

Christian Rudolf von Rohr

Die erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft

Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004

Das Börsengesetz befasst sich im fünften Abschnitt mit den öffentlichen Kaufangeboten. Im Geltungsbereich dieser Bestimmungen befinden sich gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Demnach ist auch die Kraftloserklärung gemäss Art. 33 BEHG nur auf solche Gesellschaften anwendbar. Mit der Empfehlung i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004 schaffte die Übernahmekommission (UEK) eine Neuheit im schweizerischen Börsengesellschaftsrecht. Erstmals wurden diese Bestimmungen – entgegen dem eindeutigen Wortlaut des Gesetzes – auf eine nichtkotierte Gesellschaft angewendet. In der Folge wurde diese Praxis gar zweimal bestätigt.

Rechtsgebiet(e): Aktienrecht

Zitiervorschlag: Christian Rudolf von Rohr, Die erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft, in: Jusletter 14. Dezember 2009

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004
 - A. Sachverhalt
 - B. Argumentation der UEK
 1. Teleologische Gesetzeslücke (echte Lücke)
 2. Prinzipien der Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung
 3. Nichtanwendung des BEHG gefährdet Schutz der Minderheitsaktionäre
 4. Verfassungsrechtlicher Gleichheitssatz
 - C. Urteil des Kantonsgerichts Zug vom 6.1.2005 i.S. Carlton-Holding AG c. Clair Finanz Holding AG
 1. Sachverhalt wird börsenrechtlichen Bestimmungen unterstellt
 2. Nicht kotierte Beteiligungspapiere können kraftlos erklärt werden
 3. Erwägungen des Kantonsgerichts
 - a) Schnörkellose Begründung?
 - b) Mit Leichtigkeit vom klaren Gesetzeswortlaut abgewichen
 - D. Exkurs: Öffentliches Kaufangebot für dekotierte Titel
 1. Fall Rentenanstalt
 2. Ziel: Verhinderung einer Gesetzesumgehung
 - E. Diskussion der Empfehlung der UEK
 1. Grundsätzliches
 - a) Übernahmekommission betritt Neuland
 - b) Klarer Wortlaut von Art. 22 ff. BEHG
 - c) Kantonsgericht ist nicht an Vorgabe der UEK gebunden
 2. Mögliche Gesetzesumgehung
 - a) Argumentation aus Fall Rentenanstalt wird nicht weiter verfolgt
 - b) Letztlich Umgehungsüberlegungen ausschlaggebend?
 3. Fall Eichhof Getränke Holding AG
 - a) Sachverhalt
 - b) Argumentation aus Empfehlung Clair Finanz Holding AG wird übernommen
 - c) Aktuell
 - d) Nichts Neues im Jahr 2009
 - e) Fazit
 4. Absicht des Gesetzgebers mit dem Börsenrecht
 - a) BEHG anwendbar aus Gründen des Minderheitenschutzes
 - b) Kraftloserklärungsklage: Institut des Mehrheitenschutzes
 - c) Empfehlung der UEK als Widerspruch zur Absicht des Gesetzgebers
 5. Spaltung mit anschliessender Kraftloserklärung als attraktive Alternative zum Verkauf eines Unternehmensteils
 - a) Attraktivität für Anbieter
 - b) Verfehlen der ratio legis von Art. 33 BEHG
 - F. Folgen der Praxis der UEK
 1. Ausschlussrecht gegen Aktionäre durch die Hintertür eingeführt
 - a) Kein Ausschlussrecht von Aktionären im Aktienrecht
 - b) Vertrauen in unmissverständlich klaren Wortlaut des Gesetzes wird enttäuscht
 - c) Gefahr für Minderheiten
 - d) Gestützt auf nicht anwendbares Gesetz
 2. Eingriff in die Eigentumsfreiheit der Aktionäre
 - a) Kraftloserklärung bedeutet faktisch Enteignung der Aktionäre
 - b) Fehlen einer expliziten gesetzlichen Grundlage
 3. Rechtsunsicherheit: Kraftloserklärung zukünftig auch für nicht kotierte Beteiligungspapiere?
 4. Erweiterung des Anwendungsbereichs des Börsengesetzes
- III. Zusammenfassung

I. Einleitung

[Rz 1] Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effekten-

handel vom 24. März 1995 (BEHG)¹ befasst sich in seinem fünften Abschnitt mit den öffentlichen Kaufangeboten². Im Geltungsbereich dieser Bestimmungen befinden sich gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Dem Wortlaut des Gesetzes folgend bedeutet die zumindest teilweise Kotierung der Beteiligungspapiere der vom Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft eine formelle Voraussetzung für die Anwendbarkeit der Bestimmungen des Börsengesetzes.

