

Fusion und Pflichtangebot

Rolf Watter/Thomas Rohde*

Inhalt

I. Einführung	1
II. Ausgangslage	3
III. Anwendbarkeit von Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion	6
1. Bisherige Entscheide	6
2. Kritik	8
3. Fazit	12
IV. Vermeidung der Angebotspflicht	13
1. Opting out	13
2. Ausnahmewilligung	19
3. Fazit	23
V. Kombinationsfusion	23
VI. Fazit	27

I. Einführung

Im Rahmen des Erlasses des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel¹ im Jahre 1995 hat der Gesetzgeber die Angebotspflicht im schweizerischen Börsenrecht eingeführt. Gemäss dieser in Art. 32 BEHG festgelegten Pflicht muss derjenige, der den Schwellenwert von 33 1/3 Prozent der Stimm-

* Am mündlichen Referat anlässlich der 8. Zürcher Konferenz zum Thema Mergers & Acquisitions vom 6. September 2005 wurden noch weitere Aspekte des Zusammenspiels zwischen Fusionsgesetz und Börsengesetz angesprochen, namentlich die Frage, inwieweit das Börsengesetz bei Spaltungen Anwendung finden kann, bei denen die neue geschaffene Einheit nicht mehr kotiert wird (vgl. hierzu Empfehlung der Übernahmekommission vom 31. März 2004 in Sachen Carlton-Holding AG und Clair Finanz Holding AG). Diese Fragen werden vorliegend aus Platzgründen nicht diskutiert; gewisse vorliegend gezogene Schlussfolgerungen, namentlich, dass das Fusionsgesetz u.E. Fusionen (und Spaltungen) abschliessend regelt, sofern es nicht explizite Vorbehalte macht, gelten aber analog für Spaltungen.

¹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, SR 954.1 (nachfolgend „Börsengesetz“ oder „BEHG“ genannt).

rechte einer Zielgesellschaft überschreitet, für sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft ein Angebot unterbreiten².

Seit Einführung dieser Angebotspflicht hat sich der Praktiker bei der Vorbereitung einer Transaktion, bei der ein börsenkotiertes Unternehmen beteiligt ist, oft die Frage stellen müssen, ob die geplante Transaktion eine Angebotspflicht auslöst und – falls dies der Fall sein sollte – ob und gegebenenfalls wie eine solche Angebotspflicht vermieden werden kann. Diese Frage ist regelmässig bei der Fusion von börsenkotierten Gesellschaften, bei der eine der beteiligten Gesellschaften von einem (nicht selbst kotierten³) Hauptaktionär dominiert wird, von Relevanz⁴.

In der Folge soll zuerst aufgezeigt werden, in welchen Situationen die Anwendung der börsenrechtlichen Angebotspflicht im Rahmen von Fusionen Probleme aufwerfen kann⁵. Erst danach soll die grundlegende Frage geklärt werden, ob denn die börsenrechtliche Angebotspflicht im Rahmen von Fusionen überhaupt Anwendung findet⁶, was namentlich deshalb fraglich ist, weil das neue Fusionsgesetz⁷ ja eigentlich zahlreiche Schutzmechanismen gerade auch für die Minderheitsaktionäre eingebaut hat, die es nicht unbedingt nahe legen, diesen auch noch das Andienungsrecht des (älteren) Börsengesetzes zu geben, umso weniger, als das (neuere) Fusionsgesetz keinen entsprechenden Vorbehalt enthält. Abschliessend soll überprüft werden, wie gegebenenfalls die Angebots-

² Zu den allgemeinen Voraussetzungen der Angebotspflicht, vgl. BERNET ROBERT, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998, 215 ff.; DIETZI HANSPETER/LATOUR SANDRA, Schweizerisches Börsenrecht, Basel et al. 2002, 97 f.; HOFSTETTER KARL, in: VOGT NEDIM/PETER/WATTER ROLF (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel et al. 1999, Art. 32 Rz 6 ff.; KISTLER PASCAL M., Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Zürich 2001, 132 ff.; KÜNG MANFRED/HUBER FELIX M./KÜSTER MATTHIAS, Kommentar zum Börsengesetz, Band II, Zürich 2004, Art. 32 Rz 1 ff.

³ Da der Hauptaktionär seine Angebotspflicht mit eigenen Aktien erfüllen kann, ist die Problematik bei einem kotierten Hauptaktionär weniger einschneidend. Allerdings kann es durchaus sein, dass der Hauptaktionär die von ihm kontrollierte Gesellschaft mit separater Kotierung aufrechterhalten will, wofür im Einzelfall durchaus gute Gründe sprechen können – dann müssen ebenfalls Wege gesucht werden, die Angebotspflicht zu vermeiden.

⁴ Vgl. hierzu unten, II.

⁵ Vgl. hierzu unten, II.

⁶ Vgl. hierzu unten, III.

⁷ Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003, SR 221.301 (nachfolgend „Fusionsgesetz“ oder „FusG“ genannt).

pflicht – sollte sie dennoch bestehen – im Rahmen von Fusionen vermieden werden kann⁸.

II. Ausgangslage

Es gibt drei typische Situationen, in welchen die Anwendung der börsenrechtlichen Angebotspflicht bei der Durchführung einer Fusion zu Problemen führen kann⁹:

Situation 1:

Der erste Fall ist derjenige der Fusion zwischen einer börsenkotierten und einer nicht börsenkotierten schweizerischen Aktiengesellschaft, bei der die Kotierung der kotierten Gesellschaft aufrecht erhalten und somit die nicht kotierte von der kotierten Gesellschaft absorbiert werden soll. Sofern in solch einem Fall die nicht kotierte Gesellschaft von einem Hauptaktionär beherrscht wird, der nach der Fusion mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte der kotierten Gesellschaft halten wird, die Statuten der kotierten Gesellschaft jedoch keine Opting out-Klausel enthalten, könnte dieser Hauptaktionär nach Vollzug der Fusion gegenüber sämtlichen Aktionären angebotspflichtig werden¹⁰.

Situation 2:

Ein weiterer Fall ist derjenige der Absorptionsfusion zwischen zwei börsenkotierten schweizerischen Aktiengesellschaften, wobei die übertragende Gesellschaft von einem Hauptaktionär beherrscht wird, der nach der Fusion mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte der übernehmenden Gesellschaft halten wird, die Statuten der übernehmenden Gesellschaft jedoch keine Opting out-Klausel enthalten¹¹. Sofern eine andere Strukturierung ausgeschlossen ist (d.h. insbesondere die Fusion in die „andere Richtung“, z.B. aus Steuergründen¹², nicht

⁸ Vgl. hierzu unten, IV. und V.

⁹ Zur grundsätzlichen Frage, ob die Angebotspflicht im Rahmen einer Fusion überhaupt Anwendung findet, vgl. unten, III.

¹⁰ Sofern Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion anwendbar ist (vgl. hierzu unten, III.).

¹¹ In diesem Fallbeispiel ist davon auszugehen, dass der Hauptaktionär der übertragenden Gesellschaft vor der Fusion von einem Grandfathering profitiert hat und deshalb gegenüber den Aktionären der übertragenden Gesellschaft bis anhin nicht angebotspflichtig geworden ist.

¹² Im Vordergrund steht hier die Problematik des Nennwertzuwachses nach Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG.

möglich ist), könnte auch hier der Hauptaktionär nach Vollzug der Fusion gegenüber sämtlichen Aktionären angebotspflichtig werden¹³.

Situation 3:

Der dritte Fall, in dem typischerweise die Angebotspflicht zu Problemen führen kann, ist derjenige der (wirtschaftlichen, im Einzelfall auch technischen) Fusion zwischen einer börsenkotierten schweizerischen Aktiengesellschaft und einer ausländischen Gesellschaft, bei der die ausländische von der schweizerischen Gesellschaft übernommen¹⁴ oder absorbiert werden soll¹⁵. Sofern in solch einem Fall die ausländische Gesellschaft von einem Hauptaktionär beherrscht wird, der nach der Fusion mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte der schweizerischen Gesellschaft halten wird, die Statuten der schweizerischen Gesellschaft jedoch keine Opting out-Klausel enthalten, kann dieser Hauptaktionär nach Vollzug der Fusion gegenüber sämtlichen Aktionären angebotspflichtig werden, bzw. wird die Transaktion – wenn dies so ist – nur in der „umgekehrten Richtung“ stattfinden können¹⁶ und die ausländische Gesellschaft zur Obergesellschaft oder zur überlebenden Gesellschaft. Die Schweiz würde damit einen volkswirtschaftlich interessanten Konzernleitungssitz verlieren.

All diesen Fällen ist gemeinsam, dass es sich um Transaktionen handelt, bei der die übertragende Gesellschaft von einem Hauptaktionär beherrscht wird, der auf Grund spezieller Umstände gegenüber den Aktionären „seiner“, d.h. der übertragenden Gesellschaft trotz seines hohen Stimmenanteils bis anhin nicht angebotspflichtig wurde. Eine weitere Gemeinsamkeit ist, dass die Transaktionsstruktur jeweils auf Grund spezieller Gründe – so z.B. Steuergründen – nicht oder nur mit hohen Kosten abgeändert werden kann oder – wie in Situation 3 – eine andere Struktur zwar möglich ist, diese aus Schweizer Sicht aber denkbar ungünstig sein kann.

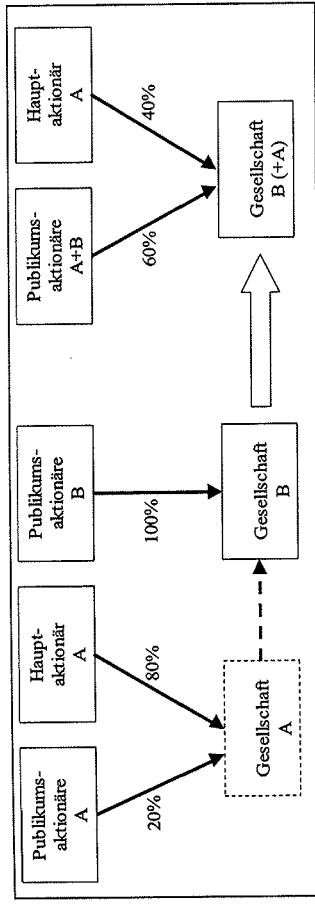
¹³ Sofern Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion anwendbar ist (vgl. hierzu unten, III.).

