

Publikumsgesellschaften in der Schweiz – theoretische und praktische Ansätze zum Investorenschutz

recht-1997-136

Dr. iur. Peter V. Kunz, Fürsprecher, LL...M., Zürich

I. Einleitung

1. Grundentscheidungen für Investitionen: Aspekte von «exit» und «voice» 1

a) Anleger und Anlagefonds

Ein potentieller Investor kann geneigt sein, Fondsanteile an einem sog. *Anlagefonds* gestützt auf einen Kollektivanlagevertrag zu erwerben 2. Ein solcher Fonds ist aber anders als die im Folgenden zu behandelnden Aktiengesellschaften keine juristische Person, sondern ein «Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird» (Art. 2 Abs.1 AFG) 3.

Unter dem Aspekt von «*exit*» (sc. Ausstieg aus der Investition) und «*voice*» (sc. Mitsprache hinsichtlich der Investition) bietet der Anlagefonds dem Investor einen Mittelweg an. Anders als insbesondere einem Aktionär stehen dem Anleger zwar keine Stimmrechte oder ähnliche Ansprüche auf Mitwirkung zu. Gewissermassen als *Kompensation* hierfür kann der Anleger aber *jederzeit* – dies zumindest im Prinzip (vgl. indes z. B. Art. 25 oder Art. 41 AFG) – den Kollektivanlagevertrag «kündigen und die Auszahlung seines Anteils am Anlagefonds in bar verlangen» (Art. 24 Abs. 1 AFG). Im Bereich des Anlagefondsrechts herrscht also die «*exit*»-Variante vor 4.

b) Gläubiger und Fremdkapital

Eine weitere Investitionsmöglichkeit wäre, etwa einer AG ein verzinsliches Darlehen zu gewähren, d.h. der Gesellschaft also sog. *Fremdkapital* zur Verfügung zu stellen. Der Investor wird damit nicht etwa Gesellschafter, sondern bloss Gläubiger der AG. In dieser Funktion stehen ihm in aller Regel keine Mitsprache- oder andere Mitwirkungsrechte zu 5, wobei die Parteien zumindest theoretisch durchaus eine anders lautende Vereinbarung – z.B. gewisse «Partizipationsrechte» beinhaltend – schliessen dürfen; in einem solchen Fall könnte indes die Qualifikation eines Darlehensvertrages «kippen» hin zu einer (stillen) Gesellschaft 6.

Abgesehen von solchen verhandelten Spezialfällen kann aber festgehalten werden, dass von Gesetzes wegen für den Fremdkapitalgeber keine «*voice*»-Variante besteht und dass dem Grundsatz nach eine «*exit*»-Variante ebenfalls fehlt 7.

c) Aktionär und Eigen- bzw. Risikokapital

Schliesslich hat ein potentieller Investor natürlich auch die Möglichkeit, Aktien zu erwerben, sich also an einer AG mit sog. *Eigen- bzw. Risikokapital* zu beteiligen. Ein oder *das* zentrale juristische Thema in diesem Zusammenhang ist der Aktio-

recht-1997-137

närs- bzw. Minderheitenschutz 8 . Dies gilt umso mehr seit 1991 bzw. 1992, weil im Rahmen der letzten Aktienrechtsrevision insbesondere auch die «Verstärkung des Aktionärsschutzes» zu einem ausdrücklichen Revisionsziel erklärt worden ist 9 .

In der Funktion als Aktionär 10 kann der Investor ein ganzes Bündel unterschiedlichster Rechte beanspruchen (z.B. Mitwirkungs- und Stimmrechte in der GV. Das Aktienrecht hat die «voice»-Variante also geradezu institutionalisiert, dies notabene unabhängig davon, ob der Investor börsenkotierte oder nicht- börsenkotierte Aktien erwirbt 11 . M.E. hat der Gesetzgeber die unterschiedlichen Interessenlagen bei privaten AG und bei Publikumsgesellschaften zum Teil verkannt, vor allem auch hinsichtlich der verschiedenen «exit»-Varianten des Publikums- und des privaten Aktionärs:

Während der erstere an sich jederzeit seine Aktien «versilbern» kann mittels Verkaufs an der Börse 12 , bleibt der letztere nicht selten auf seiner Investition sitzen, weil er keinen Käufer findet, und erst recht dann, wenn er an vinkulierten Namenaktien (Art. 685.bf. OR) berechtigt ist, und die Gesellschaft die Zustimmung zur Übertragung der Aktien verweigert 13 .

Hinsichtlich der unterschiedlichen Bedürfnisse beim *Minderheitenschutz* wurde denn auch schon festgehalten: «Konzeptionelle Mängel des Schweizer Rechts rühren von der Fiktion der "Einheit des Aktienrechts" her, welche die Einsicht verbaut, dass die Lage des Aktionärs in der *Publikumsgesellschaft* von derjenigen des Minderheitsaktionärs in der *Kleingesellschaft* grundlegend verschieden ist. Dem ersteren würde ein voll funktionierender Kapitalmarkt vollauf genügen, letzterer bedarf dagegen fein ausgebauter Schutzmechanismen» 14 ; darauf wird noch zurückzukommen sein.

Die vorliegende Darstellung wird sich im Folgenden vorab auf die AG mit *börsenkotierten* Aktien und deren Aktionäre – also auf die *Publikumsaktionäre* – konzentrieren 15 . Es sei hier noch daran erinnert, dass die «Gesellschaft mit einem grossen Aktionärskreis», u.a. auch in der Form der Publikumsgesellschaft, zumindest seit der Aktienrechtsrevision von 1991/1992 den eigentlichen *Typus* bzw. das *Leitbild* des Gesetzgebers darstellt 16 . Die konkreten Folgen dieser Feststellung sind aber trotz der bekannten «Typologie Debatte» in den 1960/1970er Jahren noch immer umstritten.

2. Schnittstellen von Aktien- und Börsenrecht bei Publikumsgesellschaften

a) Zur «Einheit des Aktienrechts»

Ein wesentliches Thema der letzten Aktienrechtsrevision war, ob eine eigentliche *Zweiteilung* der Rechtsregeln vorzunehmen sei, also für *Publikumsgesellschaften* einerseits und *private AG* andererseits. Der Gesetzgeber lehnte diese rechtspolitische Forderung jedoch ab und hielt an der «*Einheit des Aktienrechts*» schliesslich fest. Im Prinzip gelangen somit die Regelungen des Aktienrechts (Art. 620ff. OR) bei *allen* AG unbesehen insbesondere von deren Grosse oder der Kotierung der Aktien zur Anwendung.

Tatsächlich aber bestehen heute diverse Unterschiede sowohl faktischer als auch juristischer Natur bei diesen beiden Kategorien von Gesellschaften 17, und wohl fast jedermann dürfte nunmehr bewusst geworden sein, dass von einer (echten) «Einheit des Aktienrechts» längst nicht mehr gesprochen werden kann; interessanterweise spricht sich aber die 1993 vom EJPD zur Prüfung des künftigen Handlungsbedarfes im Bereich des Gesellschaftsrechts eingesetzte «Groupe de Reflexion» weiterhin gegen eine Zweiteilung aus 18.

Heute schliesslich gibt es jedoch in diversen Bereichen *getrennte Regelungen*, und das Aktienrecht sowie das Börsenrecht *überlappen* 19

138

sich immer mehr. Sowohl der Gesetzgeber als auch die Lehre haben die «Einheit des Aktienrechts» aufgebrochen. Darauf ist sogleich noch näher einzugehen.

b) Ausgewählte Beispiele für den Bruch der «Einheit des Aktienrechts»

Das *Aktienrecht selber* enthält heute diverse Bestimmungen, mit denen zwischen privaten AG einerseits und Publikumsgesellschaften andererseits klar und zumeist mit gutem Grund unterschieden wird; genannt seien an dieser Stelle die folgenden:

Art. 663 c Abs. 7 Off: Publikumsgesellschaften haben im *Anhang zur Bilanz* (Art. 663 b OR) die sog. *bedeutenden Aktionäre* und deren Beteiligungen anzugeben, wobei eine Beteiligung von mehr als fünf Prozent aller Stimmrechte dieser AG als «bedeutend» gilt (Art. 663c Abs. 2 OR) 20

1. Art. 685 d ff. OR: Unterschiedlich geregelt sind ausserdem die Möglichkeiten für die *Vinkulierung* von Namenaktien. Die Gründe zur Ablehnung einer Eintragung sind bei den privaten AG (Art. 685 b OR) bei weitem nicht so restriktiv wie bei den Publikumsgesellschaften. Bei den letzteren erweist sich eine in den Statuten der AG vorgesehene *prozentmässige Begrenzung* (Art. 685d Abs. 1 OR) 21 als grundsätzlich einzige Eintragungsschranke, so dass die Handelbarkeit der Aktien an der Börse weitestgehend gewahrt bleibt.

2. Art. 697h Abs. 1. Ziff. 2 OR: Die AG mit kotierten Aktien müssen ihre Jahres- sowie ihre Konzernrechnungen nach der GV-Abnahme mit den Revisionsberichten entweder im *SHAB publizieren* oder aber während einem Jahr *jedermann* auf dessen Kosten diese *Unterlagen zustellen* in einer Ausfertigung. Die privaten AG, die keine Anleiensobligationen ausstehend haben (Art. 697 h Abs. 1. Ziff. 1 OR), haben bloss Einsicht in diese Unterlagen zu gewähren, und dies nur *Gläubigern*, die im Einzelfall ein *schutzwürdiges Interesse* glaubhaft machen können (Art. 697 h Abs. 2 OR).

.. Art. 727b Abs. 1. Ziff. 2 Off: Als Revisionsstelle bei den Publikumsgesellschaften sind einzig sog. *besonders befähigte Revisoren* zugelassen. Von diesen sind – verglichen mit den übrigen Revisionsstellen – spezifische Anforderungen zu erfüllen 22.

Die *Doktrin* geht von weiteren Unterschieden zwischen Publikums- und privaten AG aus. Auch hierzu seien im Folgenden einige ausgewählte Beispiele 23 erwähnt:

(i) Insbesondere im Zusammenhang mit der *Anfechtbarkeit* von GV-Beschlüssen (Art. 706f. OR) wird etwa vorgebracht, dass zwei identische Sachverhalte als Folge der unterschiedlichen Interessenabwägung bei den beiden Kategorien von AG zumindest im Ergebnis verschiedene Rechtsfolgen haben können; ein Umstand also, der bei einer privaten AG zur Anfechtbarkeit u. U. ausreichen würde, könnte bei einer Publikumsgesellschaft allenfalls nicht genügen (und vice versa). Dasselbe soll indes nicht gelten hinsichtlich der *Nichtigkeit* (Art. 706b/Art. 714 OR), die keine unterschiedliche Betrachtung bei Publikums- und privaten AG erfordere 24

(ii) Jüngst wurde vorgebracht, dass *Informationsprivilegien für Grossaktionäre* gerade bei den Publikumsgesellschaften zulässig seien 25 . Ohne hier in die Details gehen zu wollen, scheint diese Ansicht zumindest heikel und kaum praktikabel 26 . Das neu nunmehr ausdrücklich geregelte *Gleichbehandlungsgebot*, das gerade dem Minderheitenschutz dienen soll, muss nämlich insbesondere auch vom VR (Art. 717 Abs. 2 OR) beachtet werden 27 .