[Rz 2] Mit der Empfehlung i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004 schaffte die Übernahmekommission eine Neuheit im schweizerischen Börsengesellschaftsrecht³. Erstmals wurden die Bestimmungen des fünften Abschnitts des BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft angewendet und damit auch die Kraftloserklärung⁴ von privaten Beteiligungspapieren ermöglicht.

II. Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004

[Rz 3] Für die nachfolgenden Ausführungen ist zu beachten, dass die Übernahmekommission (UEK)⁵ bis Ende des Jahres 2008 mittels Empfehlungen⁶ feststellte, ob die anzuwendenden Bestimmungen des Börsenrechts eingehalten wurden oder nicht⁷. Seit 01.01.2009⁸ ist die UEK mit Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG)⁹ und der daraus folgenden Revision der Übernahmeverordnung (UEV) der UEK und des Reglements der Übernahmekommission (R-UEK) sowie Änderungen im BEHG sogar verfügungskompetent¹⁰.

¹ Börsengesetz, BEHG; SR 954.1; in Kraft getreten am 1. Februar 1997 bzw. 1. Januar 1998.

² Art. 22 – 33d BEHG.

³ RAFFAEL BÜCHI, Erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht-kotierte Gesellschaft. Abspaltung, Übernahme und Kraftloserklärung als Alternative zum Verkauf eines Unternehmensteils, AJP 14 (2005) 496 ff., 496.

⁴ Art. 33 BEHG.

⁵ Vgl. zu Rechtsnatur und Organisation der UEK bis Ende 2008: Myriam SENN, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick, in: AJP 6 (1997) 1177 ff.

⁶ Die Publikation der Entscheide der UEK erfolgt über das Internet unter www.takeover.ch.

⁷ Dazu eingehend RUDOLF TSCHÄMI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 363 ff.; ferner: BSK BEHG-TSCHÄMI/IFFLAND/DIEM, Art. 23 N 13 ff.

⁸ Siehe zu den Änderungen im BEHG durch Inkrafttreten des FINMAG: BOTSCHAFT FINMAG 2903 ff.

⁹ Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1; in Kraft getreten am 1. Januar 2009.

¹⁰ Vgl. Art. 3 Abs. 2 UEV sowie Art. 23 Abs. 3 und Art 33a BEHG.

A. Sachverhalt

[Rz 4] Zusammengefasst lag der Empfehlung der UEK folgender Sachverhalt zugrunde: Die an der SWX¹¹ kotierte Mövenpick-Holding («Mövenpick») veröffentlichte am 24. Januar 2004 eine Medienmitteilung, in welcher sie ihre Absicht ankündigte, die von ihren Unternehmensbereichen gehaltenen Immobilien sowie andere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte auf eine neu zu gründende Gesellschaft, die Clair Finanz Holding AG («Clair»), zu übertragen und danach die Aktien der Clair als Sachdividende an die Aktionäre der Mövenpick auszuschiütten (nachfolgend «Abspaltung»). Eine Aktie der Mövenpick gab Anspruch auf eine Aktie der Clair. Weiter wurde in der Medienmitteilung erwähnt, dass die Hauptaktionäre der Mövenpick im Anschluss an die Abspaltung, den Aktionären der neu gegründeten Clair noch im selben Jahr ein Übernahmeangebot für deren Aktien an dieser Gesellschaft unterbreiten wollten. Hauptaktionär der Mövenpick war zu diesem Zeitpunkt August François von Finck. Er hielt nämlich direkt 30.72 % der Stimmrechte der Mövenpick und war zudem der wirtschaftlich Berechtigte an der Carlton-Holding AG («Carlton»), welche ihrerseits sogar 44.05 % der Stimmrechte der Mövenpick inne hatte. Insgesamt hielt August François von Finck also direkt und indirekt 74.77 % der Stimmrechte der Mövenpick. Als Anbieterin trat aber formell die Carlton auf.

[Rz 5] Diese geplante Abspaltung der Immobilien und gewisser anderer nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte – «ein klassischer Spin-off»¹² – sollte an der Generalversammlung der Mövenpick vom 15. April 2004 den Aktionären präsentiert werden.

