion auf diese Kritik hat die UEK ihre Praxis seit 2010 sukzessive gelockert.

3.2.1 CI Com SA

In Sachen *CI Com SA* (4. März 2010) hat die UEK festgehalten, dass ein formell oder materiell selektives Opting out gültig sei, wenn es sachlich begründet und verhältnismässig ist. Sachlich begründet sei die Klausel «[...] lorsqu'elle contribue à atteindre le but poursuivi par la société ou lorsque la clause n'a pas pour but de favoriser des intérêts d'actionnaires déterminés. Elle ne doit pas avoir pour but de favoriser ou de défavoriser certains actionnaires.» Verhältnismässig sei die Klausel «[...] lorsqu'elle est adéquate et nécessaire à répondre à l'intérêt de la société et si les avantages pour la société l'emportent sur les intérêts individuels des actionnaires minoritaires [...]»⁶⁰

Die UEK prüfte daraufhin, ob die Klausel vor dem Hintergrund der geplanten Transaktion einge-

⁵² Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, E. 3.3 f.; zur formellen und materiellen Selektivität im Detail *Chabloz* (Fn. 41), 121 ff.

⁵³ Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*, D.

⁵⁴ Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*, E. 1.2.2.2, 1.2.2.4 in fine, 1.2.2.5.

⁵⁵ Dargestellt werden nur die theoretischen Grundlagen: Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 in Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.*, E. 1.2.

⁵⁶ Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 in Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.*, E. 1.4 ff., 1.7.

⁵⁷ Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 in Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.*, E. 1.4.

⁵⁸ Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 in Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.*, C.

⁵⁹ Vgl. dazu: *Dieter Dubs/Urs Gasser*, Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting-out-Klausel gemäss Börsengesetz, SZW 2/2001, 88 ff.; *Olivier Bloch*, La clause d'opting out: clause virtuelle du droit suisse?, SZW 6/2005, 293 ff.; *Rolf Watter/Thomas Rohde*, Fusion und Pflichtangebot, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VIII*, Zürich 2006, 13 ff.; *Sonja Blaas/Pascal Bovey*, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 3/2012, 228 m.w.H.; *Gerhard/Nikitine* (Fn. 41), 188; *Chabloz* (Fn. 41), 126.

⁶⁰ Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.1; vgl. auch *Chabloz* (Fn. 41), 120.

führt wurde und verneinte dies.⁶¹ Es sei aber fraglich, ob eine Klausel auch als materiell selektiv zu betrachten sei, wenn sie unabhängig von jeglicher Transaktion eingeführt wurde, weil sie zum Vorteil eines Mehrheitsaktionärs sei, der seine Beteiligung aufgrund der Dispensierung des Erwerbers von der Angebotspflicht leichter verkaufen kann. Die Kontrolle von materiell selektiven Opting-out-Klauseln durch die UEK bezwecke den Schutz der Minderheitsaktionäre gegen jene Klauseln, die sie in Unkenntnis einer geplanten Transaktion angenommen hätten. Würde eine solche Transaktion durch den Mehrheitsaktionär trotz der Unkenntnis der Minderheitsaktionäre mehr als zwei Monate nach der Generalversammlung durchgeführt, hätten diese keine Möglichkeit mehr, die Gültigkeit der Klausel vor dem Zivilrichter anzufechten (Art. 706a OR). Das Verschweigen der Transaktion auf Kosten der Minderheitsaktionäre rechtfertige deshalb die nachträgliche Prüfung durch die UEK. Liege aber kein solcher Kontext vor, so könnten die Aktionäre das Opting out beim Zivilrichter anfechten. In diesen Fällen scheine eine Verlängerung des Schutzes von Art. 706 bzw. 706a OR durch die UEK nicht nötig und würde letztlich gegen das Gebot der Rechtssicherheit verstossen.⁶² Schliesslich stellte die UEK fest, dass die Minderheitsaktionäre im konkreten Fall in Kenntnis der Position des Mehrheitsaktionärs über die Einführung des Opting out entschieden hätten. Dieser Entscheid sei einstimmig erfolgt und es habe keine Anfechtungsklage gegeben. Es sei nicht die Aufgabe der UEK, sich an die Stelle der Minderheitsaktionäre zu setzen.⁶³

3.2.2 COS Computer Systems AG

In Sachen *COS Computer Systems AG* (4. Juni 2010) hielt die UEK an diesen Voraussetzungen fest.⁶⁴ Im konkreten Fall betreffe das Opting out die Aktionäre in gleicher Weise, weil das Aktionariat breit gestreut sei.⁶⁵ Weiter hätte die Generalversamm-

lung die Klausel mit 99,74% der vertretenen Stimmen angenommen. Da eine im Hinblick auf Art. 706 OR wünschenswerte Transaktion (Neuausrichtung der Gesellschaft aufgrund wirtschaftlicher Schwierigkeiten mittels Reverse Takeover) vorliege, sei das Opting out auch dann gültig, wenn es materiell selektiv sei, was die zeitliche Nähe von Einführung und Transaktion suggeriere.⁶⁶

3.2.3 LEM Holding SA und BT&T Timelife AG

In Sachen *LEM Holding SA* (22. September 2011) konsolidierte die UEK die seit 2010 entwickelte Praxis. Dabei ging es um ein Opting out, das auf Vorschlag eines Mehrheitsaktionärs (27,8%) gegen die Empfehlung des Verwaltungsrates mit 71% Ja-Stimmen angenommen wurde. Der Mehrheitsaktionär selbst vertrat 39,84% der abgegebenen Stimmen.⁶⁷

Die UEK hielt fest, dass ein materiell oder formell selektives Opting out ausnahmsweise gültig sei, wenn es sachlich begründet und verhältnismässig ist.⁶⁸ Die nachträgliche Kontrolle der Gültigkeit des Opting out innerhalb von fünf Jahren sei gerechtfertigt, wenn der Mehrheitsaktionär seine Absichten bei der Einführung verschwiegen habe. Wenn die Aktionäre vor der Einführung hinreichend vollständig und klar über den materiell selektiven Charakter informiert worden sind, hätten sie die Möglichkeit und Obliegenheit, das Opting out innerhalb von zwei Monaten beim Zivilrichter anzufechten (Art. 706 bzw. 706a OR), wenn sie der Ansicht seien, dies verursache für sie einen Nachteil im Sinne von Art. 706 OR. Würde bei vollständiger Transparenz niemand das Opting out anfechten, sei es mit der Rechtssicherheit nicht vereinbar, durch einen übernahmerechtlichen Mechanismus den Schutz zu verlängern.⁶⁹ Die Minderheitsaktionäre hätten sich in vollem Bewusstsein der Sachlage für das Opting out entschieden. Sie hätten gewusst, dass das Opting out primär im Interesse des Mehrheitsaktionärs sei. Eine Anfechtungsklage, wie sie ihnen offen gestanden wäre, hätte niemand angestrengt. Es sei nicht die Aufgabe der UEK, sich

⁶¹ Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.2.1.

⁶² Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.2.2.

⁶³ Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.2.2.

⁶⁴ Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1.

⁶⁵ Der Aktionär mit der grössten Beteiligung hielt einen Anteil von 10,6%.

⁶⁶ Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.2.

⁶⁷ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. F.

⁶⁸ Mit Verweis auf die Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.1.

⁶⁹ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1.

an die Stelle der Minderheitsaktionäre zu setzen. Ob das Opting out einen Nachteil im Sinne von Art. 706 OR verursache, könne offen bleiben.⁷⁰

In Sachen *BT&T Timelife AG* (8. Mai 2012) hat die UEK diese Praxis bestätigt. Sie hielt überdies fest, dass eine Sonderabstimmung der Minderheitsaktionäre weder erforderlich noch zulässig sei.⁷¹

3.3 Kritik an der Praxis seit 2010

Die Praxis seit 2010 verwies den Aktionär grundsätzlich auf die Anfechtungsklage.⁷² Dies führt zur Frage, wer für die Prüfung von Art. 22 Abs. 3 BEHG zuständig ist. Rechtspolitisch betrachtet, ist dabei auch die Effizienz der einzelnen Möglichkeiten mit einzubeziehen.