¹⁴ Praktisch stehen Tauschangebote statt internationaler Fusionen (vgl. hierzu Art. 163a und Art. 163c IPRG, die durch das Fusionsgesetz eingefügt wurden) im Vordergrund – die Problemstellung ist aber derjenigen der Fusion verwandt.

¹⁵ Grund der Transaktionsstruktur ist, dass der Sitz der fusionierten Gesellschaft in der Schweiz bleiben soll, praktisch oft aus steuerlichen Überlegungen oder weil sich die Schweiz als Konzernleitungssitz internationaler Unternehmen eignet.

¹⁶ In aller Regel kennt das ausländische Recht keine dem Schweizer Recht vergleichbare Regelung über die Angebotspflicht.

Graphisch kann das Grundmuster all dieser Situationen wie folgt dargestellt werden¹⁷:



Sofern in solchen Fällen keine Möglichkeit bestehen sollte, die Angebotspflicht des Hauptaktionärs nach Vollzug der Fusion zu vermeiden, hätte dies normalerweise gravierende Folgen: Entweder wird die Transaktion gar nicht durchgeführt, da weder der Hauptaktionär, noch die übrigen an der Transaktion beteiligten Parteien ein Interesse an einer Übernahme des gesamten Aktienkapitals der fusionierten Gesellschaft durch den Hauptaktionär haben, bzw. selbst bei einem Interesse die nötigen Mittel fehlen werden, oder die beteiligten Parteien versuchen, einen Weg zu finden, die Transaktion nicht in der Schweiz sondern im Ausland durchzuführen, z.B. durch Gründung einer Newco in Luxembourg, die ein Tauschangebot für beide Gesellschaften macht.

Mit einer der obengenannten Situationen konfrontiert, wird sich der Praktiker somit zwei grundlegende Fragen stellen:

1. Ist Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion nach Schweizer Recht (oder eines internationalen Aktientausches, bei dem die Schweizer Gesellschaft überlebt, bzw. ihre Aktien zum Tausch anbietet) überhaupt anwendbar?¹⁸
2. Falls ja, gibt es Möglichkeiten, die Angebotspflicht zu vermeiden, ohne dass die Transaktion ins Ausland verlegt werden muss?¹⁹

¹⁷ Der Einfachheit halber wird in der Graphik von einem Werteverhältnis der fusionierenden Gesellschaften von 50% zu 50% ausgegangen.

¹⁸ Vgl. hierzu unten, III.

¹⁹ Vgl. hierzu unten, IV. und V.

III. Anwendbarkeit von Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion

1. Bisherige Entscheide

Die Frage, ob Art. 32 BEHG im Rahmen von Fusionen Anwendung findet, wurde bis anhin in der (richterlichen) Rechtsprechung nicht behandelt; hingegen hat sich die Übernahmekommission mit dieser Frage bereits beschäftigt, wobei eine Durchsicht der entsprechenden Empfehlungen zeigt, dass sich auch die Übernahmekommission noch nicht in grundsätzlicher Weise mit dieser Problematik auseinandergesetzt hat.

Zum ersten Mal hat die Übernahmekommission die Frage im Rahmen des Zusammenschlusses der Flughafendirektion Zürich und der Flughafen-Immobilien-Gesellschaft im Jahre 1999/2000 behandelt²⁰. Auf Anfrage der an diesem Zusammenschluss beteiligten Parteien hatte der Präsident der Übernahmekommission mit Auskunft vom 25. Februar 1999 den Parteien mitgeteilt, dass Art. 748 bzw. 749 OR den Sachverhalt der Fusion abschliessend regle, weshalb das Überschreiten der Schwelle von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte auf dem Weg über eine aktienrechtliche Fusion keine Angebotspflicht im Sinne von Art. 32 BEHG auslöse²¹. Ein Jahr nach dieser Auskunft hat jedoch die Übernahmekommission – noch immer im Rahmen des Zusammenschlusses der Flughafendirektion Zürich und der Flughafen-Immobilien-Gesellschaft – in ihrer Empfehlung vom 23. Februar 2000 festgehalten, dass es nicht selbstverständlich sei, dass das Überschreiten der Schwelle von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte auf dem Weg der aktienrechtlichen Fusion keine Angebotspflicht auslöse²². Die Frage, ob in solchen Fällen eine Angebotspflicht bestehe, liess die Übernahmekommission jedoch offen, da zu jenem Zeitpunkt keine Fusion

zwischen der Flughafendirektion Zürich und der Flughafen-Immobilien-Gesellschaft mehr zur Diskussion stand, sondern die Einbringung der Flughafendirektion Zürich in die Flughafen-Immobilien-Gesellschaft durch Sachinlagekapitalerhöhung²³. Die Übernahmekommission führte aus, dass – im Gegensatz zur Fusion nach Art. 748 bzw. 749 OR, bei welcher die künftige Aktionärsstellung in der annektierten Gesellschaft lediglich die Fortführung der früheren Aktionärsstellung darstelle – bei einer Sacheinlagekapitalerhöhung Aktien im Tausch gegen die Sacheinlage neu erworben würden, und ein solcher Erwerb damit klar unter den Begriff des „Erwerbs“ von Art. 32 Abs. 1 BEHG falle²⁴. Die Übernahmekommission betrachtete die Problematik somit ausschliesslich unter dem Blickwinkel der Auslegung des Begriffs des „Erwerbs“ von Art. 32 Abs. 1 BEHG und ging nicht weiter auf die grundlegende Frage ein, ob der Sachverhalt der Fusion durch Art. 748 bzw. 749 OR abschliessend geregelt wird.

Zum zweiten – und soweit ersichtlich letzten Mal – hat sich die Übernahmekommission im Jahre 2004 mit der Frage auseinandergesetzt, ob Art. 32 BEHG auch im Rahmen von Fusionen anwendbar sei und anlässlich des Zusammenschlusses der Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA und der Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA²⁵ folgende Passage in ihrer Empfehlung veröffentlicht: „*En ce qui concerne l'application de l'art. 32 LBVM et l'obligation de présenter une offre, la manière dont un changement de contrôle intervient ne joue généralement pas de rôle. Seul le résultat de la transaction est en principe décisif. Ainsi, si au terme de la fusion un actionnaire individuel ou un groupe d'actionnaires au sens de l'art. 27 OBVM-CFB devait (indirectement) détenir nouvellement plus de 33 1/3 % des droits de vote [...], il*

20

Die Flughafen-Immobilien-Gesellschaft („FIG“) war eine börsenkotierte gemischtwirtschaftliche Aktiengesellschaft, die zu 23.2% durch den Kanton Zürich gehalten wurde. Die Flughafendirektion Zürich („FDZ“) war eine unselbständige öffentliche Anstalt und war damit Bestandteil des Vermögens des Kantons Zürich. Die FIG und die FDZ planten gestützt auf das Luftabgabengesetz vom 12. Juli 1999 eine Fusion (Annexion der FDZ durch die FIG oder Kombinationsfusion), was zur Folge gehabt hätte, dass der Kanton Zürich an der FIG bzw. der neuen Gesellschaft über 33 1/3 der Stimmrechte gehalten hätte. Vgl. hierzu Empfehlung der Übernahmekommission vom 23. Februar 2000 in Sachen Zusammenschluss Flughafen-Direktion Zürich und Flughafen-Immobilien-Gesellschaft (sämtliche Empfehlungen der Übernahmekommission sind im Internet verfügbar unter www.copa.ch/intro_de.html).

21

Empfehlung der Übernahmekommission vom 23. Februar 2000 in Sachen Zusammenschluss Flughafen-Direktion Zürich und Flughafen-Immobilien-Gesellschaft, Sachverhalt lit. E.

22

Empfehlung der Übernahmekommission vom 23. Februar 2000 in Sachen Zusammenschluss Flughafen-Direktion Zürich und Flughafen-Immobilien-Gesellschaft, Erw. 2.

23

Anstatt mittels der geplanten Fusion wurde der Zusammenschluss von FIG und FDZ wie folgt durchgeführt: Die FIG erhöhte ihr Aktienkapital durch Emission neuer Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechts. Der Kanton Zürich zeichnete den gesamten Erhöhungsbetrag und liberierte die neuen Aktien mittels Einbringung der FDZ. Dies hatte zur Folge, dass der Kanton Zürich neu 78.1% der Stimmrechte der FIG hielt.

24

Empfehlung der Übernahmekommission vom 23. Februar 2000 in Sachen Zusammenschluss Flughafen-Direktion Zürich und Flughafen-Immobilien-Gesellschaft, Erw. 2.

25

Empfehlung der Übernahmekommission vom 15. April 2004 in Sachen Zusammenschluss Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA und Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA.

*faudrait considérer que la transaction entraîne un changement de contrôle pour les actionnaires minoritaires.*²⁶

Diese Empfehlung macht deutlich, dass die Übernahmekommission es heute als selbstverständlich ansieht, dass Art. 32 BEHG auch im Rahmen von Fusionen Anwendung findet. Sie stellt sich nämlich auf den Standpunkt, dass es nicht darauf ankomme, auf welche Art und Weise ein Kontrollwechsel eintrete; entscheidend sei alleine das Resultat des Eintrittes eines Kontrollwechsels.

2. Kritik

Die Auffassung der Übernahmekommission, dass Art. 32 BEHG im Rahmen von Fusionen Anwendbarkeit finden soll, ist unseres Erachtens sowohl auf Grund der ratio legis von Art. 32 BEHG als auch auf Grund der im Fusionsgesetz eingebaute Schutzmechanismen abzulehnen.