(iii) M.E. dürfte schliesslich bei Publikumsgesellschaften, die mit einer *Auflösungsklage* aus sog. wichtigen Gründen eingeklagt werden, bei einem Obsiegen der Klägerschaft die *Alternative*

recht-1997-139

zur *eigentlichen Auflösung* – nämlich das Erkennen «auf eine andere sachgemässe und den Beteiligten zumutbare Lösung» (Art.736.Ziff. 2 Satz 2 OR) – faktisch allein zur Anwendung gelangen 28 . Eine Publikumsgesellschaft beispielsweise wegen «Unterdrückung der Aktionäre» aufzulösen, würde wohl den *Minderheitenschutz ad absurdum* führen.

Zahlreiche Schnittstellen mit dem Aktienrecht gibt es zudem auch im Börsenrecht, zumeist aber ohne explizite Verweisungen. Im Zusammenhang mit den *öffentlichen Kaufangeboten* (Art.22ff. BEHG) beispielsweise kann eine potentielle Zielgesellschaft statutarisch die Angebotspflicht ausschliessen («Opting out») 29 . Eine solche Statutenbestimmung kann entweder «vor der Kotierung» (Art.22 Abs.2 BEHG) oder aber auch «jederzeit» (Art.22 Abs.3 BEHG) – also selbst *nach der Kotierung* – eingeführt werden. Im letzteren Fall ist dies nach Gesetzeswortlaut nur möglich, «sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Artikel 706 des Obligationenrechts bewirkt» (Art. 22 Abs. 3 BEHG) 30

3. Zielsetzung der vorliegenden Darstellung

Es wird nicht beabsichtigt, den Investorenschutz umfassend darzustellen 31 . Vielmehr liegt dieser Darstellung einzig eine beschränkte, *doppelte* Zielsetzung zugrunde:

Einerseits soll abgeklärt werden, ob bzw. in welchem Ausmass der Investor in einer Publikumsgesellschaft auf einen *Schutz angewiesen* ist 32 , und andererseits soll untersucht werden, ob bzw. in welchem Ausmass das *neue Börsengesetz* in einem ausgewählten Bereich diesen (allfälligen) Bedürfnissen tatsächlich Rechnung trägt 33 . Es geht also in erster Linie um den *Minderheitenschutz von Publikumsaktionären* sowohl unter theoretischen als auch unter praktischen Gesichtspunkten 34 .

II. Allgemeines zu den Alternativen von «exit» und «voice»

1. US-amerikanische Ansatzpunkte

An sich existiert kein eigentliches «US-amerikanisches» Gesellschaftsrecht, steht doch die entsprechende Gesetzgebungskompetenz den *einzelnen Gliedstaaten* zu. Nichtsdestotrotz gibt es diverse Grundsätze, die in praktisch sämtlichen Einzelstaaten zur Anwendung gelangen, so dass zumindest faktisch eine Art von Gesamtbetrachtung zulässig erscheint 35 .

Ganz grundsätzlich wird in den USA- und zwar sowohl von den meisten Gesetzgebern, den Gerichten als auch der Lehre – unterschieden zwischen den sog. «*public companies*» einerseits und den sog. «*dose companies*» andererseits. Die Grenzziehung zwischen diesen beiden Kategorien ist jeweils zwar weder klar noch unbestritten 36 .

Das Prinzip hält indes fest, dass eine «public Company» sei, was nicht unter die Definition einer «dome Company» falle, und die letztere wird etwa wie folgt zu umschreiben versucht: «We deem a dome corporation to be typified by: (1) a small number of stockholders; (2) no ready market for the corporate stock; and (3) substantial majority stockholder participation in the management, direction and operations of the corporation.»³⁷ Vor allem der zweite Aspekt der obigen Donahue- Definition, also das Fehlen eines Marktes für die Aktien (sc. «no ready market»), ist zentral³⁸.

Es wird in den USA davon ausgegangen, dass zumindest im Prinzip nur in dieser Situation ein *Minderheitenschutz* notwendig bzw. zu rechtfertigen sei. Für Investoren in «public companies» wird also in aller Regel ein Schutz abgelehnt, haben diese doch anders als die Gesellschafter von «dome companies» die Möglichkeit, ihre Beteiligung zu «versilbern», insbesondere an der Börse zu verkaufen. Anders ausgedrückt: Bei den «public companies» wird die faktisch inexistente «voice»-Variante durch die «exit»-Variante kompensiert.

140

Der Ökonomie *Hirschman* hat vor fast drei Jahrzehnten das Modell von «exit» und «voice» weiterentwickelt und hielt dann aber fest: «When the management of a Corporation deteriorates, the first reaction of the best-informed stockholders is to look around for the stock of better-managed companies. In thus orienting themselves toward exit, rather than toward voice, investors are said to follow the Wall Street rule that "if you do not like the management you should your stock". Naturally it is not so much the Wall Street rule that is at fault as the ready availability of alternative investment opportunities in the stock market which makes any resort to voice rather than to exit unthinkable for any but the most committed stockholder.»³⁹

Dieser Grundgedanke kam beispielsweise in einer sog. «dissenting opinion» von Justice *Scalia* am U.S. Supreme Court ebenfalls zum Ausdruck, wenn auch bloss obiter: «[I]n joining such an association [sc. eine "public corporation"], the shareholder knows that management may take any action that is ultimately in accord with what the majority (or a specified super-majority) of the shareholders wishes, so long as that action is designed to make a profit. That is the deal. (...) His only protections against such assaults (...) are (1) his ability to persuade a majority (or the requisite minority) of his fellow shareholders that the action should not be taken, and ultimately (2) his ability to sell his stock.»⁴⁰

Als Grundsatz kann somit festgehalten werden: Minderheitenschutz wird in den USA nur bei «dome companies», nicht aber bei «public companies» als Problem anerkannt⁴¹, weil bei den letzteren die «exit»-Variante als ausreichender Schutz betrachtet wird. In der Schweiz nun erweist sich m. E. die Situation vom Konzept her als identisch, was lange Zeit wohl zu wenig gewürdigt wurde.

2. Zu den «exit»-Varianten in der Schweiz

Die *privaten AG* kennen anders als GmbH (Art. 822 Abs. 2 OR) und Genossenschaften (Art. 842 OR) im Prinzip⁴² kein Austrittsrecht⁴³; die «Group de Reflexion» sprach sich notabene auch im Hinblick auf die nächste Aktienrechtsrevision erneut gegen eine solche Lösung aus⁴⁴, obwohl dieses Recht die Problematik des Minderheitenschutzes m. E. in weiten Bereichen entschärfen dürfte. Die einzige «exit»-Variante, die für den privaten Aktionär besteht, ist somit heute und wohl auch in Zukunft die Übertragung seiner Aktien auf einen Dritten⁴⁵:

Hierbei ist die freie Übertragbarkeit («exit») zwar durchaus gewährt bei Inhaberaktien. Bei Namenaktien kann allerdings auch nach der Revision des Aktienrechts die *Vinkulierung* (Art. 685b f. OR) den Aktionär «eingesperrt» lassen. Faktisch ist zudem der *Markt für potentielle Käufer* bei allen Aktien von privaten AG kleiner als bei Publikumsgesellschaften, deren Beteiligungspapiere an einer Börse gehandelt werden. Die

heute bestehende «exit»-Variante vermag folglich bei den privaten AG in der Schweiz kaum zu überzeugen, so dass hier die «voice»-Variante – sozusagen als Kompensation – grössere Bedeutung erlangt.

Bei *Publikumsgesellschaften* hingegen sieht die Situation grundsätzlich anders aus. Während die «voice»-Variante faktisch beinahe schon bedeutungslos ist, gibt es in diesem Bereich vom Konzept her sogar eine *doppelte «exit»-Variante*:

Erstens kann der Investor die Aktien im Prinzip jederzeit an der *Börse* verkaufen, und zweitens gewährt das neue Börsengesetz mit der sog. *Angebotspflicht* im Rahmen eines u. U. die Minderheitsaktionäre bedrohenden öffentlichen Kaufangebots 46 eine «Art Austrittsrecht des Aktionärs» 47, zumindest sofern dieses Regime nicht statutarisch ausgeschlossen wurde durch die Gesellschaft («Opting out»).

Fazit: Ganz ähnlich wie in den USA ist also bei börsenkotierten Aktien auch in der Schweiz das *Schutzbedürfnis* von Minderheitsaktionären *wesentlich geringer*, steht ihnen doch jederzeit die Möglichkeit offen, ihre Investition durch Börsenverkauf zu versilbern 48. Diese «exit»-Variante *kompensiert* somit bei Publikumsgesellschaften

recht-1997-141

zu einem nicht unerheblichen Teil die faktischen Einschränkungen der «voice»-Variante. Damit wird aber dem Investoren- bzw. Minderheitenschutz – zumindest dem Grundsatz nach 49 – durchaus Rechnung getragen 50.

Ein zweiter Grund nebst der «exit»-Variante sei erwähnt, weshalb der Publikumsaktionär in aller Regel bei weitem *weniger schutzbedürftig* sein dürfte als der private Aktionär: In den Publikumsgesellschaften fehlen meistens stabile, irgendwie organisierte, sozusagen *böse Mehrheiten*, die einerseits geeignet und andererseits fähig wären, die Minderheitsaktionäre tatsächlich zu unterdrücken 51. Es besteht in diesen Fällen somit zumeist ein *geringeres Bedrohungspotential* für die Kleininvestoren 52.

3. Exkurs: Prüfungskompetenzen des Handelsregisterführers

Der *Grundsatz* steht somit fest: Bei den Publikumsgesellschaften stellt eine *funktionierende «exit»-Variante* als Kompensation der in diesem Bereich kaum effektiven «voice»-Variante den besten Schutz für Investoren dar. Nichtsdestotrotz können die Fragen aufgeworfen werden, ob etwa zusätzlich zum Gesetzgeber und zum Richter auch noch der *HR-Führer* aufgerufen sei, sich um Minderheitsaktionäre zu kümmern, und wenn dies bejaht wird, ob dies gelten solle für beide der hier unterschiedenen Kategorien der AG.