3.3.1 Prüfungszuständigkeit der Übernahmekommission

Die Aktionäre entscheiden über das Opting out, indem sie sich eines gesellschaftsrechtlichen Instruments privater Rechtsgestaltung (Generalversammlungsbeschluss) bedienen.⁷³ Gleichzeitig verzichten sie damit auf das Recht zur Gleichbehandlung mit dem Veräusserer bei Vorliegen eines Kontrollwechsels, das ihnen das Börsenrecht in Art. 32 BEHG gewährt. Wie die Angebotspflicht,⁷⁴ sollen die Voraussetzungen von Art. 22 Abs. 3 BEHG sowohl private als auch öffentliche Interessen schützen.⁷⁵ Private Interessen werden insofern geschützt, als die Norm im Sinne einer freien Wirtschaftsordnung den privaten Gestaltungsmöglichkeiten im Börsenrecht grösstmöglichen Raum belässt. Öffentliche Interessen werden hingegen soweit berücksichtigt, als eine privat-

autonome Gestaltung den Zielen des Börsen- und den Prinzipien des Gesellschaftsrechts widersprechen könnte. Inhaltlich tangiert die Norm zivil- als auch börsenrechtliche Fragestellungen.⁷⁶ Art. 22 Abs. 3 BEHG ist deshalb eine Doppelnorm mit materiellem Verweis auf gesellschaftsrechtliche Grundprinzipien.⁷⁷

In formeller Hinsicht erklärt Art. 23 Abs. 3 BEHG die UEK für zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote zu prüfen. Sie ist insbesondere dafür zuständig, über das Bestehen der Angebotspflicht zu entscheiden.⁷⁸ Dabei gilt die Offizial- und Untersuchungsmaxime.⁷⁹ In der Lehre ist umstritten, inwieweit die UEK auch gesellschaftsrechtliche Fragen entscheiden soll.⁸⁰ Das Bundesgericht ist der Ansicht, dass die UEK zumindest vorfrageweise gesellschaftsrechtliche Fragen behandeln kann, sofern dies für die korrekte Umsetzung des Börsenrechts notwendig ist.⁸¹ Gegenstand der Prüfung durch die UEK im Zusammenhang mit dem Opting out ist, ob das börsenrechtliche Institut der Angebotspflicht zur Anwendung gelangen muss. Dabei prüft die UEK, ob das Opting out aus börsenrechtlicher Sicht gültig ist.⁸² Zu klären ist, ob die aus dem Opting out fließende Ungleichbehandlung der Aktionäre unter sich, die das Aktienrecht nicht sanktioniert, nach den Massstäben von Art. 706 OR sachlich und proportional ist. Bei der Klärung dieser Frage ist die UEK an keine bestimmte Frist gebunden, weil Art. 22 Abs. 3 BEHG bloss einen Verweis

⁷⁰ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.2.

⁷¹ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 2.1, mit Verweis auf den Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4.

⁷² Vgl. zu dieser Praxis auch: *Gerhard/Nikitine* (Fn. 41), 188 ff.

⁷³ *von der Crone*, Angebotspflicht (Fn. 40), 45; *Bloch* (Fn. 59), 295.

⁷⁴ Eine Doppelnorm, *von der Crone*, Angebotspflicht (Fn. 40), 44 f.

⁷⁵ Vgl. allgemein zur Rechtsnatur der Bestimmungen im Börsenrecht: *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, N. 6 zu Vor Art. 22–30 BEHG, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar. Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch*, 2. Aufl., Basel 2011.

⁷⁶ Vgl. dazu insgesamt gl. M.: *Chabloz* (Fn. 41), 118 f.

⁷⁷ Vgl. auch vorne III.2; wohl für eine börsenrechtliche Bestimmung: *Gerhard/Nikitine* (Fn. 41), 187.

⁷⁸ Auf Gesuch eines Aktionärs: Art. 61 UEV; von sich aus: Art. 33a Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 UEV und auf Anzeige hin: Art. 62 Abs. 1 UEV i.V.m. Art. 33a Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 UEV.

⁷⁹ *Schenker* (Fn. 38), 230; *Dieter Gericke/Karin Wiedmer*, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV). Kommentierung der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (SR 954.195.1), Zürich/Basel/Genf 2011, N. 4 zu Art. 62 UEV.

⁸⁰ *Rudolf Tschäni/Jacques Iffland/Hans-Jakob Diem*, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010 (zit. *Tschäni/Iffland/Diem*, Kaufangebote), Rz. 226; ablehnend anstatt Vieler: *Bloch* (Fn. 59), 304 ff.; befürwortend anstatt Vieler: *Alain Hirsch*, Le droit boursier et le droit des sociétés, SZW 5/1995, 233.

⁸¹ BGer 2A.394/2000 vom 2. Juli 2001, E. 5c.

⁸² Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*, E. 1.2.1.

auf den materiellen Gehalt von Art. 706 OR darstellt.⁸³ Zudem verweist der Gesetzgeber in Art. 22 Abs. 3 BEHG nicht auf die formellen Voraussetzungen der Anfechtung, die aus einer anderen Bestimmung (Art. 706a OR) folgen.⁸⁴ Ob das Opting out hingegen aus gesellschaftsrechtlicher Warte gültig, oder allenfalls aus den Statuten der Gesellschaft zu streichen ist, hat der Zivilrichter zu entscheiden. Es handelt sich dabei um zwei voneinander zu trennende Problemkreise, die vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Zielsetzungen der beiden Rechtsgebiete unterschiedliche Lösungen auf unterschiedlichem Weg erfahren können. Die UEK und die EBK gingen in ihrer anfänglichen Praxis ebenfalls davon aus, ein Opting out hinsichtlich seiner Zulässigkeit prüfen zu müssen, soweit dies zum Entscheid über das Bestehen der Angebotspflicht notwendig ist.⁸⁵ Vor diesem Hintergrund war es aus dogmatischer Sicht bedenklich, die Aktionäre auf den zivilrechtlichen Klageweg zu verweisen. Zu diesem Ergebnis kommt auch die UEK im vorliegenden Entscheid: Aufgrund des Verweises in Art. 22 Abs. 3 BEHG auf Art. 706 OR sei sie zuständig, die Gültigkeit eines Opting out im Hinblick auf Art. 706 OR zu prüfen.⁸⁶ Es ist aber zu beachten, dass dem Zivilrichter dann der Vorrang zukommt, wenn dieser bereits über die Gültigkeit des Opting out auch hinsichtlich der börsenrechtlichen Fragestellung geurteilt hat, oder ein solches Verfahren hängig ist.⁸⁷ Die UEK hat denn im vorliegenden Fall auch beim zuständigen Gericht die Auskunft eingeholt, ob eine diesbezügliche Klage anhängig ist.⁸⁸

3.3.2 Praktikabilität der Anfechtungsklage

Der Verweis auf die Anfechtungsklage warf zudem die Frage auf, ob diese das geeignete Instrument für die Gewährleistung des börsenrechtlichen Minderheitenschutzes darstellt. Die Ausübung von Klagerchten ist für den Minderheitsaktionär im Vergleich zu seiner Beteiligung regelmässig mit überproportional hohen Kosten verbunden. Im Gegensatz dazu fällt der zu erwartende Nutzen der gesamten Gesellschaft, dem Kollektiv zu.⁸⁹ Der rational handelnde Aktionär wird diese Kosten abwägen und sein Handeln danach ausrichten. Eine Anfechtungsklage wird er nur dann anstrengen, wenn der für ihn zu erwartende Nutzen seine eigenen Kosten übersteigt. Dabei fallen primär die Risiken der Prozesskostentragung ins Gewicht. Es gilt der Grundsatz, dass die im Prozess unterliegende Partei sowohl für die Gerichtskosten als auch für die Kosten der anwaltlichen Vertretung der Gegenpartei aufzukommen hat (Art. 106 ZPO). Nach Art. 107 ZPO kann das Gericht von diesem Verteilungsgrundsatz abweichen und die Kosten nach Ermessen verteilen. Diese Bestimmung löste die noch unter der alten Ordnung im Aktienrecht enthaltene Kostverteilungsbestimmung von Art. 706a Abs. 3 aOR ab.⁹⁰ Unseres Erachtens kann nicht ohne Weiteres damit gerechnet werden, dass die Gerichte im Falle der Anfechtungsklage generell von der allgemeinen Kostenverteilungsregel abweichen.⁹¹ Wie die Praxis der Überprüfungs-klage nach Art. 105 Abs. 1 FusG zeigt, wenden die Gerichte selbst Bestimmungen, die eine gesetzliche Abweichung von der normalen Kostenverteilungsregel im Grundsatz vorsehen, nur mit Zurückhaltung an.⁹²

⁸³ Vgl. vorne III.2.; Diskussion der Zuständigkeit: *Rashid Bahar*, Opting-Out is In Again: the Takeover Board Relaxes its Practice on Opting-Out From the Mandatory Bid, Cap-Law 44/2010.