In seiner Botschaft zum Börsengesetz hat der Bundesrat zur Begründung der Einführung der Angebotspflicht im schweizerischen Recht festgehalten, dass dadurch „den Minderheitsaktionären die Möglichkeit [gegeben werden soll], sich gegen die Beherrschung ihrer Gesellschaft durch eine neue Aktionärsgruppe, die für die Unternehmenspolitik erhebliche Veränderungen mit sich bringen könnte, zu schützen. Zudem kommt der Verkauf einer beherrschenden Beteiligung einem indirekten wie wirtschaftlichen Verkauf der Gesellschaft selbst gleich, auch wenn der betreffende Aktionär dabei juristisch gesehen nur seine eigenen Beteiligungspapiere veräussert. Die Minderheitsaktionäre müssen die Möglichkeit haben, sich ihm anzuschliessen.“²⁷ Wie der Botschaft zu entnehmen ist, liegt die ratio legis der in Art. 32 BEHG festgehaltenen Angebotspflicht somit im Minderheitenschutz und im aktienrechtlichen Gleichbe-

²⁶

Der Zusammenschluss zwischen der Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA und Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA war dergestalt strukturiert, dass in einem ersten Schritt jede Gesellschaft eine Subholding gegründet hätte, welche mittels öffentlichen Übernahmeangebots ihre jeweilige Muttergesellschaft übernommen hätte. In einem zweiten Schritt hätten die beiden neuen (Sub-)Holdinggesellschaften im Rahmen einer Kombinationsfusion fusioniert. Diese Kombinationsfusion hätte erst nach Inkrafttreten des Fusionsgesetzes stattfinden sollen (siehe Empfehlung der Übernahmekommission vom 15. April 2004 in Sachen Zusammenschluss Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA und Société du Gaz de la Plaine du Rhône SA, Erw. 1.3.).

²⁷

Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, Ziff. 25.9 (BBl 1993 I 1417).

handlungsprinzip²⁸. Die Minderheitsaktionäre sollen im Falle eines Kontrollwechsels die Möglichkeit haben, aus ihrer Investition zu einem fairen Preis auszusteiern²⁹. Geschützt werden soll das Vertrauen des Minderheitsaktionärs in die Kontinuität der Aktionärsstruktur, sprich das Vertrauen in die bestehenden Machtverhältnisse zum Zeitpunkt seiner Investition³⁰. Anders gesagt sollte gemäss der ratio legis die Angebotspflicht also nur in Bezug auf jene Minderheitsaktionäre Anwendung finden, die sich tatsächlich nach einem Kontrollwechsel neuen Beherrschungsverhältnissen gegenüber sehen.

In den eingangs aufgezeigten Situationen werden die Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft sowohl vor wie auch nach der Durchführung der jeweiligen Fusion vom gleichen Hauptaktionär dominiert³¹. Es findet aus Sicht dieser Minderheitsaktionäre keine Änderung der Beherrschungsverhältnisse und somit kein Kontrollwechsel statt, weshalb sich die Anwendung von Art. 32 BEHG zumindest in Bezug auf diese Aktionäre von vornherein nicht rechtfertigen lässt³². Da sich die Angebotspflicht von Art. 32 BEHG gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK jedoch zwingend auf sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken muss³³, erhalten die Minderheitsaktionäre der über-

²⁸

Dass die Minderheitsaktionäre die Möglichkeit haben, sich dem verkaufenden Hauptaktionär anzuschliessen und somit dem Kontrollwechsel nicht ungeschützt ausgeliefert sind, stellt den minderheitenschutzrechtlichen Aspekt der börsenrechtlichen Angebotspflicht dar. Dass auf Grund der Angebotspflicht die Kontrollprämie nicht nur dem verkaufenden Hauptaktionär zugute kommt, sondern auf Grund der in Art. 32 Abs. 4 BEHG enthaltenen Preisvorschriften unter allen Aktionären verteilt wird, stellt den gleichbehandlungsrechtlichen Aspekt der börsenrechtlichen Angebotspflicht dar, wobei jedoch dieser Aspekt durch die Zulässigkeit einer Kontrollprämie in Höhe von 33 1/3% etwas relativiert wird (Art. 32 Abs. 4 BEHG). Vgl. hierzu: BGE vom 2. Juli 2001 in Sachen Baumgartner Papiers Holdings S.A., 2A.394/2000, Erw. 3.b.; BERNET (FN 2), 211 ff.; BÖCKLI PETER, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, in BJM, 1998, 257; HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 2; KISTLER (FN 2), 132; KÜNG/HUBER/KÜSTER (FN 2), Art. 32 Rz 1; RUDOLF TSCHÄNI, Die Gruppe im Übernahmerecht – „Are we really all one?“, in: RUDOLF TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 191; HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, in: Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SWZ Sondernummer 1997, 45 f.

²⁹

TSCHÄNI (FN 28), 191.

³⁰

HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 3.

³¹

Vgl. hierzu oben, II.

³²

Durch eine Fusion wird die Position der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft üblicherweise sogar gestärkt, da sich die Beteiligung des Hauptaktionärs durch die Fusion in aller Regel verwässert.

³³

Anderer Meinung ist KARL HOFSTETTER, der in solchen Fällen die Angebotspflicht des Hauptaktionärs auf die Aktionäre derjenigen Gesellschaft beschränken möchte, bei welcher der Hauptaktionär bisher keine oder weniger als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte besass (vgl.

tragenden Gesellschaft – falls man an einer Angebotspflicht festhalten will – die Möglichkeit, aus ihrer Investition auszusteiigen, ohne dass sie mit einem Kontrollwechsel konfrontiert wären.

Während aus Sicht der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft kein Kontrollwechsel stattfindet und somit die Anwendung der Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG bezüglich ihnen nicht gerechtfertigt ist, findet aus Sicht der Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft hingegen ein Kontrollwechsel statt³⁴. Zumindest in bezug auf diese Aktionäre scheint deshalb auf den ersten Blick die Anwendung von Art. 32 BEHG unter dem Gesichtspunkt der ratio legis, insbesondere des Minderheitenschutzes, im Rahmen einer Fusion gerechtfertigt.

Es darf aber nicht übersehen werden, dass nicht nur das Börsengesetz, sondern auch das Fusionsgesetz Minderheitenschutzregeln vorsieht. So müssen gemäss Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und die Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktienwerts der Fusion zustimmen. Damit die in den eingangs aufgezeigten Situationen beschriebenen Fusionen durchgeführt werden können, muss somit ein Grossteil der Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft der Fusion und indirekt auch dem durch die Fusion verursachten Kontrollwechsel zustimmen. Es ist nun aber nicht ersichtlich, weshalb die Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft, welche der Fusion und somit auch dem Kontrollwechsel zugestimmt haben, vor eben diesem Kontrollwechsel geschützt werden sollen. Auch bezüglich dieser Aktionäre ist deshalb unseres Erachtens die Anwendung der Angebotspflicht klarerweise nicht gerechtfertigt.

Die Anwendung von Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion erscheint somit sowohl bezüglich der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft, wie auch der Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft, die der Fusion zugestimmt haben, als nicht gerechtfertigt. Einzig zum Schutze derjenigen Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft, welche die Fusion abgelehnt haben, könnte sich folglich die Anwendung von Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion rechtfertigen. Un-

hierzu HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 7). Eine solch selektive Anwendung der Angebotspflicht ist nach unserer Auffassung weder mit dem klaren Wortlaut von Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK, noch mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar.

³⁴ Während vor Durchführung der Fusion keiner der Aktionäre der absorbierenden Gesellschaft über 33 1/3 Prozent der Stimmrechte auf sich vereinigte, besitzt nach der Fusion der frühere Hauptaktionär der übertragenden Gesellschaft über 33 1/3 Prozent der Stimmrechte der absorbierenden Gesellschaft.

seres Erachtens ist aber auch bezüglich dieser Aktionäre die Anwendung von Art. 32 BEHG im Rahmen von Fusionen nicht angezeigt, weder unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes, noch unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsprinzips. Der Gesetzgeber hat in Art. 18 FusG im Sinne eines Minderheitenschutzes abschliessend bestimmt, in welchem Umfang die Zustimmung der Aktionäre der beteiligten Gesellschaften zu einer Fusion notwendig ist. Er hat mit Art. 105 FusG (Klage auf Ausgleichszahlung) einen weiteren Schutzmechanismus eingebaut, der – zusammen mit der Möglichkeit, über die Börse praktisch immer aus der Investition aussteigen zu können³⁵ – die nichtzustimmenden Minderheitsaktionäre weitgehend vor ungerechtfertigten finanziellen Konsequenzen der Fusion schützt. Ein weitergehender Minderheitenschutz hat der Gesetzgeber als nicht notwendig betrachtet, weder explizit³⁶ noch implizit³⁷. Die Anwendung von Art. 32 BEHG ist somit unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes nicht gerechtfertigt. Aber auch unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsprinzips besteht keine Notwendigkeit, Art. 32 BEHG im Rahmen von Fusionen zur Anwendung zu bringen. Im Gegensatz zur klassischen Übernahme situation, in welcher ein Grossaktionär sein Aktienpaket an einen neuen Grossaktionär verkauft, und dem Minderheitsaktionär im Sinne des (wenn auch

³⁵ Bei den vom Aktionär gehaltenen Aktien handelt es sich um an der Börse gehandelte und somit liquide Titel. Ein Aktionär hat somit jederzeit die Möglichkeit aus seiner Investition auszusteiigen, falls er den Kontrollwechsel nicht akzeptieren will. Würde man dazu noch von einem relativ effizienten Markt ausgehen (vgl. hierzu statt vieler: EUGENE F. FAMA, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance 25 [1970], 383 ff.; ROLF WATTER, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990, 110 ff.), so entspräche auch der Preis, den sie bei einem Verkauf an der Börse für ihre Aktien erhalten würden, nahezu dem wahren Wert derselben, womit den Aktionären jederzeit – auch ohne Angebotspflicht – ein Ausstieg aus ihrer Investition zu einem fairen Preis möglich wäre.

³⁶ Das (neuere) Fusionsgesetz hat die Anwendung der Vorschriften des (älteren) Börsengesetzes nicht explizit vorbehalten, dies etwa im Gegensatz zu den Vorschriften des (ebenfalls älteren) Kartellgesetzes (vgl. hierzu Art. 1, 22, 52 und 73 FusG).