[Rz 6] Diese Vorgänge riefen die UEK auf den Plan. Die Beteiligten wurden aufgefordert, zur Anwendbarkeit der börsengesetzlichen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote auf diesen Sachverhalt Stellung zu nehmen. In Bezug auf die Frage der Anwendbarkeit der börsengesetzlichen Übernahmeregelung beantragten die Beteiligten, dass das geplante Kaufangebot der Carlton für die nicht kotierten Aktien der Clair, deren Aktien in der Form einer Sachdividende an die Aktionäre der Mövenpick ausgeschüttet werden, nicht den börsengesetzlichen Bestimmungen über die öffentlichen Übernahmeangebote untersteht. Die Beteiligten stellten ihre Argumentation auf den eindeutigen Wortlaut des Art. 22 Abs. 1 BEHG ab¹³.

B. Argumentation der UEK

[Rz 7] Die UEK hatte in diesem Fall zu prüfen, ob die börsenrechtlichen Bestimmungen aufgrund von Sinn und Zweck der betreffenden Normen auch auf den Fall einer Gesamttransaktion anzuwenden sind, bei der ein Teil einer börsenkotierten Gesellschaft abgespalten, auf eine neu gegründete, nicht kotierte Gesellschaft übertragen und unmittelbar danach ein öffentliches Kaufangebot für die Aktien der neu gegründeten Gesellschaft vorgelegt wird¹⁴. Die Aktionäre der neu gegründeten Gesellschaft sind überdies identisch mit den Aktionären der börsenkotierten Gesellschaft. Zu beachten ist ebenfalls, dass die Aktien der Clair bis zur Empfehlung der UEK nie kotiert waren und auch für die Zukunft nicht beabsichtigt war, diese kotieren zu lassen¹⁵.

1. Teleologische Gesetzeslücke (echte Lücke)

[Rz 8] In ihren eigenen Stellungnahmen zur Transaktion stellen die Beteiligten auf den Wortlaut des Gesetzes ab¹⁶ und machen geltend, dass die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote gemäss Art. 22 BEHG nur auf Gesellschaften angewendet werden können, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind¹⁷. Dies war bei der Clair aber eben gerade nicht der Fall.

[Rz 9] Die UEK betrachtet hingegen den Wortlaut nur als «starting point» einer jeden Gesetzesinterpretation. Der Wortsinn stelle zwar ein wichtiges Indiz für die Feststellung des Normsinns dar. Dies bedeute jedoch nicht, dass bei vermeintlich klarem Wortlaut keine weiteren Interpretationsschritte mehr anzustellen seien¹⁸. «Der Wortlaut [...] ist ein Auslegungsinstrument unter anderen, aber nicht einfach per se das allein massgebende.»¹⁹ Ob eine grammatikalische Interpretation sachlich richtig und angemessen sei, könne erst durch zusätzliche, namentlich teleologische, interpretatorische Erwägungen eruiert werden, welche bestätigen, dass Wortsinn auf der einen Seite und Sinn und Zweck des Gesetzes auf der andern in Einklang miteinander sind²⁰.

[Rz 10] Die UEK hält damit zunächst einmal fest, dass das Wortlautargument allein für eine sachlich korrekte

¹¹ Heute SIX Swiss Exchange.

¹² BÜCHI (FN 3) 497; vgl. zu dieser traditionellen Spaltungsmethode: Raffael BÜCHI, Spin-off – Rechtliche Aspekte von Abspaltungen bei Publikumsgeellschaften, Diss. Bern 2001, 63 ff.

¹³ Ausführlich zum Sachverhalt THOMAS AREGGER/ADRIANO MARGIOTTA, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 76 (2004) 286 ff., 288; BÜCHI (FN 3) 496 f.

¹⁴ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.2.

¹⁵ AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 288; BÜCHI (FN 3) 497.

¹⁶ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.2.1.

¹⁷ Zur Auslegung börsenrechtlicher Bestimmungen im Allgemeinen: MIRJAM EGGEN, Das Verhältnis der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG zum Fusions- und Kartellgesetz, Diss. Bern 2007, 11 ff.

¹⁸ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.2.3; zum Wortlaut als «starting Point»: ERNST A. KRAMER, Juristische Methodenlehre, 2. Aufl. Bern 2005, 51 ff.

¹⁹ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.2.3.

²⁰ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.2.3.

Gesetzesinterpretation nicht genügt. Eine ausschliessliche Anwendung des Wortlautarguments käme einer nicht gerechtfertigten Überbewertung des semantischen Auslegungsarguments gleich und müsse deswegen abgelehnt werden²¹.

[Rz 11] Nach dieser grundsätzlichen Klarstellung geht die UEK näher auf Sinn und Zweck des BEHG ein, um damit die korrekte Auslegung der in Frage kommenden Normen aufzuzeigen.