⁸⁴ Vgl. Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*, E. 1.2.1.

⁸⁵ Vgl. dazu *Chabloz* (Fn. 41), 127; a.A.: *Bloch* (Fn. 59), 303, 305.

⁸⁶ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 1; dabei bezieht sie sich auf einen anderen Entscheid, worin sie festhielt, dass sie das Opting out dann zu prüfen habe, wenn aufgrund des Überschreitens von 33⅓% der Stimmrechte über das Bestehen der Angebotspflicht zu entscheiden sei (Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, E. 3.2).

⁸⁷ Vgl. zu den allfälligen Folgen: *Bloch* (Fn. 59), 304 f.

⁸⁸ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, I.

⁸⁹ *Von der Crone/Steininger* (Fn. 20), 88 f.; *Ruffner* (Fn. 20), 176; *Gotschev* (Fn. 20), Rz. 56, mit Verweis auf die theoretischen Grundlagen; *von der Crone*, Angebotspflicht (Fn. 40), 45.

⁹⁰ *Viktor Rüegg*, N. 1 zu Art. 107, in: Karl Spühler/Luca Tencio/Dominik Infanger (Hrsg.), Basler Kommentar. Schweizerische Zivilprozessordnung, Basel 2010; *Richard Gassmann*, Durchsetzung der Minderheitsrechte von Aktionären unter der neuen ZPO, GesKR 3/2012, 422 ff. sieht in der neuen Bestimmung eine Verschärfung, indem nunmehr keine Verpflichtung zur Ermessensausübung mehr bestehe.

⁹¹ Gl. M.: *Gassmann* (Fn. 90), 423 f.; für Abweichungen ist das Gericht begründungspflichtig: *Rüegg* (Fn. 90), N. 1 zu Art. 107 ZPO.

⁹² Vgl. dazu: *Matthias Maurer/Hans Caspar von der Crone*, Prozesskostentragung bei der Überprüfungs-klage nach Art. 105 FusG, SZW 1/2010, 77 ff.; *Benedict F. Christ*, Kostentragung bei der Überprüfungs-klage (Art. 105

Bei der Überprüfungsklage ist eine Abweichung gerade deshalb gerechtfertigt, weil die Erfolgsaussichten der Klage nicht leicht abzuschätzen sind. So muss zur Klärung der Frage regelmässig ein Gutachter beigezogen werden,⁹³ dem ein erhebliches Ermessen zukommt. Das damit verbundene Beweisverfahren führt somit zu hohen Kosten, die sich im Verhältnis zum für den Minderheitsaktionär zu erwartenden Nutzen prohibitiv auswirken. Dieselbe Schwierigkeit, die eine abweichende Kostenverteilung rechtfertigt, wird sich dem Aktionär bei einer Anfechtung des Opting out nicht gleichermassen stellen. Der Sachverhalt wird regelmässig leichter festzustellen bzw. zu beweisen sein. Die Beurteilung der Prozesschancen hängt somit stärker von der rechtlichen Beurteilung ab. Die Rechtslage wird der Kläger eingehend untersuchen und so seine Prozesschancen leichter einschätzen können, als wenn die Hauptschwierigkeit in der Feststellung und im Beweis des Sachverhalts liegt. Diese Überlegung liegt auch der bundesgerichtlichen Praxis zugrunde, wonach eine abweichende Kostenverteilung im Beschwerdeverfahren weniger angezeigt sei, weil der unterliegende Kläger aufgrund des Ausgangs des erstinstanzlichen Verfahrens und der eingeschränkten Kognition seine Prozesschancen leichter beurteilen könne.⁹⁴ Das Kostenrisiko wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass das Gericht vom klagenden Minderheitsaktionär einen Vorschuss bis zur Höhe der mutmasslichen Gerichtskosten verlangen kann (Art. 98 ZPO). Aufgrund des allenfalls hohen Streitwerts wird der Kostenvorschuss,⁹⁵ auch wenn nicht in vollem Umfang der mutmasslichen Gerichtskosten erhoben, nicht ohne Weiteres beizubringen sein. Hinzu kommt, dass gegebenenfalls für die Parteientschädigung zugunsten der beklagten Partei auf deren Antrag hin Sicherheit zu leisten ist (Art. 99 ZPO). Für den Minder-

heitsaktionär hätte somit ein erhebliches Kostenrisiko bestanden, dass sich hinsichtlich dem auf seine Beteiligung allenfalls in der Zukunft entstehenden Nutzens aus der Partizipation an der Kontrollprämie kaum je aufgewogen hätte.

Im vorliegenden Entscheid trägt die UEK solchen Bedenken Rechnung. So führt die UEK an, dass Anfechtungsklagen selten wären und ihr kein Fall bekannt sei, der ein Opting out zum Gegenstand gehabt hätte.⁹⁶ Wenn ein Aktionär, der die Gesellschaft noch nicht kontrolliert, von der Einführung des Opting out profitieren will, sei es aus Sicht des Börsenrechts zudem nicht ausreichend, wenn aufgrund genügender Transparenz die Möglichkeit der zivilrechtlichen Anfechtung offen stehe, um einen Nachteil im Sinne von Art. 706 OR zu rügen.⁹⁷

3.3.3 Umfang der inhaltlichen Prüfung

In der seit 2010 entwickelten Praxis ging die UEK schliesslich davon aus, dass die Gültigkeit des Opting out nur dann nicht mehr zu prüfen sei, wenn die nötige Transparenz bei der Einführung gegeben war. *E contrario* hätte sich daraus ergeben, dass die UEK bei deren Absenz wiederum eine vollumfängliche Prüfung vorgenommen hätte. Ob sie dabei zu ihrer bisherigen Praxis zurückgekehrt wäre, oder ein Opting out bei mangelnder Transparenz für *per se* ungültig gehalten hätte, blieb offen. Zudem behielt sich die UEK vor, in Fällen offensichtlichen Rechtsmissbrauchs das Opting out vollumfänglich zu prüfen. Welche Massstäbe dabei zur Anwendung gelangt wären, war ebenfalls unklar.⁹⁸

Die UEK hat diese Fragen mit der Praxisänderung im vorliegenden Entscheid weitestgehend beantwortet. Es ist nun klar, dass die UEK bei mangelnder Transparenz von der Ungültigkeit des Opting out – zumindest gegenüber jenen Aktionären, die sich im Beschlusszeitpunkt vom Opting out einen

Abs. 3 FusG), GesKR 1/2010, 75 ff.; *Matthias Trautmann/Hans Caspar von der Crone*, Die Angemessenheit von Abfindungen und Prozesskostentragung bei Squeeze-Out-Fusionen, SZW 2/2012, 172 ff.; *Markus Vischer/Thomas Wehinger*, Unternehmensbewertung und Kostentragung bei Überprüfungsclagen nach Art. 105 Abs. 1 FusG, GesKR 3/2012, 459 f.

⁹³ *Trautmann/von der Crone* (Fn. 92), 174 f.

⁹⁴ BGer 4A_96/2011 vom 20. September 2011, E. 8.4; *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 16 Rz. 127.

⁹⁵ Vgl. zum Streitwert bei Anfechtungsklagen: *Böckli* (Fn. 94), § 16 Rz. 126 m.w.H.

⁹⁶ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 1.

⁹⁷ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 3.

⁹⁸ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 2.1, wobei dieser Vorbehalt auf einem unpublizierten Entscheid basierte; vgl. dazu: Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 2; *Blaas/Bovey* (Fn. 59), 230.