³⁷ Dass die fusionsgesetzliche Regelung abschliessend ist, ergibt sich u.E. aus Art. 7 und 18 FusG. In Art. 7 FusG wird der Anspruch auf die Kontinuität der Mitgliedschaft und auf ein angemessenes Umtauschverhältnis begründet, während in Art. 18 FusG ausführlich die einzelnen Mehrheiten, die für den Fusionsbeschluss zu beachten sind, aufgeführt werden, wobei dies teilweise bis zum Erfordernis der Einstimmigkeit reicht. Dies stellt ein geschlossenes System dar, welches (zusammen mit Art. 105 FusG) die einzelnen Gesellschaftler im Rahmen einer Fusion so weit als notwendig und praktikabel schützt. Würde man nun aber Art. 32 BEHG im Rahmen des Fusionsgesetzes zur Anwendung bringen, so würde dies zur Folge haben, dass in der Praxis in den eingangs aufgezeigten Situationen die Zustimmung von sämtlichen Aktionären zum Fusionsbeschluss notwendig wäre, obwohl eine solches Zustimmungserfordernis gerade nicht in Art. 18 FusG vorgesehen ist, da ein einzelner Aktionär, der sich an der Generalversammlung gegen die Fusion ausgesprochen hat, verlangen könnte, dass der Hauptaktionär seiner Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG nachkommen müsse.

relativierten³⁸) Gleichbehandlungsprinzips auf Grund von Art. 32 BEHG und der börsengesetzlichen Preisvorschriften ermöglicht werden soll, zu vergleichbaren finanziellen Konditionen wie der Grossaktionär aus seiner Investition auszusteuern, so dass die Kontrollprämie auf alle Aktionäre verteilt wird (wenn auch nicht notwendigerweise gleichmässig), findet bei der Fusion gar kein Aktienverkauf statt. Die Anwendung von Art. 32 BEHG ist somit auch unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsprinzips nicht angezeigt.

3. Fazit

Die Anwendung von Art. 32 BEHG im Rahmen von Fusionen rechtfertigt sich weder unter dem Aspekt der ratio legis der börsenrechtlichen Angebotspflicht (Minderheitenschutz und – relativierte – Gleichbehandlungspflicht) noch im Hinblick auf die im Fusionsgesetz enthaltenen Schutzvorschriften zu Gunsten der Minderheitsaktionäre. Eine Anwendung von Art. 32 BEHG im Rahmen einer Fusion ist somit abzulehnen³⁹.

Analoges muss u.E. gelten (vgl. die Situation 3 vorne), wenn eine kotierte schweizerische Aktiengesellschaft eine ausländische mittels Aktientausch übernimmt, da auch diesfalls (wegen Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 und 6 OR) die Aktionäre der hiesigen Gesellschaft dem Kontrollwechsel mit einer Zweidrittelmehrheit zustimmen müssen, und die Art. 752 ff. OR im Zusammenspiel mit den Schutzvorschriften über die Sacheinlage (Art. 652c in Verbindung mit Art. 628 OR, ferner Art. 652e und 652f OR) und der börslichen Verkaufsmöglichkeit

³⁸

Vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG, der eine Kontrollprämie bis zu 33 1/3% zulässt.

³⁹

In der Literatur finden sich nur wenige Aussagen zu dieser Problematik, wobei die meisten noch vor dem Erlass des Fusionsgesetzes gemacht wurden. Gemäss HANS CASPAR VON DER CRONE wird in der gesetzlichen Regelung der Fusion dem wichtigsten Anliegen des Börsengesetzes, nämlich der Gleichbehandlung der Aktionäre umfassend Rechnung getragen, so dass davon ausgegangen werden kann, dass Art. 748 und Art. 749 die Fusion abschliessend regeln und in diesem Bereich Art. 32 BEHG nicht zur Anwendung kommt (siehe VON DER CRONE [FN 28], 55). Anderer Meinung ist hingegen KARL HOFSTETTER, der nur für den Fall, dass der Hauptaktionäre bereits vor der Fusion mehr als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte bei der fusionierter Gesellschaften hielt, die Angebotspflicht ausschliessen möchte. Sofern jedoch ein Hauptaktionär vor der Fusion nur an einer der fusionierten Gesellschaften über 33 1/3 Stimmrechte hielt, soll er angebotspflichtig werden, jedoch beschränkt auf die Aktionäre derjenigen Gesellschaft, bei welcher der Hauptaktionäre zuvor keine oder weniger als 33 1/3 Prozent der Stimmrechte hielt (siehe HOFSTETTER [FN 2], Art. 32 Rz 7). SEBASTIAN BURCKHARDT hingegen, scheint – gleich wie die Autoren der vorliegenden Abhandlung – der Auffassung zu sein, dass die Angebotspflicht im Rahmen einer Fusion nicht zur Anwendung gelangt (siehe SEBASTIAN BURCKHARDT, in: Zürcher Kommentar zum FusG, Zürich 2004, Art. 7 Rz 26).

den Minderheitsaktionären genügend Schutz bieten. Zugegebenermassen ist die rechtstechnische Herleitung hier etwas schwieriger, als bei der (nationalen) Fusion: eine andere Auslegung würde aber ganz einfach dazu führen (speziell dann, wenn man auch kein Opting out erlaubt und keine Ausnahmebewilligung gewähren will, dazu sogleich), dass solche Zusammenschlüsse dann einfach in der „umgekehrten Richtung“ vollzogen werden, womit die Schweiz einen Konzernsitz verliert, und die Minderheitsaktionäre, die nicht andienen wollen, auch nicht besser fahren.

Da jedoch die Übernahmekommission die gegensätzliche Auffassung zu vertreten scheint, somit Art. 32 BEHG auch im Rahmen von Fusionen offenbar Anwendung finden soll, und wenig darauf hindeutet, dass die Übernahmekommission ihre Haltung ändern wird, muss der vorsichtige Praktiker davon ausgehen, dass das Überschreiten des Schwellenwertes im Rahmen einer Fusion grundsätzlich eine Angebotspflicht oder zumindest eine negative Empfehlung der Übernahmekommission auslöst.

IV. Vermeidung der Angebotspflicht

Ist (entgegen der hier vertretenen Ansicht) die Angebotspflicht auch im Rahmen von Fusionen anwendbar, so stellt sich die Frage, ob es eine Möglichkeit gibt, diese Angebotspflicht in den eingangs aufgezeigten Situationen zu vermeiden, ohne die Transaktion ins Ausland zu verlegen. Zwei Varianten scheinen auf den ersten Blick möglich zu sein: (1) die Aufnahme einer Opting out-Klausel in die Statuten der absorbierenden Gesellschaft oder (2) das Erlangen einer Ausnahmebewilligung.

1. Opting out

Gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG kann eine Gesellschaft vor der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere in ihren Statuten festlegen, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach den Artikeln 32 und 52 BEHG verpflichtet ist. Gemäss Absatz 3 desselben Artikels kann eine Gesellschaft eine solche Bestimmung jederzeit (somit nach ihrer Kotierung) in ihre Statuten aufnehmen, sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Artikel 706

OR bewirkt. Eine solche Bestimmung wird gemeinhin als Opting out-Klausel bezeichnet⁴⁰.

In ihren Entscheiden zu Art. 22 Abs. 3 BEHG haben die Eidgenössische Bankkommission und die Übernahmekommission die Möglichkeit, nachträglich (somit nach Kotierung der Gesellschaft) eine Opting out-Klausel in die Statuten aufzunehmen, weitgehend eingeschränkt. Den Grundstein für diese Praxis hat die Eidgenössische Bankkommission in ihrer Verfügung vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holding AG gelegt⁴¹. In diesem Entscheid hat die Eidgenössische Bankkommission festgehalten, dass das Börsengesetz die Ausstiegsmöglichkeiten im Falle von öffentlichen Kaufangeboten abschliessend aufzähle. Neben dem in Art. 22 BEHG vorgesehenen Opting out sei das in Art. 32 BEHG vorgesehene Opting up die einzige Möglichkeit eines partiellen Opting out. Hätte der Gesetzgeber weitere partielle Opting out-Möglichkeiten als zulässig erachtet, so hätte er dies im Gesetz verankert. Da er dies unterliess, müsse davon ausgeschlossen werden, dass er andere Möglichkeiten des partiellen Opting out ausschliessen wollte. Ein Opting out, welches ausdrücklich zugunsten eines oder mehrerer Aktionäre eingeführt werde⁴², stelle

⁴⁰ Das Börsengesetz steht des Weiteren in Art. 32 Abs. 1 die Möglichkeit vor, den Grenzwert bis auf 49 Prozent der Stimmrechte anzuheben. Diese Einschränkung der Angebotspflicht wird gemeinhin als Opting up bezeichnet.

⁴¹ Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankkommission vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG (verfügbar unter www.copa.ch/intro_de.html). Der dieser Verfügung zugrunde liegende Sachverhalt war der folgende: Die Esec Holding AG („Esec“) war eine Aktiengesellschaft, welche sowohl Namenaktien wie auch Inhaberaktien ausgegeben hatte. Sämtliche Namenaktien befanden sich im Besitz von Herrn Nicklaus, die Inhaberaktien waren an der SWX kotiert und befanden sich im Publikumsbesitz. Die Unaxis Holding AG („Unaxis“), welche bereits über einen Drittel der ausstehenden Inhaberaktien erworben hatte, erhielt von Herrn Nicklaus eine zeitlich beschränkte Option zum Erwerb sämtlicher Namenaktien. Mit Ausübung dieser Option wäre Unaxis zum neuen Mehrheitsaktionär der Esec und somit auch angebotspflichtig geworden. Unaxis und Herr Nicklaus waren jedoch der Auffassung, dass es im Interesse aller Involvierten sei, die Esec als selbständige Publikums-gesellschaft zu erhalten und beabsichtigten deshalb, der Generalversammlung der Esec die Einführung einer ausdrücklich auf die Unaxis lautenden, zeitlich beschränkten Opting out-Klausel gekoppelt an eine gleichzeitige Einführung einer Einheitsnamenaktie vorzuschlagen. Es war vorgesehen, nicht nur die Generalversammlung der Esec, sondern zusätzlich die Minderheitsaktionäre der Esec in einer separaten Anstimmung über die Einführung der Opting out-Klausel entscheiden zu lassen. Die Opting out-Klausel sollte nur eingeführt werden, falls sie an beiden Abstimmungen angenommen würde.