Im allgemeinen hat der HR-Führer bloss eine beschränkte Kognitionsbefugnis im Hinblick auf handelsregisterrechtliche Anmeldungen. In der Lehre wird nun allerdings seit kurzem vorgeschlagen, dass nur, aber immerhin bei *Statutenrevisionen* von Publikumsgesellschaften eine sog. *erweiterte Kognitionsbefugnis* (sc. «Gesetzmassigkeit als solche») bereits *de lege lata* geübt werden solle, und zwar im Hinblick auf einen verbesserten Investorenschutz («Minderheitenschutz durch Registerrecht») 53.

Der HR-Führer dürfe, so diese Ansicht, als Folge einer «sachgerechten Auslegung des Art. 940 OR i.V.m. Art. 21 HRegV» nicht etwa bloss nichtigen, sondern auch schon bloss anfechtbaren GV-Beschlüssen die Eintragung verweigern, nachdem er die «einzutragenden Beschlüsse einer *eingehenden Prüfung* bezüglich des *Zustandkommens* (z.B. Einberufung der Generalversammlung, gesetzliche Quoren) und des *Inhalts der Beschlüsse*» unterzogen hat 54.

Die ersten Reaktionen auf dieses Modell fielen durchwegs negativ aus 55, und dies m. E. mit gutem Grund.

Gemäss diesem Vorschlag würde der HR-Führer nämlich beispielsweise die Aufgaben sowohl des Richters als auch des Aktionärs wahrnehmen:

(i) Nur ein *Gericht* hat etwa über die Aufhebung eines GV-Beschlusses im Rahmen einer Anfechtungsklage (Art. 706 f. OR) zu befinden und wird – z. B. bei der Prüfung des Inhalts der Beschlüsse – eine äusserst sorgfältige Interessenabwägung vornehmen müssen, die vordem Handelsregister ohne entsprechende Verfahrensabsicherungen überhaupt nicht möglich ist. (ii) Zudem soll nicht ein Dritter eingreifen, wenn nicht einmal der direkt betroffene und interessierte *Aktionär* willig ist, seine Rechte wahrzunehmen 56 ; zumindest den ersten Schritt zu seinem eigenen Schutz, nämlich eine sog. Eintragungssperre 57 , könnte der Investor ohne grossen Aufwand und im Prinzip ohne Kostenrisiko beim HR-Führer veranlassen.

Der HR-Führer ist in der Schweiz generell *keine Instanz des Minderheitenschutzes*. Der obige Vorschlag zielt m. E. aber auch *konzeptionell* in die falsche Richtung. Wenn schon, dann würde der *private Aktionär*, nicht aber der Publikumsaktionär des Schutzes durch den HR-Führer bedürfen 58 , steht doch dem letzteren jederzeit die «exit»-Variante offen 59 .

recht-1997-142

4. Fazit

Zwischen privaten AG und Publikumsgesellschaften bestehen viele Divergenzen, die sowohl im Aktienrecht selber als auch in der Lehre zum Ausdruck kommen. Die ursprünglich vom Revisionsgesetzgeber angestrebte «*Einheit des Aktienrechts*» ist heute faktisch und teils auch rechtlich durchbrochen.

Zentraler Unterschied zwischen Publikums- und privatem Aktionär ist, dass in aller Regel dem ersteren die «voice»-Variante faktisch bloss eingeschränkt, jederzeit aber die «*exit*»-Variante (sc. der Börsenverkauf der Aktien) offen steht, so dass unter diesem Aspekt sein *Schutzbedürfnis reduziert* wird. Konzeptionell fragwürdig erscheint deshalb etwa das Postulat, die *Kognitionsformel* des HR-Führers nur hinsichtlich der Publikums-, nicht aber der privaten AG zu erweitern.

Nichtsdestotrotz erweist sich der Publikumsaktionär als schutzbedürftig im Hinblick auf gewisse *Kontrolltransaktionen* (z.B. «takeovers»). In diesem Bereich macht denn auch ein das Aktienrecht ergänzender *börsenrechtlicher Minderheitenschutz* durchaus Sinn. Auf diesen Themenkreis wird nun im Folgenden eingegangen.

III. Zur neuen Börsengesetzgebung in der Schweiz

1. Vorbemerkungen: Jüngste Revisionen im «Schweizer Finanzrecht»

a) Anlagefondsrecht

Es wurde an anderer Stelle kurz auf die Investoren in Anlagefonds hingewiesen 60 . Hier nun sei nur noch angemerkt, dass das *Anlagefondsgesetz* (AFG) sowie die entsprechenden beiden *Verordnungen* des Bundesrats (AFV: SR 951.311) und der Eidg. Bankenkommission (EBK) als Aufsichtsbehörde (AFV-EBK: SR 951.311.1) erst kürzlich revidiert und am 1. Januar 1995 in Kraft gesetzt worden sind 61 .

b) Kotierungsreglement

Das sog. *Kotierungsreglement* regelt u. a. die Voraussetzungen für die Zulassung etwa von Aktien zum Handel an der Schweizer Börse (Kotierung) 62 . Es handelt sich hierbei um ein privates Instrument der

Selbstregulierung, das von der Zulassungsstelle «erlassen» und gemäss Art.4 Abs. 2 BEHG von der EBK genehmigt wird. Das heute geltende Reglement trat am 1. Oktober

1996 in Kraft 63 . Mittelbar dient dieses neue Kotierungsreglement ebenfalls dem Investorenschutz, so etwa durch Statuierung von Publizitätspflichten im Hinblick auf die Aufrechterhaltung der Kotierung.

c) Börsenrecht

Die früheren börsenrechtlichen Regelungen auf kantonaler Ebene wurden vor kurzem durch Erlasse auf Bundesebene ersetzt, nämlich durch das sog. *Börsengesetz* (BEHG) einerseits und entsprechende Verordnungen andererseits 64 . Ein erster Teil dieser Gesetzgebung (z. B. zum Effektenhändler) trat zwar bereits auf den 1. Februar

1997 in Kraft, zentrale Bereiche (v. a. zur Meldepflicht sowie zu den hier interessierenden öffentlichen Kaufangeboten) haben im Zeitpunkt dieser Publikation 65 hingegen noch keine Rechtskraft erlangt.

2. Kurzer Überblick zum neuen Börsengesetz (BEHG) 66

Das eidgenössische Börsengesetz wird, wenn alle Bestimmungen in Kraft sind, aus insgesamt zehn Abschnitten bestehen:

Den Anfang bilden die Regelungen zu *Zweck* und *Definitionen* des Gesetzes (Art. 1 f. BEHG), zu den sog. *Börsen* und der entsprechenden Organisation (Art.3ff. BEHG) sowie zu den sog. *Effektenhändlern* (Art. 10ff. BEHG) 67 . Den hintere-

recht-1997-143

ren Teil des Gesetzes bilden die Regelungen zur *Aufsichtsbehörde* (Art. 34ff. BEHG) 68 , zum Verhältnis mit dem *Ausland* (Art. 37f. BEHG), zum *Beschwerdeverfahren* (Art.39 BEHG) 69 , zu den *Strafbestimmungen* (Art.40ff. BEHG) und schliesslich zum *Übergangsrecht* (Art. 45ff. BEHG).

Das «börsenrechtliche Filet» besteht aber aus den beiden Teilen, die zurzeit – inklusive den entsprechenden Verordnungen hierzu – noch nicht in Kraft gesetzt sind. Es geht hierbei um die Offenlegungs- bzw. *Meldepflichten* (Art.20f. BEHG) sowie die *öffentlichen Kaufangebote* (Art. 22 ff. BEHG); auf die letzteren wird nun im Folgenden einzugehen sein, erweisen sich diese doch als besonders relevant für den Investoren- bzw. Minderheitenschutz.

3. Öffentliche Kaufangebote (Art.22ff. BEHG) 70

a) Grundsätzliches zu Gesellschaftsübernahmen sowie zur Angebotspflicht

Im Zusammenhang mit *Übernahmen von Gesellschaften* sind verschiedenste Konstellationen denkbar, die durchaus für die betroffenen Gesellschaften sowie auch für deren Aktionäre bedrohlich sein können 71 . Ein entsprechender *Regelungsbedarf* war aber nichtsdestotrotz in der Schweiz lange Zeit umstritten 72 .

Mit dem neuen BEHG wird nun bald das *öffentliche Kaufangebot* geregelt 73 , worunter «eine von der Bietergesellschaft [oder einem sonstigen Dritten] ausgehende öffentliche Offerte an alle Aktionäre einer Zielgesellschaft, deren Aktien innerhalb eines festgesetzten Zeitraumes (teilweise oder ganz) zu festgesetzten Bedingungen zu erwerben» 74 , zu verstehen ist. Zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft findet im Anschluss ein wechselseitiges «Verfahren» statt, das in erster Linie den Investor absichern soll. Ein

Ausschnitt zu diesen «*checks and balances*» 75 :

Der Anbieter muss seine geplante Offerte vorgängig einer anerkannten Revisionsstelle oder einem Effektenhändler zur Prüfung vorlegen (Art. 25 Abs. 1 BEHG) und anschliessend in einem *Prospekt veröffentlichen* (Art. 24 Abs.1 BEHG). Der VR der Zielgesellschaft hat sich in einem *Bericht* zuhanden der Inhaber der Beteiligungspapiere zum Angebot zu äussern (Art. 29 Abs.1 BEHG) und darf zudem *gewisse Rechtsgeschäfte* für eine bestimmte Zeit nicht mehr abschliessen (Art. 29 Abs. 2 BEHG). Der Anbieter ist ausserdem gehalten, nach Ablauf der Angebotsfrist die entsprechenden *Ergebnisse zu publizieren* (Art. 27 Abs. 1 BEHG).

Zentral ist in diesem Zusammenhang schliesslich ein letzter Bereich, nämlich die sog. *Angebotspflicht*: «Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten 76 Beteiligungspapiere 77 erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht 78 , überschreitet, *muss* ein Angebot unterbreiten für alle *kotierten* Beteiligungspapiere der Gesellschaft» (Art. 32 Abs.1 BEHG), wobei die Offerte mindestens (i) dem Börsenkurs zu entsprechen hat und – in je-

recht-1997-144

dem Fall – nicht tiefer liegen darf als (ii) der höchste entsprechende Börsenkurs der letzten zwölf Monate mit einem Abschlag von 25 Prozent (Art.32Abs.4BEHG).