Vorteil versprechen konnten – ausgeht.⁹⁹ Im Weiteren behält sich die UEK vor, bei Vorliegen besonderer und aussergewöhnlicher Umstände, trotz Vorliegen der Voraussetzungen, die Gültigkeit des Opting out zu prüfen. Dabei hält sie sich an die materiellen Vorgaben von Art. 706 OR und greift nicht ohne Not in den Entscheid der Aktionäre ein.¹⁰⁰

4. Zu den Voraussetzungen der aktuellen Praxis

Die UEK hatte ernsthafte und sachliche Gründe, ihre seit 2010 entwickelte Praxis zu ändern. Aus Sicht der verwaltungsrechtlichen Grundsätze für Praxisänderungen ist dieselbe, soweit bereits ersichtlich, nicht zu beanstanden.¹⁰¹ Inhaltlich haben sich die rechtsanwendenden Behörden primär an die Vorgaben aus Art. 22 Abs. 3 BEHG zu halten. Mit dieser Vorgabe hat der Gesetzgeber aber ein Spannungsverhältnis zwischen den durch öffentliche Interessen geprägten Zielsetzungen des Börsenrechts und der Möglichkeit privatautonomer Rechtsgestaltung des Aktienrechts geschaffen. Diese mitunter gegenteiligen Interessen sind in praktikabler und rechtsgenügender Weise zum Ausgleich zu bringen, ohne dabei die Massstäbe von Art. 706 OR ausser Acht zu lassen. Rückblickend auf die bisherige Praxis ist massgebend, ob die aktuellen Voraussetzungen diesem Spannungsfeld adäquater Rechnung tragen.

4.1 Transparenz

Die UEK hat im vorliegenden Entscheid nochmals die Notwendigkeit hinreichender Transparenz bestätigt.¹⁰² Materieller Inhalt des Informationserfordernisses sind Angaben über die tatsächlichen Intentionen des um Einführung des Opting out bzw. Opting up ersuchenden sowie über die Absichten des kontrollierenden Aktionärs. Hinzu kommen Hinweise über die Konsequenzen des Opting out im Allgemeinen sowie im konkreten Fall. Der antragstellende Aktionär hat Informationen über die Gründe seines Vorschlags, über die beabsichtigte Transaktion

sowie den daraus resultierenden Kontrollwechsel beizubringen. Der Verwaltungsrat muss die allgemeinen Auswirkungen des Opting out bzw. Opting up erläutern. Er muss erklären, dass ein Opting out, sofern es nicht formell selektiv ist, von allen Aktionären angerufen werden kann. Diese Informationen sind der Einberufung der Generalversammlung beizulegen (formelles Erfordernis).¹⁰³ Es ist anzunehmen, dass ein materiell selektives Opting out weiterhin zu erhöhten Anforderungen an die Transparenz führt (sog. *full disclosure*). Zweck der Transparenz ist es, dem Aktionär die freie und bewusste Entscheidung erst zu ermöglichen.¹⁰⁴

Die Aufgabe der Angebotspflicht hat den Verzicht auf das Mitverkaufsrecht zur Folge.¹⁰⁵ Es rechtfertigen sich somit erhöhte Anforderungen an die Qualität des Entscheidprozesses. Letztere wird durch bessere Informationsgrundlage gestärkt. Transparenzerfordernisse können aber auch aus der Zwecksetzung des Börsenrechts hergeleitet werden: Die Prinzipien der Transparenz und Gleichbehandlung sollen den Anleger schützen¹⁰⁶ und dafür sorgen, dass einzelne Marktteilnehmer Informationsvorsprünge nicht in unlauterer Weise zu ihren Gunsten ausnützen.¹⁰⁷ Die beiden Prinzipien sind einander gleichwertig, weil sie dasselbe Ziel auf unterschiedlichem Weg anstreben. Es entspricht damit der *ratio legis*, der Transparenz einen besonderen Stellenwert in der Entscheidungsfindung einzuräumen.

Um dieses Ziel zu erreichen, hat zum einen der Verwaltungsrat als Vertreter der Aktionäre die Konsequenzen des Opting out zu konkretisieren, indem er darauf hinweist, dass aus dem Opting out ein Verzicht auf Partizipation an der Kontrollprämie und eine

⁹⁹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5.

¹⁰⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹⁰¹ Vgl. zu den Voraussetzungen: *Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl., Zürich/St. Gallen 2010, Rz. 509 ff.

¹⁰² Vgl. dazu bereits *Bloch* (Fn. 59), 297.

¹⁰³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5; diese Voraussetzung galt bereits unter der Praxis seit 2010: Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.2.2; Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1 *in fine*; Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 2.1 *in fine*.

¹⁰⁴ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 2.1.

¹⁰⁵ Vgl. vorne III.2.

¹⁰⁶ *Rolf Watter*, N. 9 zu Art. 1 BEHG, in: *Rolf Watter/Nedim Peter Vogt* (Hrsg.), *Basler Kommentar. Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz*, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011, m.w.H.

¹⁰⁷ Vgl. zu den Zielsetzungen: *Linder* (Fn. 38), 8 ff.

Aufgabe des Mitverkaufsrechts folgen. Zusätzlich muss der Verwaltungsrat allfällige Interessenkonflikte offenlegen.¹⁰⁸ Ein solcher wird häufig auftreten, weil der Verwaltungsrat von einem Kontrollwechsel direkt betroffen ist. Verspricht er sich davon einen Vorteil, so wird er den Aktionären das Opting out zur Annahme empfehlen. Ist das Gegenteil der Fall, wird er die Angebotspflicht gar als gesetzesimmanente Abwehrmassnahme einzusetzen versuchen.¹⁰⁹ Hinzu können Vorzüge kommen, die aus einer gleichzeitigen Aktionärs- bzw. Vollmachtseigenschaft fliessen, die nicht mit den Interessen der Minderheit gleichlaufen. Im Rahmen seines Antrags an die Generalversammlung ist eine vollständige Offenlegung dieser Interessen zu verlangen. Dies ist denn auch hinsichtlich der Aussagekraft der Stimmen von Bedeutung, die mittels Organvertretung (Art. 689c OR) ausgeübt werden.¹¹⁰ Im Sinne des vorliegenden Entscheids ist zudem auf die besonderen, mit der Einführung durch die verschiedenen Anspruchsgruppen verfolgten Interessen aufmerksam zu machen.¹¹¹ Klarerweise handelt es sich dabei primär um die Interessen derjenigen Aktionäre, die vom Opting out profitieren. Wie die UEK festgestellt hat, zählen auf Aktionärsseite zu den informationspflichtigen Personen ein allfälliger Mehrheitsaktionär, sowie die um Einführung ersuchenden, sowie mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelnden Aktionäre. Diese haben von sich aus über ihre Interessen und Absichten zu informieren. Ansonsten riskieren sie, dass das Opting out ihnen gegenüber keine Wirkung entfaltet.¹¹² Auf Seiten des Aktionariats besteht hinsichtlich der informationspflichtigen Personen somit ein Gleichlauf mit jenen Aktionären, deren Stimmen zur Ermittlung des Entscheides der Minderheitsaktionäre nicht zu zählen sind.¹¹³

Liegt die nötige Transparenz nicht vor, so hat das Opting out aus Sicht der UEK, zumindest gegenüber jenen Aktionären, die im Zeitpunkt der Einführung informationspflichtig waren, keine Wirkung.¹¹⁴ Hinsichtlich der weiteren Konsequenzen der Transparenzerklärung wird die künftige Praxis der UEK noch abzuwarten sein. Fraglich ist, wie die UEK entscheiden wird, wenn ein Mehrheitsaktionär später seine kundgegebenen Absichten ändert. Gilt das Opting out auch bei veränderten (Transaktions-)Absichten, so kann nicht mehr ohne Weiteres gesagt werden, die Minderheitsaktionäre hätten in Kenntnis der Sachlage ihren Willen geäussert. Gilt das Opting out in solchen Fällen aber nicht, so würde der Transparenzerklärung letztlich die Verpflichtung zugrunde liegen, eine beabsichtigte Transaktion nur so und nicht anders umzusetzen. Diese Konsequenz wäre aber hinsichtlich der Rechtssicherheit problematisch. Unseres Erachtens muss deshalb vor der Generalversammlung, an der über die Einführung des Opting out entschieden wird, transparent über die gegenwärtige Interessenlage informiert werden. Da die Aufklärung mit der Aussage verbunden ist, dass ein einmal eingeführtes Opting out für alle künftigen Erwerber und Transaktionen gilt, ist nicht anzunehmen, dass sich eine spätere Absichtsänderung negativ auf das Transparenzerfordernis auswirkt. Schliesslich bleibt der UEK unter der aktuellen Praxis immer noch die Möglichkeit, Fälle mit besonderen und aussergewöhnlichen Umständen vollumfänglich materiell zu prüfen.¹¹⁵

4.2 Richtigkeitsvermutung beim Generalversammlungsbeschluss

Nach Art. 22 Abs. 3 BEHG ist die Einführung des Opting out an die Bedingung geknüpft, dass daraus keine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR resultiert. Ob ein solcher Nachteil besteht, kann auf zweierlei Arten beurteilt werden: Zum einen aus der Warte der Betroffenen selbst, indem ihr Urteil, ob das Opting out insgesamt einen Nachteil darstellt, eingeholt wird. Massgebend ist in diesem Fall die subjektive Ansicht der Betroffenen selbst. Zum anderen, indem aus neutraler Warte die Vor- und Nachteile des Opting out abgewogen werden und

¹⁰⁸ Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 4.