⁴² Diese Art von Opting out wird im Folgenden als formell selektives Opting out bezeichnet.

somit ein gesetzlich nicht vorgesehenes partielles und somit unzulässiges Opting out dar⁴³.

Dieser Entscheid der Eidgenössischen Bankkommission verunmöglicht die Einführung einer Opting out-Klausel bei bereits kotierten Gesellschaften, welche ausdrücklich eine (oder mehrere) Personen als von der Angebotspflicht ausgenommen bezeichnen. Die Eidgenössische Bankkommission äusserte sich aber nicht zur Frage, ob eine generelle Opting out-Klausel, welche sich jedoch faktisch zu Gunsten einer oder mehrere bestimmten Personen auswirkt, ebenfalls unzulässig sei⁴⁴.

Diese Frage wurde vier Jahre später von der Übernahmekommission in ihrer Empfehlung vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG beantwortet. In dieser Empfehlung kam die Übernahmekommission gestützt auf den von der Eidgenössischen Bankkommission statuierten Grundsatz der Unzulässigkeit des partiellen Opting out auf folgenden überraschenden Schluss: „*Geht man von der Unzulässigkeit eines partiellen (selektiven) Opting out aus, dann ist nach Ansicht der Übernahmekommission offensichtlich, dass dies nicht nur für das formell selektive Opting out gelten kann, bei dem der Name des „Be-*

⁴³ Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankkommission vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG, Erw. 3. b. Im Gegensatz zur Eidgenössischen Bankkommission war die Übernahmekommission der Auffassung, dass die vorgesehene Opting out-Klausel zulässig sei. Die Übernahmekommission argumentierte insbesondere, dass das in Art. 22 BEHG vorgesehene generelle Opting out gemäss dem Grundsatz „a maiore minus“ auch die Zulässigkeit des partiellen Opting out einschliesse. Des Weiteren wies die Übernahmekommission darauf hin, dass in vorliegendem Fall durch die Sonderabstimmung der Minderheitsaktionäre dem Minderheitenschutz in optimaler Form Rechnung getragen würde (vgl. hierzu die Stellungnahme der Übernahmekommission an die Eidgenössische Bankkommission vom 13. Juni 2000, verfügbar unter www.copa.ch/intro_de.html). Die Eidgenössische Bankkommission ist aber dieser Auffassung nicht gefolgt. In ihrer Begründung hat sie insbesondere darauf abgestützt, dass – gemäss ihrer Auffassung – das Parlament mit der Einführung der Opting up-Möglichkeit eine partielle Opting out-Möglichkeit bewusst eingeführt habe und auf weitere Opting out-Möglichkeiten verzichtet habe, weshalb das Prinzip „a maiore minus“ im Rahmen des Opting out nicht zur Anwendung kommen könne. Hätte der Gesetzgeber weitere partielle Opting out-Möglichkeiten als zulässig erachtet, so hätte er dies im Gesetz verankert. Da er dies unterliess, müsse davon ausgegangen werden, dass er andere Möglichkeiten des partiellen Opting out ausschliessen wollte (vgl. hierzu Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankkommission vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG, Erw. 3. b). Bezüglich der Sonderabstimmung war die Eidgenössische Bankkommission der Auffassung, dass die aktienrechtliche Grundlage für solch eine Abstimmung fehle, und ferner im Rahmen einer Sonderabstimmung die Interessen der unterliegenden Mehrheit untergehen würden (Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankkommission vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG, Erw. 4. b und d).

⁴⁴ Diese Art von Opting out wird im Folgenden als materiell selektives Opting out bezeichnet.

günstigsten“ des Opting outs in den Statuten explizit genannt wird. Vielmehr muss dies auch für den Fall gelten, bei dem zwar ein formell generelles Opting out eingeführt wird, welches indessen in Tat und Wahrheit im Hinblick auf eine ganz bestimmte Transaktion oder (verdeckt) zugunsten einer ganz bestimmten Person gedacht ist (materielles oder verdeckt selektives Opting out). Ein solcher Sachverhalt entspricht teleologisch dem formell selektiven Opting out. Es gibt keinen Grund, wertungsmässig zwischen einem formell selektiven und einem materiell (verdeckt) selektiven Opting out einen Unterschied zu machen. Die gegenteilige Ansicht würde auf einfache Art und Weise Tür und Tor für Umgehungen öffnen und hätte die Aushöhlung des börsengesetzlichen Minderheitenschutzes zur Folge.“⁴⁵

Die Auffassung der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision ist u.E. abzulehnen. Der Gesetzgeber hat in Art. 22 Abs. 3 BEHG explizit Art. 706 OR als Schranke für die Zulässigkeit der Einführung einer Opting out-Klausel bei einer bereits kotierten Gesellschaft eingeführt. Damit hat der Gesetzgeber sichergestellt, dass eine Opting out-Klausel bei bereits kotierten Gesellschaften nicht zum Zwecke der Bevorteilung eines von der Opting out-Klausel profitierenden (Haupt-)Aktionärs eingeführt werden kann, sondern nur im Interesse der Gesellschaft und dass eine allfällige Bevorteilung eines Aktionärs bloss als notwendiges Mittel zur Erreichung eines im überwiegenden Interesse der Gesellschaft liegenden Zwecks zulässig sein kann⁴⁶. Weitere Schranken zum Schutze der (Minderheits-)Aktionäre wurden durch den Gesetzgeber nicht vorgesehen. Sofern der Entscheidfindungsprozess der Gesellschaft somit sicherstellt, dass durch die Einführung der Opting out-Klausel Art. 706 OR nicht tangiert wird, muss eine solche als zulässig angesehen werden, auch wenn es sich um eine partielle Opting out-Klausel handelt.

Der Argumentation der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision, dass der Gesetzgeber das Börsengesetz als abgeschlossenes System verstanden habe, welches neben dem Opting out keine andere Art des partiellen Opting out zulasse, weder ein formell noch ein materiel selektives,

⁴⁵ Empfehlung der Übernahmekommision vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG, Erw. 3.3.

⁴⁶ Es wäre somit sicherlich nicht zulässig, wenn ein kontrollierender Aktionär kurz vor dem Verkauf seines Aktienpaketes an einen Dritten die Einführung einer Opting out-Klausel durchsetzen würde, z.B. um eine höhere Kontrollprämie zu erhalten. Vgl. hierzu auch BERNET (FN 2), 223, der ausserhalb eines konkreten Übernahmezusammenhangs ein nachträgliches, sachlich begründetes Opting out als zulässig erachtet, falls die Nichtunterstellung unter die Angebotspflicht gesamthaft betrachtet Vorteile bringt.

kann schon alleine aus folgender Überlegung nicht gefolgt werden: Gesellschaften, welche nach ihrer Kotierung eine Opting out-Klausel in ihre Statuten aufnehmen, nehmen eine solche Statutenänderung nur deshalb vor, weil auf Grund einer beabsichtigten oder zumindest bereits angedachten Transaktion die Gefahr besteht, dass ein (jetziger oder zukünftiger) Aktionäre den Grenzwert von 33 1/3 Prozent überschreiten könnte. Es gibt für eine Gesellschaft keinen anderen Grund, nachträglich eine solche Klausel in ihre Statuten aufzunehmen und es wäre in der Tat überraschend, wenn eine Gesellschaft grundlos eine solche Statutenänderung beschliessen würde. Da aber gemäss der Entscheide der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision die nachträgliche Einführung der Opting out-Klausel immer dann als unzulässig erachtet werden muss, wenn diese auch zum Tragen kommt (oder zumindest eine diesbezügliche Möglichkeit besteht), kann eine Opting out-Klausel nur noch in jenen Situationen nachträglich eingeführt werden, in denen eine solche Klausel auf Jahre hinaus keinerlei Wirkung entfaltet⁴⁷. Gemäss den Entscheiden der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision gibt Art. 22 Abs. 3 BEHG somit einer Gesellschaft zwar die Möglichkeit, nach ihrer Kotierung die Angebotspflicht als bei ihr nicht anwendbar zu erklären, dies aber nur, wenn keinerlei Aussicht besteht, dass dieses Opting out in absehbarer Zeit überhaupt Wirkung zeigt. Des weiteren ist bei konsequenter Anwendung der Entscheide der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision auch der in Art. 22 Abs. 3 BEHG enthaltene Verweis auf Art. 706 OR vollkommen unnötig, da wohl in sämtlichen Fällen, in welchen Art. 706 OR durch die Einführung einer Opting out-Klausel tangiert sein könnte, nach Auffassung der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommision die fragliche Opting out-Klausel bereits ausserhalb des geschlossenen Systems des Börsengesetzes sein würde und somit bereits aus gesetzessystematischen Gründen als unzulässig erachten werden müsste. Würde man den Entscheiden der Eidgenössischen Börsenkommision und der Übernahmekommision folgen, würde man somit letztlich annehmen müssen, dass der Gesetzgeber mit Art. 22 Abs. 3 BEHG bewusst einen Artikel in das Börsengesetz aufgenommen hat, der einerseits einen vollkommen nutzlosen Verweis auf Art. 706 OR enthält, und andererseits auch als Gesamtes in der Praxis vollkommen unanwendbar ist. Dass aber der Gesetzgeber einen solchen

⁴⁷

In ihrer Empfehlung vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG, Erw. 3.4 hat sich die Übernahmekommision vorbehalten, eine Opting out-Klausel auf ihre Gültigkeit zu überprüfen, sofern innerhalb von 5 Jahren nach ihrer Einführung ein Aktionär (bzw. eine Aktionärsgruppe) den Grenzwert von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte überschreitet.

anwendbar ist. Dass aber der Gesetzgeber einen solchen „toten Gesetzesbuchstaben“ erlassen wollte ist nicht anzunehmen.