Worauf dieser zuletzt genannte börsenrechtliche Regelungsmechanismus abzielt, ist eindeutig: «Das wichtigste mit der Angebotspflicht verfolgte Ziel ist der Anlegerschutz, genauer der *Schutz der Minderheitsaktionäre*. Dabei wird von der Annahme ausgegangen, dass der neue Kontrollaktionär seine bestimmende Stellung zu seinen Gunsten und zu Lasten der Eigentumsrechte der Minderheitsaktionäre missbraucht, d.h. diese ausbeutet. Dieser *Missbrauch soll ex ante verhindert* werden.» 79 Zu Recht ist denn auch etwa von *präventivem Minderheitenschutz* die Rede 80

Es mag auch in Zukunft umstritten bleiben, ob die Einführung der faktisch einen Zwang zur Kontrahierung darstellende Angebotspflicht tatsächlich notwendig war oder nicht 81 . *Privatautonomie* Variationsmöglichkeiten bestehen jedoch zumindest im Rahmen des sog. «Opting out» oder des sog. «Opting up», d.h., die Publikumsgesellschaften haben durchaus einen erheblichen Gestaltungsfreiraum in diesem Bereich, der den mit der Angebotspflicht betonten *Minderheitenschutz wieder relativieren* könnte.

b) Zum «Opting out» sowie zum «Opting up» bei der Angebotspflicht

Mit Inkrafttreten der diversen Regelungen zu den öffentlichen Kaufangeboten wird die oben besprochene Angebotspflicht *automatisch* Geltung bei allen Publikumsgesellschaften mit Sitz in der Schweiz 82 erlangen. Anders als ursprünglich noch vom Bundesrat beabsichtigt, braucht es also *keinen positiven* Erlass einer Statutenbestimmung 83 , die eine Unterwerfung der AG unter ein solches Regime vorsehen würde (sog. «Optingin»- bzw. «Addon»-Methode). Das Parlament hat das Konzept vielmehr um 180 Grad gedreht, d. h. nicht für den «Einstieg», sondern einzig für den «Ausstieg» aus der Angebotspflicht braucht die AG eine statutarische Regelung (sog.«Opting out»). Damit wurde mit der Systemwahl vom Gesetzgeber der *Minderheitenschutz konzeptionell verstärkt* 84 .

Ein statutarisches «Optingout» gemäss Art. 22 Abs. 2 bzw. Abs. 3 BEHG<< 85 dürften in der Praxis jedoch viele Publikumsgesellschaften unterlassen, und dies insbesondere wegen den unklaren Folgen eines solchen Entscheides auf den *Börsenkurs* der Gesellschaft. Die Unterstellung unter das bzw. der Nicht-«Ausstieg» aus dem Regime der Angebotspflicht ist zumindest ein Indiz für die *Anlagefreundlichkeit* einer AG 86 . Ein «Opting out» mittels öffentlicher Statutenrevision könnte somit durchaus zu einer «Brandmarkung oder

Stigmatisierung» solcher Gesellschaften führen 87 .

Bei den Angebotspflichten gibt es aber nicht bloss «weiss» (Geltung ex lege) oder «schwarz» («Opting out»), sondern schliesslich auch «grau», nämlich das sog. «*Opting up*»: Eine Publikumsgesellschaft kann sich nämlich auch entscheiden, die Angebotspflicht zwar nicht gänzlich aus zu schliessen, aber zumindest den massgeblichen Grenzwert von 33V3 Prozent auf maximal *49 Prozent der Stimmrechte* in den Statuten 88 zu erhöhen (Art. 32 Abs.1 Satz 2 BEHG) 89 .

Sowohl das «Opting out» und das «Opting up» als auch das wieder Rückgängigmachen dieses «Opting out» bzw. des «Opting up» bedürfen jeweils einer *Statutenrevision*. Die entsprechende Beschlussfassung in der Generalversammlung für jede dieser vier Varianten untersteht m. E. der Mehrheitsregelung von *Art. 703 OR* (sc. absolutes Mehr der vertretenen Stimmen). Ohne gesetzliche Grundlage und damit abzulehnen ist insbesondere der in der Lehre 90 vor-

recht-1997-145

gebrachte Vorschlag, der das «Opting out» als sog. «wichtigen Beschluss» der Regelung von *Art. 704 Abs. 7 OR* (sc. zwei Drittel der vertretenen Stimmen sowie absolutes Mehr der vertretenen Aktiennennwerte) unterstellen möchte 91 .

4. Börsenrechtliche Klagen bei den öffentlichen Kaufangeboten

a) Bedeutung der Klagemöglichkeiten im allgemeinen

Sowohl die *aktienrechtlichen* als auch die *börsenrechtlichen* Klagemöglichkeiten haben an sich keinen Selbstwert. Sie nehmen in der Rechtsordnung bloss eine *Hilfsfunktion* bzw. eine «dienende Funktion» 92 wahr, um den ihnen zugrundeliegenden materiellen Ansprüchen zum Durchbruch zu verhelfen. Oft vernachlässigt wird indes, dass die Klagen als solche sich aber als bedeutungsvoll für den *Aktionärs- bzw. Minderheitenschutz* erweisen. Insbesondere vier Aspekte sind hierbei zu beachten:

Zuerst muss zum in Frage stehenden Sachbereich geklärt werden, *ob überhaupt* eine Klagemöglichkeit des Aktien- oder des Börsen rechts besteht. Der Grundsatz lautet: Je mehr Möglichkeiten für eine Klage bestehen, desto grösser ist schliesslich der Schutz des Aktionärs 93

Dann ist weiter abzuklären, wer für die konkrete Klage aktivlegitimiert ist, ob v. a. auch der Aktionär zum *Kreis möglicher Kläger* gehört oder nicht. Fällt der Investor unter eine Kategorie der potentiellen Kläger, so unterstreicht dies seinen Schutz 94 .

Steht die Klagemöglichkeit des Aktionärs fest, muss noch die *konkrete Ausgestaltung* als Einzel- oder Gruppenklage untersucht werden. Der (Individual-)Schutz ist natürlich grösser bei der sog. *Einzelklage* als bei der sog. Gruppenklage, bei welcher etwa eine bestimmte Prozentzahl des Aktienkapitals oder

ein gewisser Nennwert an Aktien vertreten werden muss 95 .

4. Der Minderheitsaktionär ist regelmässig auf *schnellen Beistand* durch den Richter angewiesen. Der entsprechende Schutz wird deshalb noch zusätzlich verstärkt, wenn ein einzelner Aktionär seine Rechte nicht nur in einem ordentlichen Klageverfahren, sondern bereits mittels *vorsorglichem Rechtsschutz* verfolgen kann 96 .

Die vorliegende Darstellung geht auf einzelne Aspekte des *Minderheitenschutzes bei den*

Publikumsgesellschaften ein 97 . Aus diesem Grund sollen im Folgenden zwei wichtige Klagen aus demjenigen *Börsenbereich* erwähnt werden, der für den sog. *Investorenschutz* zentral erscheint, nämlich aus dem Bereich der öffentlichen Kaufangebote (Art. 22ff. BEHG). Es handelt sich um (i) die *Stimmrechtssuspendierungsklage* und (ii) die *Kraftloserklärungsklage*. Während bei der ersteren sämtliche der oben genannten vier Aspekte veranschaulicht werden können, ist bei der letzteren insbesondere deren «gegenläufiger», minderheitenbedrohender Charakter von einigem Interesse.

b) Zur Stimmrechtssuspendierungsklage (Art. 32 BEHG)

aa) Allgemeines

Verletzt der Anbieter im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebotes seine Angebotspflicht 98 , so ist es möglich, die *Ausübung seiner Stimmrechte suspendieren* zu lassen (Art.32 Abs.7 BEHG) 99 . *Aktivlegitimiert* sind hierfür die *EBK Cals* Aufsichtsbehörde, die *Zielgesellschaft* als solche oder irgend einer ihrer *Aktionäre*. Das Begehren hierfür wird mittels *einstweiliger Verfügung* vorgebracht 100 , die bei Gutheissung nur, aber immerhin so lange gilt, bis der Verletzer seine Verletzung heilt, d.h., «bis das Angebot unterbreitet

recht-1997-146

wird» 101 . Es liegt also im Bereich des Anbieters, mittels nachgeholtter Unterbreitung eines korrekten Angebots der Suspendierung seiner Stimmrechte die Grundlage zu entziehen.

Schliesslich kann durchaus ein Thema sein, ob anstelle bzw. in Ergänzung der Suspendierung der Stimmrechte, die im Text des Gesetzes ausdrücklich erwähnt wird, auch noch *andere zivilrechtliche Massnahmen* anbegehrt werden können oder nicht. Der Bundesrat sah tatsächlich vor, dass der angerufene Richter die suspendierten Stimmrechte «anteilmässig unter die *übrigen Aktionäre aufteilen*» könne (Art. 30 Abs. 6 Satz 2 VE BEHG), damit die Gesellschaft durch die einstweilige Verfügung nicht lahmgelegt werde 102 . In einer ersten Lesung war diese Regelung weder im National- noch im Ständerat bestritten. Schliesslich aber verlangte ein Ordnungsantrag im Nationalrat eine Rückweisung an dessen Kommission u. a. zur Überprüfung der «Modalitäten» der Angebotspflicht 103 .

Anschliessend beantragte die Kommission dem Nationalrat tatsächlich die Streichung dieser richterlichen Kompetenz: «Wir schlagen vor, den letzten Satz des bundesrätlichen Entwurfes zu streichen; dieser hätte dem Richter die Befugnis eingeräumt, die Anteilsrechte auf die übrigen Aktionäre zu verteilen. Hier ist die Kommission der Meinung, dass die Sanktion zu weit geht, dass die Sanktion im ersten Satz genügt. Wir wollen dieses Instrument nicht überdotieren. Wir wollen nicht, dass marktfremde Ziele verfolgt werden, die ausserhalb des Zieles stehen, einen fairen Effektenmarkt zu gewährleisten» 104 . Entgegen der unveränderten Ansicht des Bundesrats *strich das Parlament* schliesslich diese Kompetenz des Richters 105 .

Hinsichtlich der proportionalen Stimmrechtsverteilung besteht folglich ein sog. *qualifiziertes Schweigen* des Gesetzgebers. Der Richter kann die Stimmrechte eines die Angebotspflicht verletzenden Anbieters zwar vorläufig suspendieren, aber *nicht* für diesen Zeitraum auf die *übrigen Aktionäre verteilen*.

bb) Aspekte des Minderheitenschutzes

Die Stimmrechtssuspendierungsklage stellt einen *Idealtypus* zur Darstellung des (klageweiseherzustellenden) Minderheitenschutzes im Börsenrecht dar:

Die neu eingeführte Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG soll v.a. die Minderheiten der Publikumsgesellschaften schützen. Wird die entsprechende Pflicht von einem Anbieter schliesslich verletzt, so kann beispielsweise der Investor dieses Verhalten sogleich mit dieser börsenrechtlichen Klage

sanktionieren, (ii) Ausserdem entspricht die *konkrete Ausgestaltung* dieser Klage auch allen übrigen Erfordernissen eines effektiven Minderheitenschutzes (z. B. Einzelklage sowie vorsorglicher Rechtsschutz) 106 .

c) Zur Kraftloserklärungsklage (Art. 33 BEHG)

aa) Allgemeines

Das Pendel schwenkt dann allerdings vom Minderheitenschutz wieder weg bei der zweiten hier darzustellenden Klage im Börsenrecht bzw. bei den öffentlichen Kaufangeboten, nämlich bei der *Kraftloserklärungsklage*, die aber nichts desto trotz in der Lehre bis anhin äusserst wohlwollend, so etwa als «verfahrensrechtlich sinnvolle und ausgewogene Möglichkeit zur Erlangung der vollständigen Kontrolle über eine kotierte Gesellschaft» 107 , beurteilt wird.