[Rz 12] Die UEK prüft vor allem, ob mit Blick auf den vorliegenden Fall einer Gesamttransaktion, bei der ein Teil einer börsenkotierten Gesellschaft abgespalten, auf eine neu gegründete, nicht kotierte Gesellschaft übertragen und unmittelbar danach ein öffentliches Kaufangebot an die Aktionäre dieser neu gegründeten Gesellschaft gemacht wird, im Börsengesetz eine planwidrige Unvollständigkeit, also eine teleologische Gesetzeslücke vorliegt. Dabei müsse die Frage gestellt werden, ob das Gesetz in diesem Bereich insofern zu eng ist, da ein Fall, der nach Sinn und Zweck des Börsengesetzes eigentlich darin geregelt werden sollte, ungeregelt geblieben ist, weil ihn der Gesetzgeber nicht gesehen hat²². Komme man dabei zum Schluss, dass eine teleologische Lücke²³ tatsächlich vorliege, müsse die Antwort auf die sich stellende Rechtsfrage allenfalls praeter verba, sed secundum rationem legis gesucht werden²⁴.

[Rz 13] Da sich aus den Materialien und der Entstehungsgeschichte des Börsengesetzes keine Anhaltspunkte ergeben, dass der Gesetzgeber an einen solchen Fall wie den vorliegenden gedacht und ihn bewusst nicht geregelt hat (sog. qualifiziertes Schweigen), liegt nach Ansicht der UEK eine teleologische Lücke vor. Der Sachverhalt entspreche «als Gesamttransaktion betrachtet wertungsmässig (teleologisch) einem öffentlichen Kaufangebot (Teilangebot) an die Aktionäre der börsenkotierten Gesellschaft, deren Aktiven und Passiven abgespalten wurden.»²⁵ Auch wenn formell die nicht kotierten Aktien der Clair vom öffentlichen Kaufangebot erfasst seien, entspreche die Transaktion in ihrer Gesamtheit betrachtet teleologisch einem öffentlichen Kaufangebot für die (kotierten) Aktien der Mövenpick. Der vorliegende Fall entspreche somit wertungsmässig – obwohl selbst nicht gesetzlich geregelt – genau dem im Gesetz geregelten Fall, nämlich dem öffentlichen Kaufangebot für kotierte Beteili-

gungspapiere²⁶. Somit müssten diese beiden Fälle aufgrund ihrer teleologischen Gleichwertigkeit auch analog behandelt werden²⁷.

2. Prinzipien der Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung

[Rz 14] Die UEK verweist in ihren Erwägungen weiter auf die Bestimmungen zu den öffentlichen Kaufangeboten und auf deren tragende Prinzipien der Grundsätze der Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung²⁸. Die Regelung ziele darauf ab, transparente und faire Bedingungen für öffentliche Kaufangebote zu schaffen²⁹. Es sei offensichtlich, dass die Prinzipien der Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung gefährdet wären, wenn auf den vorliegenden Sachverhalt die börsenrechtlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote nicht analog³⁰ angewendet würden³¹.

3. Nichtanwendung des BEHG gefährdet Schutz der Minderheitsaktionäre

[Rz 15] In Bezug auf die Regelungen über die öffentlichen Kaufangebote werde in der Botschaft des Bundesrats zum Börsengesetz als besonderer Zweck der Schutz der Minderheitsaktionäre betont. Dieser Schutz soll nach dem Willen des Gesetzgebers grundsätzlich den Aktionären zukommen, welche Beteiligungspapiere an einer zumindest teilweise an einer Börse in der Schweiz kotierten Gesellschaft erwerben. Laut Ansicht der UEK sei auch eine Gefährdung des Schutzes der Minderheitsaktionäre offensichtlich, falls der vorliegende Sachverhalt nicht dem Börsengesetz unterstellt würde³².

4. Verfassungsrechtlicher Gleichheitssatz

[Rz 16] Im Übrigen dränge sich die analoge Behandlung des Sachverhalts auch wegen des verfassungsrechtlichen Gleichheitssatzes auf³³. Die UEK verweist also zuletzt auch auf Art. 8 Abs. 1 BV, welcher festlegt, dass alle Menschen vor dem Gesetz gleich sind. Gleiches ist demnach gleich zu behandeln, Ungleiches aber eben auch ungleich³⁴.

²¹ Vgl. zum Ganzen Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.1 und 1.2; ferner: AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 288.

²² Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.4.

²³ Vgl. eingehend zur sog. teleologischen oder offenen Lücke: KRAMER (FN 18) 167 ff., insbes. 169 f.

²⁴ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.4 a.E.

²⁵ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5.

²⁶ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5.