¹⁰⁹ *Tschäni/Iffland/Diem*, Kaufangebote (Fn. 80), Rz. 71.

¹¹⁰ Vgl. dazu die Erwägungen in: Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 6.2.

¹¹¹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5.

¹¹² Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5; ähnlich: *Bloch* (Fn. 59), 306.

¹¹³ Vgl. hinten III.4.4.

¹¹⁴ Diese Einschränkung galt nach *Chabloz* (Fn. 41), 126 f. auch unter der anfänglichen Praxis.

¹¹⁵ Vgl. hinten III.4.3.

festgestellt wird, ob das Ergebnis insgesamt einen solchen Nachteil generiert. In diesem Fall ist das objektive Ergebnis einer neutralen Prüfung massgebend. Welcher Methode den Vorzug zu geben ist, hängt von den gesetzlichen Prämissen ab. Massgebend ist auch, ob die Betroffenen ihren Willen überhaupt adäquat äussern können.

Die Angebotspflicht dient dem Schutz der Minderheitsaktionäre,¹¹⁶ weshalb sie vom Wegfall dieses Schutzes besonders berührt sind. Sollen die Aktionäre, wie es Art. 22 Abs. 3 BEHG vorsieht, über den Verzicht selbst entscheiden können, so kommt dem Willen der Minderheit ein massgebender Stellenwert zu. Die rechtsanwendenden Behörden sind deshalb gehalten, die Voraussetzungen an den Entscheid der Aktionäre so zu konkretisieren, dass die vom Verzicht besonders berührten Minderheitsaktionäre ihren Willen in aussagekräftiger Art und Weise kundtun können. Dem Urteil der betroffenen Aktionäre ist diesfalls, sowohl aufgrund der Zuständigkeitszuweisung in Art. 22 Abs. 3 BEHG als auch aufgrund der aus der Wirtschaftsfreiheit fliessenden Wertungsordnung den Vorrang einzuräumen. Das entspricht nicht zuletzt dem Gebot der Verhältnismässigkeit. Führt dieses Urteil aber zu einem offensichtlich stossenden Ergebnis, bleibt immer noch die Möglichkeit einer objektiven Beurteilung durch die UEK.

Im Ergebnis ist ein Verweis auf den Willen der Generalversammlung in jenen Fällen angebracht, in denen dieser qualitativ einem sachlich richtigen Entscheid gleichkommt. Das setzt voraus, dass bezüglich des Beschlussgegenstands ein Gleichlauf der Interessen aller Aktionäre besteht, weil dann die Mehrheit nicht zulasten der Minderheit entscheiden kann, ohne sich selbst einen Nachteil zu verschaffen. Von einer derartigen Absicht ist allerdings nicht auszugehen. Der formell korrekte Ablauf des Beschlussverfahrens begründet dann die Vermutung der materiellen Richtigkeit des Entscheids. Wirkt sich ein Generalversammlungsbeschluss für die verschiedenen Aktionäre unterschiedlich aus, kann diese Vermutung nicht mehr gelten. Vielmehr ist dann davon auszugehen, dass der Entscheid einseitig zulasten der Minderheitsaktionäre ausfällt. Die Vermutung der materiellen Richtigkeit kann aber wiederhergestellt werden, wenn die Minderheit in aussagekräftiger Weise kundtut, dass sie den Entscheid mitträgt. Dies

wird sie nur dann tun, wenn der Entscheid nicht einseitig zu ihren Lasten ausfällt. Aussagekraft käme somit regelmässig dem einstimmigen Beschluss zu.¹¹⁷ Die Vermutung kann aber auch dann wiederhergestellt werden, wenn zu einer bestimmten Frage klar abzugrenzende Interessen bestehen, die zwei unterschiedlichen Lagern, namentlich der Mehrheit und der Minderheit, zugeteilt werden können. In diesem Fall kann eine zweistufige Abstimmung, einmal ohne und einmal mit den Stimmen der Mehrheit eindeutig 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. Da auch die Interessen der Minderheit in sich gleich laufen, ist nicht zu erwarten, dass diese zum eigenen Nachteil entscheidet.¹¹⁸ Auf diese theoretische Grundlage stützt die UEK die aktuelle Praxis zum Opting out: Schliesslich trage die separate Abstimmung den divergierenden Interessen der Aktionäre Rechnung. Dabei stünde das Interesse des potenziellen Kontrollaktionärs am Opting out dem grundsätzlichen Interesse der übrigen Aktionäre an der Beibehaltung ihres Ausstiegsrechts zu einem angemessenen Preis gegenüber. Die separate Abstimmung der Minderheitsaktionäre biete hier eine angemessene Lösung: Wenn die Mehrheit der Minderheitsaktionäre das Opting out annehme, könne vermutet werden, dass die Entscheidung trotzdem in ihrem Interesse oder in jedem Fall hinsichtlich des Zwecks der Gesellschaft gerechtfertigt und damit im Sinne von Art. 706 OR sei.¹¹⁹ Die separate Abstimmung sei nicht zwingend nötig. Es reiche zu analysieren, wie die Abstimmung ausgefallen wäre, wenn die Stimmen der vom Opting out profitierenden Aktionäre wegfielen.¹²⁰

Das von der UEK umgesetzte Konzept ist aber nicht bloss theoretisch abgestützt, sondern findet sich

¹¹⁷ Vgl. zu den theoretischen Grundlagen hierfür: *James M. Buchanan/Gordon Tullock*, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Michigan 1992, 90 f.; zur Publikums-gesellschaft: *Hans Caspar von der Crone*, *Auf dem Weg zu einem Recht der Publikums-gesellschaften*, ZBJV 133/1997 (zit. von der Crone, *Publikums-gesellschaften*), 97 ff.

¹¹⁸ *Von der Crone*, *Publikums-gesellschaften* (Fn. 117), 99 ff.; gl. M.: *Blaas/Bovey* (Fn. 59), 231.

¹¹⁹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.

¹²⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹¹⁶ Vgl. vorne III.1.2.

auch in der Übernahmepaxis anderer Staaten wieder. So gewähren die Aufsichtsbehörden der Börsen des Vereinigten Königreichs, Hongkongs und Singapurs eine Ausnahme von der Angebotspflicht in speziellen Übernahmekonstellationen,¹²¹ wenn die Mehrheit der Minderheitsaktionäre (*independent shareholders*) dem zustimmt (sog. *Whitewash*).¹²²

Wie die UEK festhält, sind auch andere Vorgehensweisen denkbar, um die Ansicht der Minderheit einzuholen.¹²³ Möglich wäre unseres Erachtens die Abhaltung einer Sonderabstimmung, welche das Gesetz für die Abschaffung der Vorzugsaktie vorsieht (Art. 654 Abs. 2 und 3 OR). Der Entscheid käme nur zustande, wenn sowohl die Generalversammlung als auch die Sonderversammlung der Minderheitsaktionäre positiv ausfielen. Aufgrund der Praxis der EBK in Sachen *Esec Holding AG*¹²⁴ ist aber die Zulässigkeit dieser Vorgehensweise unklar. Der damals geäusserten Kritik,¹²⁵ die Sonderabstimmung sei vom Gesetz nicht vorgesehen und nicht zielführend, weil unklar sei, wer zur Minderheitsgruppe zähle, kann entgegengetreten werden: Mittels einer statutarischen Klausel für die Sonderversammlung kann eine rechtsgenügende Grundlage geschaffen werden. Zum anderen hat die UEK mit der Voraussetzung der Transparenz ein geeignetes Instrument geschaffen, die Mehrheit klar von der Minderheit zu trennen.¹²⁶ In Sachen *Esec Holding AG* war zudem die Einführung des Opting out mit der Schaffung einer Einheitsaktie verbunden. Auf diese Weise wäre es nicht möglich gewesen, in aussagekräftiger Weise den Wil-

len bloss zum Opting out zu äussern.¹²⁷ Das Vorgehen widersprach namentlich dem Prinzip der Einheit der Materie.¹²⁸ Eine Sonderabstimmung wäre deshalb in Zukunft, bei Vorliegen einer statutarischen Grundlage, zuzulassen.¹²⁹

Weiter wurde vorgeschlagen, dass die vom Opting out potenziell profitierenden Aktionäre sich in der Generalversammlung der Stimme enthalten.¹³⁰ Voraussetzung dafür wäre eine statutarische Modifikation von Art. 703 OR, damit die Enthaltungen nicht als Nein-Stimmen zählen.¹³¹ Ansonsten wäre eine echte Stimmenthaltung nur möglich, wenn die relevanten Aktionäre vor der Abstimmung den Saal verliessen, damit ihre Stimmen nicht als vertreten gelten.¹³² Unseres Erachtens ist diese Lösung schwierig umzusetzen, weil es für die Gesellschaft nicht leicht

¹²¹ Wenn infolge einer Übernahme mittels Kapitalerhöhung die Schwelle der Angebotspflicht überschritten wird, insbesondere bei einem Reverse Takeover.