«Verfügt der Anbieter *nach Ablauf der Angebotsfrist* über *mehr als 98 Prozent* der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so *kann* er binnen einer Frist von *drei Monaten* beim Richter verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für *kraftlos zu erklären*. Der Anbieter muss zu diesem Zweck *gegen die Gesellschaft* Klage erheben. Die *restlichen Aktionäre* können dem Verfahren beitreten» (Art.33 Abs. 1 BEHG) 108 . Faktisch geht es hierbei um eine Art von «*Re-Privatisierung*» einer Publikumsgesellschaft 109 . Solche Regelungen - sog. institutionalisierte «freeze outs» oder «squeeze outs» von Minderheitsaktionären – sind v. a. in den USA 110 bekannt, stellen aber für die Schweiz tatsächlich Neuland dar. Der Bundesrat war bei seinem Vorschlag von folgenden Gedanken geleitet:

recht-1997-147

«Es kommt vor, dass einige Aktionäre nach einem öffentlichen Kaufangebot ihre Beteiligungspapiere zurückhalten, *ohne* dabei ein *eigentliches wirtschaftliches Interesse* geltend zu machen, sondern um der Gesellschaft ein Hindernis in den Weg zu legen oder Druck auf sie auszuüben. In solchen Fällen ist das *Interesse des Anbieters*, über 100 Prozent des Kapitals zu verfügen, grösser als dasjenige der *Minderheitsaktionäre*, im Besitz ihrer Beteiligungspapiere zu bleiben. Aus diesem Grund kann ein Anbieter, der über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, die verbleibenden Minderheitsaktionäre *zwingen*, ihm ihre Beteiligungspapiere zum Preis des öffentlichen Angebotes zu übergeben» 111 .

Der Gesetzgeber hat also in diesem Bereich eine *Interessenabwägung statuiert*, an die sich der Richter zu halten hat. Der Wortlaut des Gesetzes räumt dem Richter denn auch überhaupt *kein Rechtsfolgenmessen* ein. Sofern der Kläger die Klagefrist von *drei Monaten* nach Ablauf der Angebotsfrist eingehalten hat, muss das Gericht die Kraftloserklärung aussprechen. Aktivlegitimiert im Verfahren ist der *Anbieter*, und als passivlegitimiert erweist sich die *Gesellschaft*; die restlichen *Aktionäre*- und m. E. auch die betroffenen *Partizipanten* 112 – können «dem Verfahren beitreten» (Art. 33 Abs. 7 a. E. BEHG). Es handelt sich schliesslich um eine *Gestaltungsklage*, und dem Urteil kommt eine «*erga-omes*»-*Wirkung* zu 113 .

Es sei noch die Frage aufgeworfen, ob das sog. «Opting out» 114 allenfalls Auswirkungen auf die Klage hat oder nicht. Der Text des Gesetzes verweist beim «Opting out» einzig auf den Ausschluss eines «öffentlichen Kaufangebots] nach den Artikeln 32 und 52» (Art.22 Abs.2 BEHG), also auf die eigentliche Angebotspflicht. Daraus kann m. E. nun ohne weiteres *e contrario* abgeleitet werden, dass die Klage auf Kraftloserklärung, die erstmals in Art. 33 BEHG geregelt wird und in Art. 22 Abs. 2 BEHG unerwähnt bleibt, gerade *nicht* davon betroffen sein soll und selbst bei einem «Opting out» weiterhin möglich ist 115 .

Die börsenrechtliche Kraftloserklärung gemäss Art. 33 BEHG erscheint zwar unter dem Aspekt der in der Bundesverfassung gewährten Eigentumsгарantie (Art.22 ter BV als nicht ganz unproblematisch 116 . Doch

selbst eine verfassungskonforme Auslegung von Art. 22 Abs. 2 BEHG legt wohl nicht nahe, dass nebst den in dieser Bestimmung ausdrücklich genannten Art. 32 und Art. 52 BEHG auch noch Art.33 BEHG «ergänzt» werden sollte. M.E. *schliesst* also ein «Opting out» eine Kraftloserklärungsklage *nicht aus*, d.h., die eingeklagte Gesellschaft kann sich nicht mit einer allfälligen Statutenbestimmung verteidigen 117 .

bb) Übergangsrecht

Schliesslich noch einige Schlussbemerkungen zum *Übergangsrecht*. Art. 54 Abs. 1 BEHG hält fest, dass mit einer Frist von sechs Monaten eine Kraftloserklärungsklage «nach Artikel 33» verlangen könne, wer im *Zeitpunkt des Inkrafttretens* des Gesetzes (bzw. von *Art.22ff. BEHG*) 118 über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft verfüge. Hierbei soll der Eigentümer der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere für diese einen sog. «*angemessenen Preis*» erhalten, der von der Revisionsstelle zu berechnen ist (Art. 54 Abs. 2 BEHG) 119 .

Die direkte Verweisung von Art. 54 Abs. 1.a.E. BEHG auf Art.33 BEHG und damit- nämlich über dessen zweiten Absatz («Enrichtung des Angebotspreises») – auf *Art. 32 Abs. 4 BEHG* scheint heikel. Der börsenrechtliche Angebotspreis hat zwei Parameter, nämlich den «Börsenkurs» einerseits, mindestens aber den «Maximalpreis minus 25 Prozent während den letzten zwölf Monaten» andererseits (Art. 32 Abs.4 BEHG). Diese beiden Ansätze können nun theoretisch aber bei Art. 54 BEHG zu *drei* verschiedenen Zeitpunkten berechnet werden: (i) Früheres *öffentliches Kaufangebot* 120 ; *Inkrafttreten des «Gesetzes»* bzw.

recht-1997-148

der hier relevanten Ordnung; (iii) *Klageeinleitung* hinsichtlich der Kraftloserklärung.

Liegt das *ursprüngliche* öffentliche Kaufangebot, das die Regelung von Art. 54 BEHG überhaupt erst «auslöst» 121 , bereits viele Jahre zurück, und erfolgte in der Zwischenzeit ein *erheblicher Kursanstieg* bzw. *Kurs fall* verglichen mit diesem Zeitpunkt, dann könnte ein «freeze out» bzw. «squeeze out» je nach Wahl der Berechnungsart äusserst günstig sein und damit den *Minderheitenschutz unterlaufen* 122 . Um dies zu verhindern und Zufälligkeiten nicht zuzulassen, sollte m.E. als «angemessener Preis» der jeweiligen *höchste Börsenkurs, der in irgendeinem der drei Zeitpunkte* gegeben war, angenommen werden 123 .

5. Fazit

Das neue Börsengesetz befasst sich mit den Publikumsgesellschaften und -aktionären und trägt den Anliegen des Investoren- bzw. *Minderheitenschutzes* durchaus Rechnung (z.B. im Rahmen der öffentlichen Kaufangebote, insbesondere bei der Angebotspflicht), ohne aber die *Interessen der betroffenen Gesellschaften* zu vernachlässigen (v.a. Möglichkeiten des «Opting out» oder des «Opting up», Kraftloserklärungsklage).

Interessant auch die beiden abgehandelten *börsenrechtlichen Klagemöglichkeiten*: Während die *Stimmrechtssuspendierungsklage* (Art. 32 Abs. 7 BEHG), die eine Verletzung der Angebotspflicht sanktioniert, den Minderheitenschutz unterstützt, untergräbt die *Klage auf Kraftloserklärung* (Art. 33 Abs. 1 BEHG), die einer privaten Enteignung nahe kommt, diesen zumindest wieder teilweise. Die börsenrechtliche Gesetzgebung scheint m. E. aber trotzdem durchaus ausgewogen, zumindest soweit sie heute bereits bekannt ist 124

IV. Ausblicke de lege ferenda

Im Bereich der *Publikumsgesellschaften* drängt sich nach Verabschiedung des Börsengesetzes in nächster Zeit keine neuerliche Revision auf. Auch die «Group de Reflexion» bemühte sich vorab um die

«Kleinverhältnisse» bei den Aktiengesellschaften in der Schweiz, bei denen der Minderheitenschutz von grösserer Bedeutung ist und tendenziell eher im Argen liegt, weil die «exit»-Variante nicht immer spielt 125 .

Im Zusammenhang mit den gesellschaftsrechtlichen Kleinverhältnissen – insbesondere im Hinblick auf die kleinen und mittleren Unternehmungen (KMU) in der Schweiz – herrscht zurzeit rege gesetzgeberische Betriebsamkeit an verschiedenen Fronten: Im Auftrag des Bundesamts für Justiz hat eine Arbeitsgruppe einen Expertenentwurf für ein *revidiertes GmbH-Recht* erarbeitet und der breiteren Öffentlichkeit zugänglich gemacht 126 . Zudem wurden – sozusagen als «Konkurrenzprojekt» auf privater Basis – vor kurzem konkrete Vorschläge zur *Regelung einer privaten AG* im Rahmen einer erneuten Revision des Aktienrechts publiziert 127 .

[1] Einleitend geht es um *systematische* Vorbemerkungen. Mit den *drei* zu Beginn aufzuzeigenden grundsätzlichen Entscheiden ist das mögliche Spektrum von Investitionen selbstverständlich bei weitem nicht erschöpft. Die gewählten Beispiele bieten aber eine erste Auslegeordnung für die zentrale *Basis-Frage* des Investors: «Will ich (i) über das Verwenden meines Geldes *mitentscheiden* (d. h. sind mir also Stimmrechte etc. wichtig – sog. "*voice*"-Variante), oder ist es für mich entscheidender, dass ich (ii) die konkrete Investition *jederzeit versilbern* (z. B. mittels "Rückgaberecht" oder Börsenverkauf – sog. "*exit*"-Variante) kann?»

[2] Diese Fonds werden geregelt im Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG vom 18. März 1994 (SR 951.31).