Ob die Übernahmekommission an ihrer Auffassung, dass jede materiell selektive Opting out-Klausel unzulässig sei, festhalten wird, ist zur Zeit noch unklar. So hat sich die Übernahmekommission kurz nach der Veröffentlichung ihrer Empfehlung vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG noch einmal mit der Problematik des Opting out auseinandergesetzt und in ihrer Empfehlung vom 7. Juli 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève folgendes festgehalten: „*Par conséquent, pour qu'une clause d'opting out soit licite, elle doit être matériellement fondée et respecter le principe de proportionnalité[...] Pour être matériellement fondée, la clause d'opting out doit être adoptée dans l'intérêt de la société et non d'actionnaires déterminés. Elle ne doit en particulier pas avoir pour but de favoriser ou de défavoriser certains actionnaires [...]. Quant au critère de proportionnalité, il est respecté si la clause d'opting out est adéquate et nécessaire à répondre à l'intérêt de la société et si les avantages pour la société l'emportent sur les intérêts individuels des actionnaires minoritaires.*“⁴⁸

Diese Empfehlung scheint den in der Empfehlung vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG festgehaltenen Grundsatz, dass eine materiell selektive Opting out-Klausel unzulässig ist, etwas abzuschwächen⁴⁹. Insbesondere scheint die Übernahmekommission bereit zu sein, die ausdrücklich in Art. 22 Abs. 3 BEHG genannte Schranke von Art. 706 OR als Massstab für die Zulässigkeit der Einführung des Opting out heranzuziehen⁵⁰. Nach dem von der

⁴⁸ Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. Juli 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève, Erw. 1.2.2.1.

⁴⁹ Teilweise wurde dies auch als „Präzisierung“ bezeichnet, vgl. MARGIOTTA, ADRIANO/CHABLOZ ISABELLE, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in SZW 4/2005, 199 ff. Dieser Auffassung kann nicht gefolgt werden: Gemäss der Empfehlung der Übernahmekommission vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG ist jede materiell selektive Opting out-Klausel als unzulässig zu betrachten, wobei gemäss Übernahmekommission jede Opting out-Klausel als materiell selektiv gilt, die in Tat und Wahrheit im Hinblick auf eine bestimmte Transaktion oder (verdeckt) zugunsten einer bestimmten Person eingeführt wird. Gemäss dem in der Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. Juli 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève festgehaltenen neuen Prüfungsmuster kann hingegen eine materiell selektive Opting out-Klausel zumindest dann als zulässig erachtet werden, wenn damit ein überwiegendes Gesellschaftsinteresse verfolgt wird.

⁵⁰ Das von der Übernahmekommission in dieser Empfehlung vorgegebene Prüfungsmuster entspricht demjenigen von Art. 706 OR (vgl. hierzu DUBS DIETER/TRUFFER ROLAND, in: HONSELL HEINRICH/VOGT PETER NEDIM/WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar zum

Übernahmekommission in dieser Empfehlung vorgegebenen Prüfungsmuster sollte die Einführung einer materiell selektiven Opting out-Klausel somit in allen Fällen zulässig zu sein, in denen die Einführung einer solchen Klausel durch ein überwiegendes Gesellschaftsinteresse geboten ist. Ob sich die Übernahmekommission in den eingangs aufgezählten Situationen jedoch davon überzeugen lässt, dass ein überwiegendes Gesellschaftsinteresse vorhanden ist, darf bezweifelt werden⁵¹.

Auch wenn die Einführung einer Opting out-Klausel in den Statuten der absorbierenden Gesellschaft in den eingangs aufgezeigten Situationen die ideale Lösung zu sein scheint, muss mit Blick auf die Entscheide der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommission davon ausgegangen werden, dass sich in den meisten Fällen die unerwünschte Angebotspflicht auch auf diesem Wege nicht vermeiden lässt⁵².

2. Ausnahmebewilligung

Das Börsengesetz hat neben der Möglichkeit der Einführung des Opting up und des Opting out vorgesehen, dass die Eidgenössische Bankenkommision Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren kann⁵³. Es stellt sich somit die Fra-

Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, 2. Aufl., Basel et al. 2002, Art. 706 Rz 15).

⁵¹ Dies insbesondere deshalb, weil die Übernahmekommission in ihrer Empfehlung vom 7. Juli 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève die zur Diskussion stehende Opting out-Klausel als gegen Art. 706 OR verstossend qualifiziert hatte, obwohl deren Einführung durch die Generalversammlung *einstimmig* beschlossen wurde. Unseres Erachtens sollte jedoch die Einführung einer Opting out-Klausel in den Statuten der absorbierenden Gesellschaft in den eingangs aufgezeigten Situationen im Hinblick auf Art. 706 OR zulässig sein. Die Einführung des Opting out erfolgt in diesen Situationen nicht zum Zwecke der Bevorteilung des Hauptaktionärs der übertragenden Gesellschaft, sondern einzig um die (im Interesse der Gesellschaft liegende) Fusion zu ermöglichen. Auch ist dem Minderheitenschutz optimal Rechnung getragen, da der Hauptaktionär der übertragenden Gesellschaft beim Entscheid über die Einführung der Opting out-Klausel normalerweise noch nicht Aktionär der absorbierenden Gesellschaft und somit auch noch nicht stimmberechtigt ist.

⁵² Die Zulässigkeit der nachträglichen Einführung einer Opting up-Klausel in den Gesellschaftsstatuten ist nach den gleichen Prinzipien zu entscheiden, wie die nachträgliche Einführung einer Opting out-Klausel. Somit muss auf Grund der Entscheide der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommission davon ausgegangen werden, dass sich die unerwünschte Angebotspflicht auch nicht durch Einführung einer Opting up-Klausel vermeiden lässt.

⁵³ Die Ausnahmebewilligung wird normalerweise von der Übernahmekommission im Rahmen einer Empfehlung „bewilligt“. Zum Verfahren vgl. Art. 35 BEHV-EBK.

ge, ob im Rahmen der eingangs aufgezeigten Situationen die Möglichkeit besteht, eine Ausnahme von der Angebotspflicht zu erlangen.

Die im Börsengesetz vorgesehenen Ausnahmen lassen sich in drei Kategorien unterteilen: (i) zwingende gesetzliche Ausnahmen, (ii) allgemeine Ausnahmen und (iii) besondere Ausnahmen.

Bei den zwingenden gesetzlichen Ausnahmen handelt es sich um die in Art. 32 Abs. 3 BEHG vorgesehenen Sachverhalte, bei welchen die Angebotspflicht *ex ipso* entfällt, ohne dass ein Gesuch um Ausnahmebewilligung oder eine Meldung notwendig wäre⁵⁴. All diesen Ausnahmen ist gemein, dass der Erwerb der Stimmrechte nicht auf einem marktinduzierten Rechtsgeschäft beruht, sondern auf anderen Motiven, oder gar vom Gesetz ausgelöst wird⁵⁵. Im Rahmen der hier eingangs aufgezeigten Situationen ist damit keine der zwingenden Ausnahmen anwendbar.

Die allgemeinen Ausnahmen finden sich in Art. 32 Abs. 2 lit. d und e BEHG sowie in Art. 33 BEHV-EBK, während die besonderen Ausnahmen in Art. 32 Abs. 2 BEHG und Art. 34 BEHV-EBK erwähnt sind⁵⁶. Von all den in Art. 32 BEHG sowie in Art. 33 und 34 BEHV-EBK genannten Sachverhalte kommen realitätsweise nur zwei in Betracht: (i) die Ausnahme bei bloss kurzfristigem Überschreiten des Grenzwertes und (ii) die Ausnahme aus wichtigen Gründen.

Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG sieht vor, dass die Eidgenössische Bankenkommision⁵⁷ bei nur vorübergehender Überschreitung des Grenzwertes eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewähren kann. Grundgedanke dieser Ausnahme ist, dass der Minderheitsaktionär in Situationen, in denen sich das Halten einer den Grenzwert überschreitenden Beteiligung auf einen konkreten Zeitraum eingrenzen lässt, entsprechend disponieren kann und nach dieser Periode keine Kontrollmöglichkeit durch eine bestimmte Person oder Gruppe besteht, womit der Minderheitsaktionär nicht besonders geschützt werden muss. In Anbetracht des Schutzzwecks der Angebotspflicht, insbesondere des Schutzes des Vertrauens

⁵⁴ Erwerb der Stimmrechte durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung.

⁵⁵ HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 26.

⁵⁶ Vgl. hierzu HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 33 ff.

⁵⁷ Vgl. hierzu oben, FN 53.

des Aktionärs in die Kontinuität der Aktionsstruktur⁵⁸, genügt es jedoch nicht, dass die Überschreitung des Grenzwertes bloss vorübergehender Natur ist. Zusätzlich wird verlangt, dass während der Dauer der Grenzüberschreitung kein wesentlicher Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft ausgeübt werden darf⁵⁹. Wie eine Durchsicht der bisherigen Praxis der Übernahmekommission zeigt, kann die Überschreitung von einigen Tagen bis zu über einem Jahr dauern, wobei die Übernahmekommission den jeweiligen Umstände des Einzelfalles Rechnung trägt⁶⁰.

Auch wenn nicht oft Situationen eintreten werden, in welchen die Gewährung der Ausnahme für eine bloss vorübergehende Überschreitung des Grenzwertes es in den eingangs aufgezeigten Konstellationen ermöglichen wird, eine Fusion trotz dem Bestehen der Angebotspflicht durchzuführen, so sind solche Fälle doch nicht undenkbar. Z.B. ist möglich, dass der Hauptaktionär der übertragenden Gesellschaft, der nach Durchführung der Fusion angebotspflichtig würde, sich mit dem Gedanken trägt, seine Beteiligung (z.B. aus Diversifikationsgründen) zu reduzieren, jedoch mit einer solchen Reduktion bis nach der Fusion zuwarten möchte⁶¹. In solchen Fällen könnte die Ausnahmebewilligung für eine bloss vorübergehende Überschreitung des Grenzwertes die Lösung sein.