¹²² Vgl. Dazu für das Vereinigte Königreich: The City Code on Takeovers and Mergers, Rule 9 Note 1 of the Notes on dispensations from Rule 9, Appendix 1, abrufbar unter: <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>>; Singapur: The Singapore Code on Take-overs and Mergers, Rule 14 Note 1, Appendix 1, abrufbar unter: <<http://www.mas.gov.sg>>; Hongkong: Code on Takeovers and Mergers, Note 1 on dispensations from Rule 26, Schedule VI, abrufbar unter: <<http://www.sfc.hk>> (besucht am 21. November 2012).

¹²³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.

¹²⁴ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4.

¹²⁵ Vgl. Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4.

¹²⁶ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 5; vgl. hinten III.4.4.

¹²⁷ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4 c) bb).

¹²⁸ Vgl. dazu allgemein: *Thomas Gächter*, 5. Teil Demokratisch-rechtsstaatliche Prozesse, in: Giovanni Biaggini/Thomas Gächter/Regina Kiener (Hrsg.), *Staatsrecht*, Zürich/St. Gallen 2011, § 23 Rz. 71.

¹²⁹ Gl. M.: *Blaas/Bovey* (Fn. 59), 231; *Dubs/Gasser* (Fn. 59), 100 f.; *Rolf Watter*; Zusammenschluss mit einer kotierten Gesellschaft und resultierendem Grossaktionär: Transaktionsspezifisches Opting-out (endlich wieder) möglich?, Manuskript zum Vortrag an der 15. Zürcher Konferenz zum Thema Mergers & Acquisitions vom 4. September 2012 (zit. *Watter*; Zusammenschluss), Rz. 47.

¹³⁰ *Watter*; Zusammenschluss (Fn. 129), Rz. 47.

¹³¹ Zur Möglichkeit der statutarischen Anpassung des Quorums, dass u.E. aber bloss dahingehend möglich ist, dass bloss das relative anstelle des absoluten Mehrs gilt, nicht aber ein eigentlicher Minderheitsentscheid: *Dieter Dubs/Roland Truffer*, N. 10, 13 zu Art. 703 OR, in: *Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter* (Hrsg.), *Basler Kommentar. Obligationenrecht II. Art. 530–964 OR. Art. 1–6 SchlT AG. Art. 1–11 ÜBest GmbH*, 4. Aufl., Basel 2012; *Böckli* (Fn. 94), § 12 Rz. 411; *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996, § 24 N. 53 ff.; *Brigitte Tanner*, Quoren für die Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft, *SSHW Bd. 100*, Zürich 1987, 60 ff., 311 ff. Gemäss Art. 703 E-OR des indirekten Gegenvorschlags (Geschäfts-Nr. 10.443) vom 16. März 2012 zur Volksinitiative «gegen die Abzockerei» wären künftig nur noch die «abgegebenen» und nicht mehr die «vertretenen» Stimmen für das absolute Mehr massgebend. Enthaltungen würden zwingend nicht mehr als Nein-Stimmen zählen (Art. 703 Abs. 2 E-OR), vgl. Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht), *BBl* 2008 1589 ff., 1684.

¹³² *Watter*; Zusammenschluss (Fn. 129), Rz. 47.

wäre, die massgebenden Aktionäre, die sich enthalten müssten, zu bestimmen.

Schliesslich wäre die Beachtung des Einstimmigkeitsprinzips ein gangbarer Weg. Das spiegelt sich in der bisherigen Praxis der UEK wider: In allen Fällen, in denen die Gültigkeit des Opting out bestätigt wurde, lag ein (fast) einstimmiger Generalversammlungsbeschluss vor,¹³³ mit Ausnahme zweier Entschiede: In Sachen *LEM Holding SA* lag die Zustimmung bei 71% der vertretenen Stimmen. Zählen aber nur die Stimmen der Minderheitsaktionäre gemäss der aktuellen Praxis der UEK, ergibt sich eine, wenn auch nur knappe Zustimmung der absoluten Mehrheit der Minderheit (51,80% Ja und 48,20% Nein).¹³⁴ In Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.* hielt die UEK das Opting out trotz Einstimmigkeit aufgrund der Verletzung von Art. 706 OR für ungültig.¹³⁵ *Ex post* betrachtet hat die UEK ihre nun explizit aufgestellten Anforderungen an die Zustimmung der Minderheitsaktionäre mit einer Ausnahme somit bereits bisher implizit umgesetzt.

Als weniger weitgehende Massnahme stünde es der Gesellschaft auch offen, für die Einführung des Opting out in den Statuten ein höheres Quorum vorzusehen (Art. 704 Abs. 2 OR).¹³⁶ Dieses müsste allerdings so hoch angesetzt werden, dass bei durchschnittlicher Teilnehmerzahl an der Generalversammlung der betreffenden Gesellschaft das Opting out nicht ohne die Mehrheit der Stimmen der Minderheit eingeführt werden kann. Das nötige Quorum wäre deshalb von der konkreten Teilnehmerzahl an der Generalversammlung und den aktuellen Beteiligungs-

verhältnissen abhängig und somit ein wenig praktikables Instrument.

Massgeblich ist letztlich, dass die Minderheit ihren Willen klar kundtut.¹³⁷ Die Minderheitsaktionäre sollen selbst entscheiden können, ob sie den Schutz der Angebotspflicht beanspruchen wollen.¹³⁸ Die UEK kann sich somit zu Recht auf den Entscheid der Minderheitsaktionäre abstützen und muss denselben nicht mehr inhaltlich prüfen, sondern kann dessen Richtigkeit – vorbehaltlich besonderer und aussergewöhnlicher Umstände – vermuten.¹³⁹ Das konkrete Vorgehen kann letztlich der Gesellschaft überlassen werden.

4.3 Besondere und aussergewöhnliche Umstände

Die UEK behält sich die materielle Prüfung von Art. 706 OR bei Vorliegen ausserordentlicher und besonderer Umstände trotz der tatsächlichen Vermutung der materiellen Richtigkeit des Entscheids vor. Eine Korrektur ist sowohl zugunsten als auch zulasten des Opting out möglich. Die UEK greift aber nicht ohne Not in den Entscheid der Aktionäre ein. Als Beispiel wird angeführt, dass infolge finanzieller Schwierigkeiten ein Verzicht auf die Angebotspflicht trotz Ablehnung der Minderheitsaktionäre aus überwiegenden Interessen gerechtfertigt wäre, um so einem neuen Investor die Übernahme der Gesellschaft zu erleichtern.¹⁴⁰ Schliesslich behält sich die UEK damit den Weg offen, im Einzelfall korrigierend einzugreifen. Obwohl die UEK über die Angebotspflicht zu entscheiden hat, ist hinsichtlich der Rechtssicherheit und der Verhältnismässigkeit die geäusserte Zurückhaltung hierbei zu begrüssen.¹⁴¹

¹³³ Empfehlung der UEK vom 21. Juni 2007 in Sachen *Go-Lay-Buchel Holding S.A.*, C (marginale Opposition); Verfügung 437/01 der UEK vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, F (Einstimmigkeit); Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, D (99,74% Ja-Stimmen); Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Timelife AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, B (Einstimmigkeit).

¹³⁴ Vgl. die Stimmverhältnisse in: Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, F.

¹³⁵ Empfehlung der UEK vom 7. Juli 2004 in Sachen *SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.*, E. 1.2.