[3] Vermögen in *gesellschaftsrechtlicher* form (z. B. als AG) stellen keine Anlagefonds dar (Art. 3 Abs. 2 AFG). Immerhin können solche Vermögen ausländische Anlagefonds sein (Art. 44 Abs. 1 lit. b AFG), deren Anteile mit einer Bewilligung auch in der Schweiz vertrieben werden dürfen (Art. 45 AFG); bekannt sind insbesondere die sog. «SICAV» nach luxemburgischem Recht.

[4] Der *Kompensationscharakter* des Kündigungsrechts («exit») für die fehlenden Mitwirkungsrechte des Anlegers («voice») wird auch an anderen Stellen erkennbar. Eine Einschränkung des Rechts auf Kündigung wird nur dann zugelassen, wenn wenigstens eine andere Form des «Ausstiegs» angeboten wird; bei Hypothekarfonds etwa kann das Kündigungsrecht ausgeschlossen werden, aber nur deshalb, weil hier eine Börsenkotierung bzw. eine andere «Rücknahmegarantie» («exit») vorzuliegen hat (Art. 25 AFG). Ein wenig trivialisiert: Wenn es schon *keine* «voice»-Variante gibt, so muss zumindest *irgendeine Form der «exit»-Variante* (also z. B. Kündigungsrecht oder Börsenverkauf) zur Verfügung stehen. M. E. ist der *Kompensationscharakter* auch beim *Minderheitenschutz* m Aktien- und Börsenrecht zu beachten.

[5] Nicht näher eingegangen sei auf die aktienrechtlichen Vorkehrungen zum *Gläubigerschutz*; vgl. hierzu etwa: *Peter Forstmoser/ Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht (Bern 1996), § 3 N 63 ff.

[6] Hierzu: *Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser*, Grundriss des schweizerischen Gesellschaftsrechts (7. Aufl. Bern 1993), § 1 N 48 ff. (Abgrenzung zu den *partiarischen Darlehen*), v.a. N.58 m.w.H

[7] Ansätze für ein gesetzliches bzw. vertragsrechtliches «exit» sind immerhin (i) die prinzipielle *Zedierbarkeit* der Darlehensforderung an einen Dritten ohne Zustimmungserfordernis der AG (Art. 164ff. OR) sowie (ii) die *Rückzahlungspflicht* der Gesellschaft innerhalb von sechs Wochen nach der ersten Aufforderung (Art. 318 OR).

[8] Statt vieler: *Rolf Watter*, Minderheitenschutz im neuen Aktien recht, AJP 2 (1993) 117–125; *Peter V. Kunz*, Der Minderheiten- bzw. Aktionärsschutz in der Schweiz, ST 71 (1997) 415–432.

[9] Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983: BBI 1983 II 767.

[10] Nicht detailliert untersucht werden die mit dem neuen Aktienrecht ausdrücklich erwähnten *Partizipanten* (Art. 656a ff. OR), die der AG ebenfalls Risikokapital zur Verfügung stellen. Hierzu etwa: *Peter Böckli*, Aktienrecht (2.Aufl. Zürich 1996), N 466ff.

[11] Im ersten Fall wird oft von «Publikumsgesellschaften» bzw. «Publikumsaktionären», im zweiten Fall hingegen von «privaten AG» bzw. «privaten Aktionären» gesprochen.

[12] Der Aktionär ist also *nicht blockiert*, das Bedrohungspotential liegt immerhin beim u.U. «*unfairen*» Preis.

[13] Hier ist der Aktionär bereits im Ansatz *blockiert*.

[14] Wäarter (Fn.8), 125; Hervorhebungen im Original.

[15] Seit Inkrafttreten des neuen Aktienrechts hatten diese Gesellschaften schon mehrfach (z. B. anlässlich der GV die Aufgabe, sich mit den z. T. neuen Regelungen zu befassen; einen entsprechen den Überblick zu ausgewählten Fragen vermittelt etwa: *Roland von Buren*, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 131 (1995) 57–91.

[16] Der *gesetzgeberische Wille* ist m. E. eindeutig: Botschaft (Fn.9), 747; Amtl. Bull. NR 7985 1661 (Votum Villiger a. A. bzw. Ziff. 2), 1665 (Votum Uchtenhagen); Amtl. Bull. StR 1988 454 (Votum Schmid), 459 (Votum Villiger). Zudem: *Forstmoser/Meier Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 2 N 58.

[17] Als Übersicht hierzu: *Böckli* (Fn. 10), N 11 ff.; *Forstmoser/ Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 2 N 59 ff. sowie § 61 N 4 ff.

[18] Hierzu: Schlussbericht vom 24. September 1993, 25ff.

[19] Die Lehre befasst sich bereits intensiv mit der Thematik, so etwa: *Alain Hirsch*, Le droit boursier et le droit des sociétés, SZW 67 (1995) 228–234; *Roland von Büren/Thomas Bähler*, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 5 (1996) 391–402.

[20] Diese *aktienrechtliche «Meldepflicht»* (bzw. Offenbarungspflicht) ist von der *Gesellschaft* als solchen wahrzunehmen, die *börsenrechtliche Meldepflicht* (Art. 20 BEHG) hingegen vom *Gesellschafter*. Diese beiden Regelungen sind zu wenig aufeinander abgestimmt: *Felix Horber*, Divergierende Anknüpfungspunkte bei der Offenlegung von Beteiligungen nach Aktienrecht und Börsengesetz, SJZ 92 (1996) 309–312.

[21] Es handelt sich um sog. *Höchststimmklauseln*; hierzu: *Ulysses von Salis*, Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht (Diss. Zürich 1996), 52 ff., v. a. 58 f.

[22] Gewisse Voraussetzungen etwa hinsichtlich Ausbildung und Praxiserfahrung sind zu beachten. Näheres hierzu findet sich in der Verordnung über die fachlichen Anforderungen an besonders befähigte Revisoren vom 15. Juni 1992 (SR 221.302).

[23] Auf die jüngst aufgeworfene Frage, ob der *HR- Führer bei Statutenrevisionen* von Publikumsgesellschaften nicht bloss eine beschränkte, sondern eine sog. *erweiterte Kognition* habe, wird an anderer Stelle eingegangen: Vgl. dazu hinten 11.3.

[24] Generell zu dieser Thematik: *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), §39N 18 sowie § 40 N 254; *Ulysses von Salis* (Fn. 21), 38.

[25] Ausführlich: *Karl Hofstetter*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996) 228 ff.

[26] Zentrale Fragen wären etwa, *welche «Privilegien»* gewährt werden können (Vorsicht ist insbesondere geboten bei *Geschäftsgeheimnissen*: Art. 161 f. StGB), und ab welcher Beteiligung ein «*Grossaktionär*» anzunehmen wäre. M.E. sind zwar in *Ausnahmesituation* entsprechende Fälle denkbar, die Praxis sollte sich aber *äusserst restriktiv* zeigen; als entscheidend dürfte sich die Auslegung von «unter gleichen Voraussetzungen» in Art. 717 Abs. 2 OR erweisen. Zu möglichen Abgrenzungen: *Böckli* (Fn. 10), N 1660e ff.; vgl. zudem auch: *Rolf Watter*, in: *Obligationenrecht II* (Basel 1994), N 32 zu Art. 717 OR.

[27] Hierzu ausführlich: *Claire Huguenin Jacobs*, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht (Zürich 1994), 242 ff.; in diesem Zusammenhang ebenfalls: *Kunz* (Fn. 8), 417.

[28] Tatsächlich dürfte es bei Publikumsgesellschaften nicht leicht möglich sein, die Klagevoraussetzung eines Vertretens von zehn Prozent des Aktienkapitals zu «organisieren». Sofern dies allerdings gelingt, ist nicht ersichtlich, weshalb die erwähnte Alternative zur Auflösung, wie dies bei *von Büren/Bähler* (Fn. 19), 392 vorgebracht wird, «realistischerweise nur auf kleinere Gesellschaften anwendbar» sein soll, ganz im Gegenteil.

[29] Vgl. dazu hinten III.3.b.

[30] Übergangsrechtlich sei auf *Art. 53 BEHG* verwiesen, gemäss welcher Bestimmung schliesslich *Art. 22 Abs. 3 BEHG* nicht zur Anwendung gelange.

[31] Rechnungslegung, Informationspflichten etc. wurden deshalb bewusst ausgeklammert.

[32] Rechts *theoretischer* Teil: Vgl. dazu hinten II.

[33] Rechts *praktischer* Teil: Vgl. dazu hinten III.

[34] Übersicht etwa bei: *Watter* (Fn. 8), 119ff.

[35] Als zurzeit wohl beste Darstellung in deutscher Sprache sei hier empfohlen: *Hanno Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (Heidelberg 1991); vgl. des weiteren: *Hartwin Bungen*, Gesellschaftsrecht in den USA (München 1994).

[36] Hier zu (unpubliziert): *Peter V. Kunz*, *Minority Shareholder Protection* (Washington, D.C./GULC 1996), 9 ff.

[37] *Donahue v. Rodd Electrotpe Company of New England, Inc.*, 328. N. E. 2d 505, at 511 (Mass. 1975).

[38] Statt vieler etwa: *William S. Hochstetler/Mark D. Svejda*, *Statutory Needs of Close Corporations – An Empirical Study* (...), 10 *J. Corp. L* 881–885(1985).

[39] *Albert O. Hirschman*, *Exit, Voice and Loyalty* (Cambridge 1970), 46; vgl. auch: *Merkten*. 35, N 628 ff. Ähnlich in der Analyse für die Schweiz: *Hofstetter* (Fn. 25), 224.

[40] *Austin v. Michigan Chamber of Commerce*, 494 U.S. 652, at 686 et seq., 110 S.Ct. 1391, at 1412, 108 L. Ed. 2d 652, at 682 (1990) (Scalia, J. dissenting); Hervorhebungen hinzugefügt.

[41] Etwas anderes gilt nur, aber immerhin bei den sog. *Kontrolltransaktionen* («takeovers», «sale of control» etc.).

[42] Immerhin gibt es ein *gesetzliches* Austrittsrecht bei der *Umwandlung einer AG in eine GmbH* (Art. 825 Abs. 1 OR); zudem kann die neu ausgestaltete *Auflösungsklage* (Art. 736 Ziff. 4 OR) u.U. Grundlage sein für ein *indirektes* Austrittsrecht: *Kunz* (Fn. 8), 421 Anm. 40 m.w. H.

[43] Überblick: *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 44 N 61 ff. Forderungen *de lege ferenda* bereits bei: *Peter Dorscheid*, Austritt und Ausschluss eines Gesellschafters aus der personalistischen Kapitalgesellschaft (Diss. Genf 1983), 131 ff.

[44] Schlussbericht (Fn. 18), 33 ff.

[45] *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 44 N 79 ff.

[46] Vgl. dazu hinten III.3.