Die zweite allenfalls anwendbare Ausnahme ist die in Art. 32 BEHG und Art. 34 BEHV-EBK vorgesehenen Ausnahme aus wichtigen Gründen. Es handelt sich dabei um eine Generalklausel, gemäss welcher in „berechtigten Fällen“ bzw. aus „wichtigen Gründen“ eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt werden kann. Das Bundesgericht hat in seinem Entscheid vom 2. Juli 2001 in Sachen Baumgartner Papiers Holdings S.A. festgehalten, dass „berechtigte Fälle“ dann vorliegen, wenn die Überschreitung des Grenzwertes keine

⁵⁸ BGE vom 2. Juli 2001 in Sachen Baumgartner Papiers Holdings S.A., 2A.394/2000, Erw. 3 b; HOFSTETTER (FN 2), Art. 32 Rz 3.

⁵⁹ Empfehlung der Übernahmekommission vom 24. August 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève, Erw. 1.3.1.; Empfehlung der Übernahmekommission vom 29. Oktober 2003 in Sachen SC Turnaround Invest AG, Erw. 2.; Empfehlung der Übernahmekommission vom 26. Juni 2002 in Sachen Tornos Holding, Erw. 2.1.1.1.; Empfehlung der Übernahmekommission vom 25. Juli 2003 in Sachen Von Roll Holding AG, Erw. 2.2.; Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. November 2001 in Sachen Crosair, Aktiengesellschaft für europäischen Regionalluftverkehr, Erw. 1.1.; Empfehlung der Übernahmekommission vom 17. August 2001 in Sachen Netstal-Maschinen AG, Erw. 1.2.

⁶⁰ Vgl. z.B. Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. April 2000 in Sachen Zusammenschluss Flughafen-Direktion Zürich und Flughafen-Immobilien-Gesellschaft, Erw. 3.

⁶¹ Der Verkauf nach der Fusion hat für den Hauptaktionär den Vorteil, dass er nach der Fusion liquidiere Titel hält.

Änderung der Beherrschungsverhältnisse nach sich zieht⁶². Dieser Auffassung des Bundesgerichtes ist auch die Übernahmekommission gefolgt, wobei sie jedoch festgehalten hat, dass *insbesondere* in den Fällen in denen die Überschreitung des Grenzwertes keine Änderung der Beherrschungsverhältnisse nach sich zieht, eine Ausnahme auf Grund der Generalklausel gewährt werden könne⁶³. Des Weiteren hat die Übernahmekommission in ihrer Empfehlung vom 30. August 2002 in Sachen Netstal-Maschinen festgehalten, dass von der Angebotspflicht im Einzelfall befreit werden könne, wenn besondere Verhältnisse vorliegen würden, bei denen die Durchsetzung der gesetzlichen Bestimmungen unverhältnismässig erscheine⁶⁴. Eine Ausnahme bezwecke, im Einzelfall Härten und Unbilligkeiten zu beseitigen, die mit dem Erlass der Regel nicht beabsichtigt gewesen seien. Sodann seien beim Entscheid über eine Ausnahme von der Angebotspflicht die Interessen des Angebotspflichtigen einerseits und der Aktionäre andererseits gegeneinander abzuwägen⁶⁵. Gestützt auf diese Empfehlungen der Übernahmekommission scheint somit die Erteilung einer Ausnahme auch im Falle eines Kontrollwechsels möglich zu sein⁶⁶.

Es stellt sich somit die Frage, ob im Falle einer der eingangs aufgezeigten Situationen mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit damit gerechnet werden kann, dass die Übernahmekommission gestützt auf die in Art. 32 BEHG bzw. Art. 34 BEHV-EBK enthaltene Generalklausel eine Ausnahme gewähren würde. Zumindest scheint es nicht ausgeschlossen, dass die Übernahmekommission im Einzelfall unter Berücksichtigung ihrer in der Empfehlung vom 30. August

⁶² BGE vom 2. Juli 2001 in Sachen Baumgartner Papiers Holdings S.A., 2A.394/2000, Erw. 5.c.

⁶³ Empfehlung der Übernahmekommission vom 8. November 2002 in Sachen Jelmoli Holding AG, Erw. 2.2; Empfehlung der Übernahmekommission vom 26. März 2002 in Sachen Bank Sarasin & Cie, Erw. 2.2.

⁶⁴ Empfehlung der Übernahmekommission vom 30. August 2002 in Sachen Netstal-Maschinen AG, Erw. 2.2.

⁶⁵ Vgl. hierzu oben, FN 64.

⁶⁶ Es darf aber nicht übersehen werden, dass die Eidgenössische Bankenkommission in ihrer Verfügung vom 23. Juni 2000 in Sachen Esac Holding AG und Unaxis Holdings AG in Erwägung 3.b festgehalten hat, dass die in Art. 32 Abs. 2 BEHG und Art. 33 und 34 BEHV-EBK vorgesehenen Ausnahmen Fälle betreffen, bei welchen formell, nicht aber materiell ein Kontrollwechsel vorliege, und dass bei einem materiellen Kontrollwechsel einzig für die Sanierung einer Gesellschaft eine Ausnahme vorgesehen sei. Da es sich in den eingangs aufgezeigten Situationen immer um einen materiellen Kontrollwechsel handelt, besteht somit die Gefahr, dass – sollte die Übernahmekommission im Einzelfall eine Ausnahme als zulässig erachten – die Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission erklärt, selbst in der Sache entscheiden zu wollen und die Gewährung einer Ausnahme verweigert.

2002 in Sachen Netstal-Maschinen festgehaltenen grundsätzlichen Überlegungen zum Schluss kommt, dass es sich angesichts der im Rahmen des Fusionsgesetzes eingeführten Schutzmechanismen, eventuell auch der ökonomischen Wünschbarkeit der Fusion sowie allfälliger weiterer Faktoren rechtfertigt, trotz des materiellen Kontrollwechsels eine Ausnahme zu gewähren. Es gibt jedoch – soweit ersichtlich – keinen Präzedenzfall, so dass es zumindest nicht als sicher angesehen werden kann, dass in den eingangs aufgezeigten Situationen eine Ausnahmewilligung aus wichtigen Gründen gewährt würde⁶⁷.

3. Fazit

Auf Grund der bisherigen Entscheide der Eidgenössischen Bankenkommission und der Übernahmekommission (und immer unter der Annahme, dass entgegen der hier vertretenen Ansicht eine Angebotspflicht grundsätzlich besteht) ist davon auszugehen, dass sich in den meisten Fällen die unerwünschte Angebotspflicht nicht durch die Aufnahme einer Opting out-Klausel in den Statuten der absorbierenden Gesellschaft vermeiden lässt⁶⁸. In seltenen Fällen wird es jedoch möglich sein, die Angebotspflicht des Hauptaktionärs der übertragenden Gesellschaft durch Erlangen einer Ausnahme für eine bloss vorübergehende Überschreitung des Grenzwertes zu vermeiden⁶⁹. Dass auch in anderen Fällen die Übernahmekommission gestützt auf die Generalklausel eine Ausnahmewilligung erteilen wird, kann zwar nicht ausgeschlossen werden, muss aber als zweifelhaft angesehen werden⁷⁰.

V. Kombinationsfusion

Da davon ausgegangen werden muss, dass die Übernahmekommission Art. 32 BEHG auch im Rahmen des Fusionsgesetzes als anwendbar betrachtet⁷¹, und

⁶⁷ Es ist somit unumgänglich in solchen Situationen von der Übernahmekommission unter Darstellung der geplanten Transaktion eine Stellungnahme bezüglich der Gewährung einer Ausnahme zu verlangen, insbesondere auch deshalb, weil damit gerechnet werden muss, dass die Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission die Gewährung einer Ausnahmewilligung in den eingangs aufgezeigten Situationen als unzulässig ansehen wird (vgl. hierzu oben, FN 66).

⁶⁸ Vgl. hierzu oben, IV.1.

⁶⁹ Vgl. hierzu oben, IV.2.

⁷⁰ Vgl. hierzu oben, IV.2.

⁷¹ Vgl. hierzu oben, III.

die Angebotspflicht in den eingangs aufgezeigten Situationen nur in seltenen Fällen entweder durch die Einführung einer Opting out-Klausel oder durch die Erlangung einer Ausnahmebewilligung vermieden werden kann⁷², scheint eine Fusion in den hier besprochenen Konstellation nur schwer durchführbar zu sein.

Die letzte Möglichkeit, die Fusion zu „retten“, ohne sie ins Ausland zu verlegen, scheint somit in den meisten Fällen die Änderung der Transaktionsstruktur von einer Absorptionsfusion in eine Kombinationsfusion⁷³, wobei bereits bei der Gründung der neuen Gesellschaft (und somit technisch vor ihrer Kotierung⁷⁴) eine Opting out-Klausel in die Statuten aufgenommen wird, um damit die Angebotspflicht des Hauptaktionärs zu vermeiden. Eine solche Möglichkeit kann aber nur in Betracht gezogen werden, sofern eine Änderung der Transaktionsstruktur in den eingangs aufgezeigten Fällen sich auf Grund der Umstände auch als machbar erweist⁷⁵.

72

Vgl. hierzu oben, IV.

73

Entweder in der Form der „Doppelannexionsfusion“, wie sie etwa in den Fusionen der Novartis und der UBS verwendet wurde, oder dann durch eine Kombinationsfusion im Sinne von Art. 3 Abs. 1 lit. b FusG.