¹³⁶ Vgl. dazu: *Rudolf Tschäni*, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, *AJP* 3/1994, 315; *Thomas Pletscher*, Übernahmeregelung im neuen Börsenrecht, *ST* 68/1994, 171; *Frei* (Fn. 14), 218 f.

¹³⁷ Ähnlich: *Watter/Rohde* (Fn. 59), 16.

¹³⁸ *Von der Crone*, Angebotspflicht (Fn. 40), 50; *Hans Caspar von der Crone*, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 3/1994, Bern 1995, 71 f.; *Bloch* (Fn. 59), 303.

¹³⁹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹⁴⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1, mit Verweis auf Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1; weitere mögliche Fälle finden sich bei *Bloch* (Fn. 59), 298, m.w.H.

¹⁴¹ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

4.4 Abgrenzung der Minderheitsaktionäre

Hauptvoraussetzung des gewählten Vorgehens ist die saubere Abgrenzung der Minderheitsaktionäre.¹⁴² Die UEK geht im vorliegenden Fall davon aus, dass sich diese Gruppe im Sinne des Prinzips «*Omnis determinatio est negatio*» definiert: Nicht zur Gruppe der Minderheitsaktionäre zähle somit ein bereits bestehender Mehrheitsaktionär, weil dieser davon profitiere, dass er infolge des Opting out seine Beteiligung verkaufen könne, ohne dass der Erwerber der Angebotspflicht unteründe. Mehrheitsaktionär sei im Sinne von Art. 32 BEHG, wer bereits direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten mindestens 33⅓% der Stimmrechte halte. Zudem zählten die Stimmen der Aktionäre nicht, die um die Einführung des Opting out ersuchten, weil sie sich daraus letztlich einen Vorteil versprächen. Zu ihnen zählten auch all jene, die mit ihnen in gemeinsamer Absprache handelten.¹⁴³

Im Sinne des Zwecks der Angebotspflicht ist davon auszugehen, dass die Stimmen all jener Aktionäre nicht als Stimmen der Minderheitsaktionäre zu zählen sind, die sich vom Opting out einen Vorteil versprechen dürfen. Dahingehend ist auch der Kreis der mit dem gesuchstellenden Aktionär in gemeinsamer Absprache handelnden Aktionäre zu bestimmen. Dazu müssten zum einen die Aktionäre zählen, die mit demjenigen eine Gruppe im Sinne von Art. 32 BEHG bilden. Zum anderen zählen dazu aber auch Aktionäre, die aufgrund einer bereits geplanten Transaktion mit dem Verkauf ihrer Aktien unter alleiniger Vereinnahmung der Kontrollprämie rechnen können. Schliesslich resultiert auch für sie ein Vorteil aus dem Opting out. Bei der Definition des Kreises dieser Aktionäre ist im Sinne der Rechtssicherheit auf den Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses abzustellen. Die bloss potenzielle Aussicht, an einer künftigen Transaktion teilnehmen zu können, reicht nicht. Ansonsten dürfte niemand mehr zur Gruppe der Minderheit gezählt werden, weil jeder potenziell seine Aktien dem künftigen Mehrheitsaktionär zudienen könnte. Insbesondere wäre es falsch, aus einer *ex-post*-Sicht auf die an einer späteren

Transaktion beteiligten Aktionäre abzustellen, wenn dazu im Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses keine klaren Absichten bestanden haben. Das Wegfallen der Stimmen des Mehrheitsaktionärs wird regelmässig unumstritten sein.

Ansonsten sind keine Aktionäre ersichtlich, von denen *prima facie* anzunehmen wäre, dass sie vom Opting out profitieren. Im Zweifel ist eher davon auszugehen, dass ein Aktionär seinen aus der Angebotspflicht fliessenden Vorteil nicht ohne sichere Aussicht auf eine zumindest gleichwertige Alternative aufgeben wird. Der Kreis der nicht zu den Minderheitsaktionären zählenden Stimmen ist deshalb mit gutem Grund auf die im Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses ohne Zweifel bevorteilten Aktionäre einzugrenzen. Die UEK kommt diesem Anspruch nach und generiert einen Gleichlauf mit den Anforderungen an die Transparenz.¹⁴⁴

5. Zulässigkeit des materiell selektiven Opting out

Die Einführung eines Opting out gewährt einem bestehenden Mehrheitsaktionär immer einen Vorteil, indem er sich nicht mehr an die Mindestpreisvorschriften halten muss. Dies unabhängig davon, ob bereits eine Transaktion geplant ist. Wenn kein Mehrheitsaktionär besteht, fällt dieser Vorteil jenen Aktionären zu, die ihre Aktien zu einem höheren Preis an einen künftigen Mehrheitsaktionär verkaufen können. So gesehen ist ein Opting out immer in einem weiteren Sinne selektiv. Die Unzulässigkeit generell auf Opting-out-Klauseln zu beschränken, die im engeren Sinne selektiv wirken,¹⁴⁵ weil die begünstigte Transaktion bzw. die künftigen Erwerber bereits bekannt sind, ändert deshalb nichts an der Tatsache des generellen Begünstigungscharakters des Opting out. Das Entfallen der Angebotspflicht bedeutet für die Minderheitsaktionäre immer einen dahingehenden Nachteil, als ihr Mitverkaufsrecht zu einem angemessenen Preis aufgeben. Aus Sicht des Minderheitenschutzes ist die Unterscheidung somit irrelevant. Hätte der Gesetzgeber generell ausschliessen wollen, dass ein Mehrheitsaktionär in Ungleichbehandlung der Minderheitsaktionäre aufgrund des Entfallens der Angebotspflicht einen Vorteil erhält,

¹⁴² Dieser Punkt wurde denn auch in Sachen *Esec Holding AG* kritisiert, vgl. Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 4 d) bb).

¹⁴³ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.2.

¹⁴⁴ Vgl. vorne III.4.1.

¹⁴⁵ Vgl. die anfängliche Praxis: III.3.1.

hätte er kein Opting out zulassen dürfen.¹⁴⁶ Für die Frage, ob ein Opting out zu einer Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR führt, ist demnach nicht entscheidend, was ohnehin aus der Aufgabe der Angebotspflicht an Ungleichbehandlung folgt.¹⁴⁷ Massgeblich ist, ob die Minderheitsaktionäre der Ansicht sind, dass dieser Nachteil durch die Vorteile des Opting out vollumfänglich aufgewogen wird.¹⁴⁸ Die UEK hat deshalb zu Recht ihre anfangs ablehnende Praxis zu dieser Frage bereits seit 2010 geändert.¹⁴⁹

6. Zulässigkeit des formell selektiven Opting out

Im vorliegenden Entscheid äusserte sich die UEK auch zum formell selektiven Opting out. Vor dem Hintergrund der neuen Praxis sei es angezeigt, die Gültigkeit von formell selektiven Opting-out-Klauseln neu zu bewerten. Solche hätten eine weniger schwere Beeinträchtigung der Interessen der Minderheit zur Folge. Dadurch würden nämlich die Minderheitsaktionäre nicht gänzlich auf ihr Ausstiegsrecht verzichten, sondern nur im Kontext einer besonderen Transaktion, oder zugunsten eines oder mehrerer bekannter Aktionäre. Es gelte das Prinzip: Wer mehr darf, der darf auch weniger.¹⁵⁰

Die EBK hat sich gegen die Zulässigkeit eines formell selektiven Opting out ausgesprochen, unter anderem weil das Gesetz kein partielles Opting out vorsehe.¹⁵¹ Die UEK hat sich in Sachen *LEM Holding SA* zugunsten der Zulässigkeit entschieden und dies im vorliegenden Entscheid bestätigt.¹⁵² Unseres Erachtens ist der EBK im Ergebnis zuzustimmen und ein formell selektives Opting out nicht zuzulassen: Wären formell selektive Opting-out-Klauseln gültig, resultierte daraus eine Ungleichbehandlung von konkurrierenden Anbietern.¹⁵³ Der begünstigte Erwerber erhielte so einen Vorteil auf dem Übernahmemarkt, weil er die Kontrolle wesentlich günstiger erwerben kann. Mitunter wäre ein Verstoss gegen Art. 49 Abs. 1 UEV bzw. Art. 30 BEHG¹⁵⁴ sowie eine Verletzung von Art. 1 BEHG zu prüfen. Es ist zu befürchten, dass die positiven Effekte eines funktionierenden Übernahmemarktes dadurch ausgehebelt würden.¹⁵⁵ Der vom Gesetzgeber wettbewerbsneutral ausgestaltete Kontrahierungszwang würde durch privatrechtlichen Eingriff dahingehend umgestaltet, dass die direkten Konkurrenten ungleich behandelt werden.¹⁵⁶ Das wäre hinsichtlich der Ziele des Börsenrechts problematisch.

kurrierenden Anbietern.¹⁵³ Der begünstigte Erwerber erhielte so einen Vorteil auf dem Übernahmemarkt, weil er die Kontrolle wesentlich günstiger erwerben kann. Mitunter wäre ein Verstoss gegen Art. 49 Abs. 1 UEV bzw. Art. 30 BEHG¹⁵⁴ sowie eine Verletzung von Art. 1 BEHG zu prüfen. Es ist zu befürchten, dass die positiven Effekte eines funktionierenden Übernahmemarktes dadurch ausgehebelt würden.¹⁵⁵ Der vom Gesetzgeber wettbewerbsneutral ausgestaltete Kontrahierungszwang würde durch privatrechtlichen Eingriff dahingehend umgestaltet, dass die direkten Konkurrenten ungleich behandelt werden.¹⁵⁶ Das wäre hinsichtlich der Ziele des Börsenrechts problematisch.