[47] In diesem Sinne: von *Büren/Bähler* (Fn. 19), 401 .M.E. kann **das** Institut der Angebotspflicht tatsächlich als *bedingtes Austrittsrecht* verstanden werden: *Kunz* (Fn. 8), 417.

[48] Selbst bei den *vinkulierten Namenaktien* ist die heutige Rechtslage (Art. 685d ff. OR) auf einen Abbau der Übertragungsschranken hin ausgerichtet, so dass die *Börsengängigkeit erhöht* wird: Vgl. dazu vorne 1.2.b Ziff.2.

[49] Es sei nicht in Abrede gestellt, dass der *Kapitalmarkt unvollkommen* ist, dies insbesondere im Zusammenhang mit u.U. die Minderheitsaktionäre bedrohenden sog. *öffentlichen Kaufangeboten* («takeovers»). Aus gerade diesem Grund macht eine das unvollkommene Aktienrecht ergänzende *börsenrechtliche* Regelung, die sich mit dem Investoren- bzw. dem Minderheitenschutz befasst, durchaus Sinn. Diverse Staaten kennen denn auch entsprechende Bestimmungen; hierzu eine Übersicht bei: *Stephan N. Frei*, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz (Diss. Zürich 1995), 73 ff. Das neue Börsengesetz wird ebenfalls eine entsprechende Ordnung für die Schweiz mit sich bringen: Vgl. dazu hinten III .3.

[50] G.I.M.: *Watter* (Fn. 8), 125; *Hofstetter* (Fn. 25), 224 f.

[51] Zu bedenken ist immerhin, dass bei Publikumsgesellschaften die Gefahr oft weniger von «GV-Mehrheiten», sondern eher vom *Verwaltungsrat* her droht: *Watter* (Fn. 8), 118.

[52] Hierzu: *Kunz* (Fn. 8), 416 m.w.H.

[53] *Alexander I. de Beer*, Minderheitenschutz durch erweiterte Kognitionsbefugnis des Handelsregisterführers, ZSR 114 (1995) I 81 ff., v.a. 107ff.

[54] In diesem Sinne: *de Beer* (Fn. 53), 108; Hervorhebungen hinzugefügt.

[55] *Clemens Meisterhans*, Prüfungspflicht und Kognitionsbefugnis der Handelsregisterbehörde (Diss. Zürich 1996), 86 sowie 463 ff.; *Böckli* (Fn. 10), N 130; *Kunz* (Fn. 8), 421.

[56] Der Minderheitsaktionär als solcher ist – anders als u. U. der Konsument, der Mieter oder der Arbeitnehmer – *nicht systembedingt schutzbedürftig*. Eine «*Vormundschaftsfunktion*» des *HR Führers* ist somit überflüssig, gerade beim Publikumsaktionär. Motto: «Wer sich nicht selber schützt, den beißen die Hunde.»

[57] Die *Eintragungssperre* im Handelsregister beruht auf einem sog. privatrechtlichen Einspruch gemäss *Art. 32 Abs. 1 HRV* (SR 221.411).

[58] Der Vorschlag wird ausdrücklich aber nur für *Publikumsgesellschaften* gemacht: *de Beer*(Fn. 53), 82 f.

[59] Hierzu: *Kunz* (Fn. 8), 416 f.

[60] Vgl. dazu vorne 1.1.a.

[61] Seit jüngster Zeit liegt ein erster Kommentar (in Loseblatt-Format) vor: Kommentar zum schweizerischen Anlagengesetz (zwei Bde.), Hrsg. *P. Forstmoser* (Zürich 1997).

[62] Allg. hierzu: *Heinrich Henckel von Donnersmarck*, Die Kotierung von Effekten (Diss. Freiburg 1996). Beim Kotierungsreglement und beim BEHG bestehen gewisse Widersprüchlichkeiten hinsichtlich des Begriffs der Kotierung: *Felix Horber*, Vielschichtiger Kotierungsbegriff im Börsenrecht, NZZ Nr. 10 (1997) 23; vgl. zudem: *Jörg Schmid*, Zum Begriff der Börsenkotierung im revidierten Aktienrecht, SJZ 88 (1992) 330–332.

[63] Als Übersicht etwa: *Heinrich Henckel von Donnersmarck*, Neues Kotierungsreglement der Schweizer Börse, NZZ Nr. 228 (1996)25.

[64] Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG vom 24. März 1995: SR 954.1; vgl. auch: Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG vom 24. Februar 1993: BBI 1993 I 1369 ff.

[65] Abschluss des Manuskripts: *Mitte Juni 1997*. Die übrigen Teile des BEHG sowie die entsprechenden Verordnungen sollen *Anfang 1998 m* Kraft gesetzt werden.

[66] Statt vieler: *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 61. N 15 ff.; *Böckli* (Fn. 10), N 1661 ff. Kritisch: *Reto E. Meier*, Wem nützt das neue Börsengesetz? Potentiell negative Wirkungen für kleinere Unternehmungen, NZZ Nr. 288 (1996) 27.

[67] Allg. hierzu: *Urs Philipp Roth*, Effektenhändler, in: Das neue Börsengesetz der Schweiz (Bern 1996), 57–91; *Rolf Watter*, Die Regulierung der Effektenhändler (und der Banken) im BEHG,, in: Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts (Zürich 1996), 67-96; zudem noch: *Matthias Küster*, Vor einer Haftungsverschärfung im Effektenhandel?, NZZ Nr. 135 (1996) 25.

[68] Die EBK ist auch in diesem Bereich die Aufsichtsbehörde: Art. 34 BEHG.

[69] Gegen Verfügungen der EBK steht die *Verwaltungsgerichtsbeschwerde* direkt ans Bundesgericht offen.

[70] Literatúrauswahl: *Marco Gruber*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz (Diss. Freiburg 1996); *Christian Köpfli*, Statutarischer Ausschluss und Modifikation der börsenrechtlichen Angebotspflicht, in: Jahrbuch des Handelsregisters 1996 (Zürich 1996), 26-38; *Christian J. Meier-Schatz*, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: Das neue Börsengesetz der Schweiz (Bern 1996), 93–133; *Stephan N. Frei*, Meldepflicht und Übernahmeregulierung im neuen Börsengesetz, ST 70 (1996) 723–731; *Hans Caspar von der Crone*, Meldepflicht und Übernahmeregulierung im neuen Börsengesetz, in: Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 3 (Bern 1995), 63-76. Des weiteren: *Walter Meier*, Die Börsenfreiheit in einer Zwangsjacke, NZZ Nr. 143 (1996) 25

[71] Für die *Gesellschafter* kann die Bedrohung entweder beim *Anbieter*, der mit «unfairen Angeboten» (z.B. «front-loaded-offers») auftritt, oder aber beim *eigenen VR*, der eine «unfaire Abwehrstrategie» (sc. einzig die eigenen Pfründe sichernd) verfolgt, liegen. Allg. hierzu statt vieler etwa: *Christian J. Meier-Schatz*, Rechtliche Betrachtungen zu neueren Entwicklungen in der schweizerischen «Takeover-Szene», SJZ 87(1991) 57 ff.; *ders.* Aktienrechtliche Verteidigungsvorkehren gegen unerwünschte Unternehmensübernahmen, SAG 60 (1988) 106 ff.

[72] M.E. ist der Regelungsbedarf ausgewiesen, weil der *Publikumsaktionär* trotz «exit»-Variante zumindest in diesem Bereich ebenfalls *schutzbedürftig* ist: vgl. dazu vorne II.4 a. E. M.E. ist der Regelungsbedarf ausgewiesen, weil der *Publikumsaktionär* trotz «exit»-Variante zumindest in diesem Bereich ebenfalls *schutzbedürftig* ist: vgl. dazu vorne II.4 a. E.

[73] Zum europäischen Umfeld: *Rudolf Tschäni*, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 3(1994) 308ff.; *Christoph Peter*, Revidierter Vorschlag für eine 13. gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie über Übernahmeangebote, SZW 68 (1996) 177ff.

[74] *Meier-Schatz* (Fn. 70), 109; die Definition stammt aus einer Zeit vor Abschluss der Gesetzgebungsarbeiten. Insbesondere die *Partizipanten* dürfen nicht vergessen werden.

[75] Übersicht auch bei: *Meier-Schatz* (Fn. 70), 114 ff.

[76] Zu denken ist hierbei vorab an *Aktionärbindungsverträge*. Wird durch einen entsprechenden *Vertragsschluss als solchen* von den Parteien der Grenzwert von 33'A Prozent der Stimmrechte über schritten (d. h. vertreten die Parteien die entsprechende Zahl von Aktien), so löst *dieser Umstand allein* noch keine Angebotspflicht aus (Art. 32 Abs. 1 BEHG: «Wer (...) erwirbt und damit (...) über schreitet»); jeder weitere Kauf – u.U. von nur einer einzigen Aktie durch irgendeine ABV-Partei – begründet m. E. dann aber die Angebotspflicht.

[77] Ob diese Beteiligungspapiere der AG (sc. Aktien) *kotiert* sind oder nicht, ist *irrelevant*, d. h., die Pflicht zur Unterbreitung eines Kaufangebotes für die *kotierten* Beteiligungspapiere (sc. Aktien und u. U. PS) entsteht selbst für den Fall, dass der Grenzwert der Stimmrechte durch Zukauf von *nicht-kotierten* Aktien überschritten wird; gl. M.: *Frei* (Fn. 70), 728.

[78] Also selbst der sog. *Aktionär ohne Stimmrechten*. 685 f Abs. 3 OR, der wegen einer in den Statuten vorgesehenen prozentmässigen Erwerbs- bzw. Höchststimmsschranke bei *vinkulierten Namenaktien* nicht ins Aktienbuch eingetragen wird, kann dieser Pflicht unterstehen.

[79] *Frei* (Fn. 49), 133; Hervorhebungen hinzugefügt.

[80] *Meier-Schatz* (Fn. 70), 124.

[81] Skeptisch etwa: *Frei* (Fn. 49), 133; vgl. allg.: *Marco Gruber*, Gestaltbare Pflichten zum Übernahmeangebot, NZZ Nr. 304 (1996) 26. Rechtsphilosophische oder-politische Äusserungen in diesem Bereich machen heute allerdings nur wenig Sinn, weil diese Ordnung nun bald schon *Gesetz werden* wird und nicht «wegdiskutiert» werden kann.

[82] Art. 22 Abs.1 BEHG: Beteiligungen an «schweizerischen Gesellschaften»; zudem: *Meier-Schatz* (Fn. 70), 112.

[83] Der Bundesrat sah ehemals noch eine *freiwillige* Unterstellung vor: Botschaft (Fn.64), 1411 sowie 1452 (Art.22 Abs.1 a. E. VE BEHG).

[84] Immerhin *entfällt* die Angebotspflicht *ex lege*, «wenn die Stimmrechte durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben werden» (Art. 32 Abs. 3 BEHG).