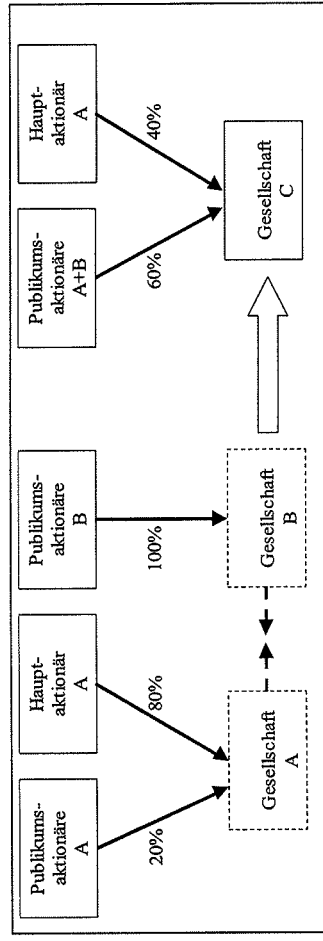
74

Meistens wird die neue Gesellschaft (im folgenden Beispiel die Gesellschaft C) nicht erst mit dem Vollzug der Fusion gegründet (so aber Art. 3 Abs. 1 lit. b i.V.m. Art. 22 Abs. 1 FusG), sondern schon vorher, womit dann rechtstechnisch eine (doppelte) Absorptionsfusion vorliegt.

75

Während eine Absorption in die „umgekehrte Richtung“ (Gesellschaft A absorbiert Gesellschaft B) in den eingangs aufgezeigten Situationen nicht möglich ist (bzw. in Situation 3 zu einer Verlegung der Fusion ins Ausland führt) sollte die Umstrukturierung in eine Kombinationsfusion in Situation 3 und – je nach steuerrechtlichen Überlegungen – wohl auch in Situation 2 möglich sein. Nur die in Situation 1 beschriebene Fusion kann wohl nicht umstrukturiert werden.

Graphisch kann diese Kombinationsfusion wie folgt dargestellt werden⁷⁶:



Voraussetzung dafür, dass durch die Umstrukturierung der Absorptionsfusion in eine Kombinationsfusion in den eingangs aufgezeigten Situationen die angelegte Fusion gerettet werden kann, ist jedoch, dass die Einführung einer Opting out-Klausel bei Gründung und somit vor Kotierung der neuen Gesellschaft zulässig ist, obschon sie sich zugunsten eines bestimmten Aktionärs auswirkt⁷⁷.

Die bis anhin im Zusammenhang mit der Zulässigkeit der Einführung einer Opting out-Klausel ergangenen Entscheide deuten darauf hin, dass auch die Einführung einer materiell selektiven Opting out-Klausel vor Kotierung der Gesellschaft mit rechter Wahrscheinlichkeit als unzulässig angesehen werden wird. Zwar schliesst der in der Verfügung der Eidgenössischen Bankkommission vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG festgelegte Grundsatz, dass das Börsengesetz als geschlossenes System zu verstehen sei, welches die Ausstiegsmöglichkeiten im Falle von öffentlichen Kaufangeboten abschliessend aufzähle und somit neben dem Opting up keine andere Art von (formell) selektivem Opting out zulasse⁷⁸, nicht aus, dass eine materiell selektive Opting out-Klausel zulässig wäre. Die Empfehlung der Übernahmekommission vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG jedoch, welche diesen Grundsatz auf das materiell selektive Opting out

76

Gleich wie in den eingangs aufgezeigten Situationen wird auch hier von einem Werteverhältnis der fusionierenden Gesellschaften von 50% zu 50% ausgegangen.

77

Es würde sich somit um ein materiell selektives Opting out handeln.

78

Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommision vom 23. Juni 2000 in Sachen Esec Holding AG und Unaxis Holdings AG, Erw. 3. b.

ausgedehnt hat⁷⁹, verunmöglicht bei konsequenter Anwendung die Einführung einer materiell selektiven Opting out-Klausel vor der Kotierung einer Gesellschaft. Geht man nämlich – gleich wie die Übernahmekommission in oben genannter Empfehlung – davon aus, dass das Börsengesetz als geschlossenes System sowohl die Einführung des formell, wie auch des materiell selektiven Opting out ausschliesse, kann es keinen Einfluss auf die Zulässigkeit der Opting out-Klausel haben, ob diese vor oder nach der Kotierung der Gesellschaft eingeführt wird.

Das Gesetz selbst indiziert unseres Erachtens jedoch klarerweise, dass die Einführung der materiell selektiven Opting out-Klausel vor der Kotierung einer Gesellschaft zulässig sein muss. Art. 22 Abs. 3 BEHG, der die Zulässigkeit der Einführung der Opting out-Klausel nach Kotierung der Gesellschaft regelt, hat als Zulässigkeitskriterium die Vereinbarkeit der Einführung der Opting out-Klausel mit Art. 706 OR vorgegeben. Art. 706 OR verbietet, die Opting out-Klausel zum Zwecke der Bevorteilung eines einzelnen Aktionärs oder einer Aktionärsgruppe einzuführen. Eine solche Bevorteilung darf bloss ein notwendiges Mittel zur Erreichung des im überwiegenden Interesse der Gesellschaft liegenden Zwecks sein⁸⁰. Art. 22 Abs. 2 BEHG hingegen, der die Zulässigkeit der Einführung der Opting out-Klausel vor der Kotierung der Gesellschaft regelt, verlangt keine Vereinbarkeit der Einführung der Opting out-Klausel mit Art. 706 OR. E contrario ist davon auszugehen, dass im Rahmen der Einführung einer Opting out-Klausel vor Kotierung einer Gesellschaft Art. 706 OR keine Anwendung findet, und somit vor Kotierung einer Gesellschaft eine bewusste Bevorteilung eines Aktionärs durch die Einführung einer Opting out-Klausel zulässig sein muss⁸¹. Selbst wenn man der Auffassung der Eidgenössischen Bankenkommision folgt und das Börsengesetz als geschlossenes System versteht, welches das formell partielle Opting out nicht zulässt, so muss auf Grund des klaren Wortlautes des Gesetzes zumindest vor der Kotierung der Gesellschaft die Einführung einer materiell selektiven Opting out-Klausel in den Statuten zulässig sein.

⁷⁹ Empfehlung der Übernahmekommission vom 3. März 2004 in Sachen Adval Tech Holding AG, Erw. 3.3.

⁸⁰ Vgl. hierzu oben, IV.1.

⁸¹ So auch die herrschende Lehre, vgl. BERNET (FN 2), 222; HOFSTETTER (FN 2), Art. 22 Rz 30; KISTLER (FN 2), 119; KÜNG/HUBER/KUSTER (FN 2), Art. 22 Rz 23; VON DER CRONE (FN 28), 51; eine andere Auffassung wurde jedoch von der Übernahmekommission in ihrer Mitteilung Nr. 2 (Angebotspflicht) vom 21. Juli 1997 vertreten.

Dass die Übernahmekommission diese Auffassung teilen wird, ist nicht sehr wahrscheinlich. Zwar kann auf Grund der Empfehlung der Übernahmekommission vom 7. Juli 2004 in Sachen Société de Gares Frigorifiques et Ports de Francs de Genève gehofft werden, dass die Übernahmekommission dem Wortlaut des Börsengesetzes wieder mehr Beachtung schenken wird. Dennoch ist zu befürchten, dass die Übernahmekommission – selbst wenn sie der Auffassung, dass vor Kotierung einer Gesellschaft ein materiell selektives Opting out zulässig sein sollte, zustimmt – im Rahmen einer Kombinationsfusion, bei welcher zumindest eine der beiden fusionierenden Gesellschaften bereits zuvor börsenkotiert war, von einem Umgehen des Verbots der Einführung einer gegen Art. 706 OR verstossenden, materiell selektiven Opting out-Klausel nach bereits erfolgter Kotierung einer Gesellschaft ausgehen wird. Sollte sich diese Befürchtung bewahrheiten, würde die Durchführung der in den eingangs angezeigten Situationen angedachten Fusionen in der Schweiz nicht, bzw. nur noch in den seltensten Fällen möglich sein.

VI. Fazit

Die Haltung der Übernahmekommission, dass das Übernahmerecht im Sinne der Notwendigkeit eines Pflichtangebotes auch im Rahmen einer Fusion gilt, ist zwar unseres Erachtens auf Grund der im Fusionsgesetz enthaltenen Schutzvorschriften abzulehnen, scheint aber relativ fest verankert zu sein.

Dies hat zur Folge, dass im Falle einer Absorptionsfusion, bei der die übertragende Gesellschaft von einem Hauptaktionär beherrscht wird, der auf Grund bestimmter Umstände, wie z.B. einem Grandfathering, gegenüber den Aktionären der übertragenden Gesellschaft, trotz seines hohen Stimmenanteils bis anhin nicht angebotspflichtig wurde, dieser Hauptaktionär nach Vollzug der Fusion gegenüber sämtlichen Aktionären angebotspflichtig wird, sofern diese Umstände auf Grund der Fusion wegfallen. Falls auf Grund spezieller Umstände, so z.B. Steuergründe, die Transaktionsstruktur nicht dergestalt geändert werden kann, dass aus der absorbierenden die übertragende Gesellschaft wird, kann die Fusion in solchen Fällen nur durchgeführt werden, wenn die Angebotspflicht vermieden werden kann. Sollte dies nicht möglich sein, bleibt nur noch die Verlegung der Transaktion ins Ausland als letzte Möglichkeit.

Auf Grund der restriktiven Haltung der Eidgenössischen Bankenkommision und der Übernahmekommission scheint die Angebotspflicht in diesen Fällen nicht bzw. nur in äusserst seltenen Fällen durch die Aufnahme einer Opting

out-Klausel oder durch das Erlangen einer Ausnahmebewilligung vermieden werden können. Auch die Umstrukturierung der Transaktion von einer Absorptionsfusion in eine Kombinationsfusion dürfte auf Grund der Haltung der Übernahmekommission keine Möglichkeit darstellen, die Fusion zu retten. Die einzige sicher funktionierende Lösung scheint somit in den meisten Fällen die Verlegung der Fusion ins Ausland zu sein, z.B. mittels Gründung einer neuen Gesellschaft in Luxembourg, in welche die beiden fusionierenden Gesellschaften im Rahmen eines Tauschangebotes übertragen (bzw. zu Tochtergesellschaften) werden. Diese Alternative ist aber aus einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtungsweise sicher unerwünscht.