7. Offene Fragen

Noch zu klären ist, ob die Einführung eines nachträglichen Opting out Bedingung einer Kontrolltransaktion sein kann. In Sachen *Adval Tech Holding AG* machte der Übernehmer die geplante Transaktion von der Bedingung abhängig, dass die Zielgesellschaft vorgängig ein Opting out in ihre Statuten aufnehme.¹⁵⁷ Die UEK entschied, dass eine solche Klausel aufgrund materieller Selektivität voraussichtlich unzulässig sei.¹⁵⁸ Unter der aktuellen Praxis¹⁵⁹ sollte dieses Vorgehen an sich möglich sein. Im Gegensatz zum formellen Opting out, bedeutet die Bedingung keinen Nachteil für allfällige Konkurrenten,¹⁶⁰ weil es jenen offensteht, ebenfalls ein Angebot mit der

¹⁴⁶ Gl. M.: *Watter/Rohde* (Fn. 59), 16 f.; *Bloch* (Fn. 59), 302.

¹⁴⁷ *Bloch* (Fn. 59), 298.

¹⁴⁸ Gl. M.: *Watter/Rohde* (Fn. 59), 16.

¹⁴⁹ Vgl. dazu: III.3.2.

¹⁵⁰ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹⁵¹ Vgl. dazu vorne III.3.1.1.

¹⁵² Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1, mit Verweis auf: Verfügung 440/01 der UEK vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1; bestätigt in: Verfügung 511/01 der UEK vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Time-life AG* und *Alpha PetroVision Holding AG*, E. 2.1; Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹⁵³ Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3 g).

¹⁵⁴ Ob aus Art. 49 UEV gar eine Schadenersatzpflicht der Zielgesellschaft gegenüber dem konkurrierenden Anbieter bzw. den Aktionären resultieren würde, ist noch nicht restlos geklärt: Vgl. dazu: *Gericke/Wiedmer* (Fn. 79), N. 26 f. zu Art. 49 UEV, m.w.H.

¹⁵⁵ Vgl. vorne III.1.

¹⁵⁶ Zur Instrumentalisierungsgefahr, die von der EBK wohl abgewendet werden sollte: *Hans Caspar von der Crone/Jacques Iffland/Renate Wey*, Aktuelle Fragen des Übernahmrechts, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 9/2000, Bern 2001, 112.

¹⁵⁷ Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, I.

¹⁵⁸ Empfehlung 0184/01 der UEK vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, E. 3.1 ff.

¹⁵⁹ Verfügung 490/01 der UEK vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1; Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 4.1.

¹⁶⁰ Vgl. vorne III.6.

gleichen Bedingung zu unterbreiten. Fraglich wird aber sein, ob eine derartige Herangehensweise gegebenenfalls der restriktiven Zulässigkeit von Bedingungen im Übernahmerecht an sich standhält.¹⁶¹

Im Weiteren ist offen, ob ein nachträgliches Opting out im Einzelfall nichtig sein kann.¹⁶² Wie alle Generalversammlungsbeschlüsse, kann die Einführung eines Opting out dann nichtig sein, wenn sie gegen Art. 706b OR verstösst. Die Nichtigkeitsklage kann von jedermann geltend gemacht werden und ist grundsätzlich an keine Frist gebunden. Nichtigkeit ist im Hinblick auf die Folgen aber nur mit Zurückhaltung anzunehmen und deshalb im Verhältnis zur Anfechtung subsidiär, soweit diese keine genügende Sanktion darstellt.¹⁶³ Im Zusammenhang mit dem Opting out wäre allenfalls eine Nichtigkeit aus formellen Gründen denkbar.¹⁶⁴ Hinsichtlich der nicht unbedeutenden Auswirkungen, die ein nachträgliches Feststellen der Angebotspflicht auf die Verkehrssicherheit zeitigen würde, wäre die Annahme der Nichtigkeit, wenn überhaupt, mit grösster Zurückhaltung vorzunehmen.

IV. Ausblick

Die UEK begründete ihre Praxisänderung letztlich auch damit, dass die Bundesversammlung am 28. September 2012 eine Änderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG beschlossen habe,¹⁶⁵ die es einem Er-

werber nicht mehr ermögliche, den Aktionären im Übernahmeangebot einen tieferen Preis anzubieten als er den Aktionären vor dem Übernahmeangebot bezahlt hat. Es sei deshalb wahrscheinlich, dass dies zu einer erhöhten Zahl an Gesellschaften führe, die über ein Opting out abstimmen werden. Eine Klärung der Praxis und eine Verschärfung der Anforderungen durch die UEK sei somit zusätzlich angezeigt.¹⁶⁶

Die Bestrebungen zur gänzlichen Abschaffung der Kontrollprämie sollen die Angebotspflicht und den Schutz der Minderheitsaktionäre stärken. Sie begründen ein eigentliches Mitverkaufsrecht der übrigen Aktionäre zum gleichen Preis. Das Opting out steht dazu in einem Spannungsverhältnis, weil es dem Mehrheitsaktionär gerade den uneingeschränkten Zugang zur Kontrollprämie ermöglicht.¹⁶⁷ Eine Abschaffung des Opting out wäre aber nicht wünschenswert, weil ansonsten jeder Verkauf einer kontrollierenden Beteiligung zu einem faktischen *Taking Private* führen könnte. Unter Einhaltung der hier besprochenen Praxis ist auch bei regem Gebrauch des Opting out nicht zu befürchten, dass dies dem Missbrauch Tür und Tor öffnen würde. Vielmehr dürften sich die Minderheitsaktionäre nur bei offensichtlichen Vorteilen überzeugen lassen. Die neue Praxis stärkt somit sowohl das Opting out als auch den Minderheitenschutz und ermöglicht einen privatautonomen und verhältnismässigen Umgang mit der Angebotspflicht.

¹⁶¹ Vgl. zu den Bedingungen im Allgemeinen ausführlich: *Schenker* (Fn. 38), 286 ff.

¹⁶² Vgl. dazu: *Dubs/Gasser* (Fn. 59), 95; *Bloch* (Fn. 59), 297, welcher der UEK nur die diesbezügliche Prüfungszuständigkeit zugesteht.

¹⁶³ *Roland Truffer/Dieter Dubs*, N. 6 ff. zu Art. 706b OR, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg.), *Basler Kommentar. Obligationenrecht II. Art. 530–964 OR. Art. 1–6 SchlT AG. Art. 1–11 ÜBest GmbH*, 4. Aufl., Basel 2012.

¹⁶⁴ Vgl. dazu: *Bloch* (Fn. 59), 297; allgemein: *Bertrand G. Schott*, *Aktienrechtliche Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen wegen Verfahrensmängeln*, SSHW Bd. 285, Zürich/St. Gallen 2009, 273 ff.

¹⁶⁵ Vgl. Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG). Änderung vom 28. September 2012, BBl 2012 8207 ff. Die Referendumsfrist läuft noch bis am 17. Januar 2013. Ein Inkrafttreten ist auf den 1. April 2013 geplant.

¹⁶⁶ Verfügung 518/01 der UEK vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings AG*, E. 3.

¹⁶⁷ Vgl. zur Debatte im Detail: *Reiser/von der Crone* (Fn. 18), 29 ff., 40 f.