[85] Eine entsprechende *Statutenbestimmung* könnte lauten wie folgt: «Ein Übernehmer der Gesellschaft ist gemäss Art. 22 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (BEHG) nicht verpflichtet, ein öffentliches Kaufangebot nach den Art. 32 und 52 BEHG zu unterbreiten»; weitere Vorschläge: *Köpfli* (Fn. 70), 36.

[86] Die Angebotspflicht soll nämlich sicherstellen, dass der sich «in einer Gesellschaft *engagierende Anleger* (...) *weiss*, ob er bei einer allfälligen Kontrolltransaktion oder anderen den Grenzwert überschreitenden Transaktionen in der *Zukunft* die Möglichkeit hat, seine Aktien dem Übernehmer aufgrund der Angebotspflicht *anzudienen oder nicht*»: *Frei* (Fn. 70), 725; Hervorhebungen hinzugefügt.

[87] Ebenso: *Frei* (Fn. 70), 730. Allg.: *Roger M. Kunz*, Mehrwert für Aktionäre dank dem Börsengesetz – Für und wider das «opting out», NZZ Nr. 202 (1996) 29.

[88] Ein Vorschlag für eine entsprechende *Statutenbestimmung* findet sich bei: *Köpfli* (Fn. 70), 36.

[89] Die Regelung wurde, weil die Angebotspflicht in gewissen Fällen inhaltlich ausgehöhlt werden kann, auch schon als «gesetzgeberische[r] Sündenfall» bezeichnet: *von der Crone* (Fn. 70), 71.

[90] So insbesondere: *Frei* (Fn. 49), 224 f. Überblick zum Meinungsstand: *Gruber* (Fn. 70), 118 f. m.w.H.

[91] Unter einem *Minderheitenschutz-Aspekt* wäre dies zwar wünschbar, weil insbesondere das «Opting out» den *Minderheitenschutz tendenziell verkleinert* und ein solcher Schritt mittels Art. 704 Abs. 1 OR behindert werden könnte. Ohne *ausdrückliche Statuierung* entweder in Art. 704 Abs. 1 OR oder im BEHG kann dies m. E. aber nicht zugänglich sein.

[92] So ausdrücklich: BGE 116 II 218 Erw. 3.

[93] Beispiel: Hat eine Publikumsgesellschaft die Angebotspflicht *nicht* durch ein «Opting out» ausgeschaltet, verletzt ein Anbieter in der Folge aber gerade die entsprechende Pflicht, so besteht für verschiedene Kläger die *Möglichkeit* zu einer Klage (Art. 32 Abs. 7 BEHG). Dies stellt notabene keine Selbstverständlichkeit dar, kann doch *nicht jeder* Anspruch als solcher auch gerichtlich eingeklagt werden («lex imperfecta»); hier geht die Klagbarkeit aber aus dem *Gesetz* selber hervor, so dass keine Zweifel bestehen können.

[94] Beispiel: Tatsächlich ist der *Aktionär* bei der Stimmrechtssuspendierungsklage ein *möglicher Kläger* (Art. 32 Abs. 7 BEHG).

[95] Beispiel: Anders als z. B. bei der Sonderprüfungsklage (Art. 697 b Abs. 1 OR) oder bei der Einberufungsklage (Art. 699 Abs. 3 OR) kann *jeder Aktionär als solcher* – u.U. nur *eine einzige* Aktie vertretend – eine Klage auf Suspendierung der Stimmrechte einreichen; es handelt sich also um eine *Einzelklage* (Art. 32 Abs. 7 BEHG).

[96] Beispiel: Die Stimmrechtssuspendierung im Zusammenhang mit der Verletzung der Angebotspflicht wird denn auch mittels *einstweiliger Verfügung* anbegehrt (Art. 32 Abs. 7 BEHG).

[97] Vgl. dazu vorne I.3 a. E.

[98] Vgl. dazu vorne III.3.

[99] Diese *zivilrechtliche Sanktion* droht einzig bei Verletzung der Angebotspflicht, nicht aber bei der sog. Meldepflicht (Art. 20 BEHG); hierzu: *Urs Bertschinger*, Rechtsfolgen bei Verletzung von börsen- und bankengesetzlichen Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 6(1997) 283 ff., v.a. 286 f

[100] Vgl. auch: Bericht der Expertengruppe zum Vorentwurf des BEHG (März 1991), 90.

[101] Botschaft (Fn. 64), 1419.

[102] Botschaft (Fn. 64). 1419 sowie 1455.

[103] Amtl. Bull. NR. 1995 307 ff.; der Antrag obsiegte schliesslich mit 65 zu 20 Stimmen (a.a.O., 309).

[104] Amtl. Bull. NR 1995 581. Vgl. auch: *Kurt Schule*. Übernahmeregelung als Kern des Börsengesetzes, NZZ Nr. 274 (1993) 41.

[105] Im Nationalrat mit 80 zu 29 Stimmen: Amtl. Bull. NR 1995 582; im Ständerat sogar ohne Gegenstimmen: Amtl. Bull. StR 1995 352.

[106] Vgl. dazu vorne III.4.a (illustriert in den Fussnoten).

[107] *Frei* (Fn. 70), 729; ähnlich positiv: *Böckli* (Fn. 10), N 1661 s.

[108] Obsiegt der Anbieter als Kläger gegen die AG, so gibt diese die entsprechenden Beteiligungspapiere erneut aus «gegen Entrichtung des Angebotspreises oder Erfüllung des Austauschgebotes» zugunsten der faktisch «hinausgeworfenen» Gesellschafter (Art. 33 Abs. 2 BEHG).

[109] So: *von der Crone* (Fn. 70), 72; des weiteren: *Christian Köppli*, Flurbereinigung bei Konzernbeteiligungen?, NZZ Nr. 58 (1997) 28. Kraftlos erklärt werden können nicht nur Aktien, sondern auch *Partizipationsscheine*, die ebenfalls zu den Beteiligungspapieren gehören: *Böckli* (Fn.10), N 1661 s.

[110] Darstellung in deutscher Sprache: *Hans M. Seiler*, «Freezeout» von Minderheitsaktionären (Diss. Münster 1990)

[111] Botschaft (Fn.64), 1419; Hervorhebungen hinzugefügt.

[112] Die Partizipanten sind zwar im Gesetz nicht explizit erwähnt. Da unter die «restlichen Beteiligungspapiere» (Art.33 Abs. 1 BEHG) jedoch ohne Zweifel auch die *Partizipationsscheine* fallen, müssen die Partizipanten wohl zum Prozess ebenfalls zugelassen werden. Gl.M.: *Böckli* (Fn. 10), N 1661s.

[113] Zum letzteren Aspekt ebenso: *Böckli* (Fn. 10), N 1661 sa. E.

[114] Vgl. dazu vorne III.3.b.

[115] Gl.M. zumindest implizit: *von der Crone* (Fn.70), 69; *Frei* (Fn.70), 725.

[116] Wohl etwa sehr apodiktisch die Botschaft (Fn.64), 1419: «Die Kraftloserklärung stellt keine Enteignung dar und ist durchaus verfassungskonform.» Die Expertengruppe zum BEHG sprach kritischer noch von einer «Form der Enteignung»: Bericht der Expertengruppe (Fn.100), 91; zudem: *Frei* (Fn.49), 200 Fn. 614 m.w.H

[117] Ein *Ausschluss der Kraftloserklärungsklage* für den Fall eines «Opting out» erscheint zwar unter dem Aspekt des *Minderheitenschutzes* verlockend: Sowohl das «Opting out» als auch die Kraftloserklärung

untergraben nämlich in einem gewissen Umfang den Investorenschutz. Das Nicht-Zulassen einer Kraftloserklärung würde dann das Bedrohungspotential des «Opting out» kompensieren und wohl auch einen *sachgerechten Mittelweg* darstellen. M.E. spricht allerdings der Gesetzeswortlaut gegen eine solche Möglichkeit.

[118] Die Bestimmungen von Art. 22 ff. BEHG (öffentliche Kaufangebote) sind heute noch nicht in Kraft, während das «Gesetz» – zumindest teilweise – seit dem 1. Februar 1997 gilt.

[119] Wohl mit gutem Grund erwarten *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 61 N 50 a. E. aufgrund dieser offenen Formulierung einige Komplikationen bei der Berechnung.

[120] Ein solches kann *viele Jahre* zurückliegen, und bis zum Inkrafttreten von Art.22ff. BEHG kann sich v.a. auch der *Börsenpreis* – und zwar positiv oder negativ – *völlig verändert* haben.

[121] M. E. kann eine Kraftloserklärungsklage hier nur in Frage kommen, wenn die Prozentgrenze gestützt auf ein «*früheres öffentliches Kaufangebot*» (Art. 54 Abs. 1 BEHG) überschritten worden ist; Gruber (Fn. 70), 82 möchte auch andere Erwerbsarten – sc. *Marktkauf oder Pakettransfer*- genügen lassen, verkennt damit aber den eindeutigen Gesetzeswortlaut, der diesem Verständnis entgegen steht.

[122] Beispiel: Liegt das ursprüngliche öffentliche Kaufangebot schon lange Zeit zurück, und erfolgte seither ein *grosser Kursanstieg*, so würde der Ansatz «*Zeitpunkt der Offerte*» die Minderheit bedrohen, käme der »Anbieter« doch dann (zu) billig zu den Aktien, nämlich zum längst überholten Preis von «*anno dazumal*»; erfolgte indes seit der Offerte ein *erheblicher Kursfall*, dann würde sich der Ansatz «*Zeitpunkt des Inkrafttretens*» negativ auf die Minderheitsaktionäre auswirken, die selbst beim höheren Preis vor vielen Jahren nicht verkaufen wollten.

[123] Kursveränderungen *zwischen* den drei Orientierungspunkten – sc. ursprüngliches Kaufangebot, Inkrafttreten, Klageeinleitung – bleiben unberücksichtigt.

[124] Die Details zur Angebotspflicht werden auf *Verordnungsebene* geregelt, und die definitiven Fassungen dieser Bestimmungen sind heute noch nicht bekannt.

[125] Empfohlen wurden hierbei etwa die Zulassung von eigentlichen *Einpersonengesellschaften* und die Revision des *GmbH- Rechts*: Schlussbericht (Fn. 18), 17 sowie 41 ff

[126] Hierzu: *Peter Böckli/Peter Forstmoser/Jean-Marc Rapp*, Re form des GmbH-Rechts – Expertenentwurf vom 29. November 1996 für eine Reform des Rechts der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Zürich 1997).

[127] *Alain Hirsch/Peter Nobel*, Projekt einer privaten Aktiengesellschaft, SZW 69(1997) 126–135.