²⁷ Vgl. zum Ganzen Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3; ferner: AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 288 f.

²⁸ Art. 1 UEV i.V.m. Art. 1 BEHG.

²⁹ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.1; vgl. BOTSCHAFT BEHG 1389.

³⁰ Zum Analogieschluss bei Vorliegen einer teleologischen Lücke: KRAMER (FN 18) 173 ff.

³¹ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.1 und 1.3.5.

³² Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.1 und 1.3.5.

³³ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5.

³⁴ Vgl. statt aller: BGE 131 I 1, E. 4.2, S. 6 f.; GIOVANNI BIAGGINI, Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, Zürich 2007,

C. Urteil des Kantonsgerichts Zug vom 6.1.2005 i.S. Carlton-Holding AG c. Clair Finanz Holding AG

[Rz 17] Als Folge des öffentlichen Kaufangebots an die Aktionäre der Clair reichte die Carlton beim Kantonsgericht Zug³⁵ Klage auf Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere gegen die Clair i.S.v. Art. 33 BEHG ein. Das Kantonsgericht Zug hatte also vor dem Hintergrund der oben³⁶ erwähnten Gesamttransaktion und der Empfehlung der UEK vom 31. März 2004 über die Kraftloserklärungsklage der Carlton zu urteilen.

1. Sachverhalt wird börsenrechtlichen Bestimmungen unterstellt

[Rz 18] Zunächst aber musste das Kantonsgericht Zug klären, ob der vorliegende Sachverhalt überhaupt dem Börsengesetz unterstellt werden soll. Dabei stützt es seine Argumentation auf die Empfehlung der UEK. Wobei mit Argumentation eigentlich schon zu viel gesagt ist. Es führt nämlich nach einem Hinweis auf die Empfehlung der UEK in seinen Erwägungen folgendes aus: «Nachdem das Kaufangebot der Klägerin für die nichtkотиerten Aktien der Beklagten den börsengesetzlichen Bestimmungen unterstellt wurde, ist es **sachgerecht**, dass die Klägerin bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen auch die restlichen, sich im Publikum befindlichen Beteiligungspapiere der Beklagten nach Art. 33 BEHG kraftlos erklären lassen kann.»³⁷

2. Nicht kotierte Beteiligungspapiere können kraftlos erklärt werden

[Rz 19] Nach der Unterstellung des Sachverhalts unter das Börsengesetz musste die Carlton die übrigen Voraussetzungen³⁸ einer Kraftloserklärungsklage erfüllen, was ihr auch gelang. Insbesondere verfügte sie gemäss dem von der Zürcher Kantonalbank publizierten Endergebnis des öffentlichen Kaufangebots über 98.78 % des Aktienkapitals und 98.05 % der Stimmrechte. Das Kantonsgericht Zug erachtete demnach die Voraussetzungen für eine Kraftloserklärung gemäss Art. 33 BEHG als erfüllt und hiess die Klage der Carlton gut³⁹. Mit diesem Urteil werden also zu keinem Zeitpunkt kotierte Beteiligungspapiere kraftlos erklärt.

Art. 8 N 9 ff. m.w.H.; ferner: JÖRG PAUL MÜLLER/MARKUS SCHEFER, Grundrechte in der Schweiz, 4. Aufl. Bern 2004, 653 ff.

³⁵ Urteil publiziert in GVP 2005, S. 185 f., GVP.

³⁶ Siehe oben, Kap. II. A.

³⁷ GVP 2005, E. 2, S. 185 f. (Hervorhebung hinzugefügt); vgl. Besprechung des Urteils in: BÜCHI (FN 3) 496 ff.

³⁸ Voraussetzungen der Kraftloserklärung: Schweizerische Zielgesellschaft, Kotierung an einer Börse in der Schweiz, Vorangehendes öffentliches Kaufangebot, Überschreiten von 98 Prozent der Stimmrechte, Klagefrist von drei Monaten; siehe Art. 22 BEHG, Art. 33 BEHG.

³⁹ GVP 2005, E. 2 a.E., S. 186.

3. Erwägungen des Kantonsgerichts

a) Schnörkellose Begründung?

[Rz 20] BÜCHI spricht in seiner – positiv zum Urteil stehenden – Besprechung davon, dass die «schnörkellose Begründung» nicht vergessen machen soll, dass das Kantonsgericht Zug mit der Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zu keinem Zeitpunkt an einer Börse in der Schweiz kotiert waren, Neuland beschritten hat⁴⁰. Abgesehen davon, wie man zum Urteil des Kantonsgericht Zug steht, fällt doch auf, dass das Gericht ein für die Zukunft wichtiges börsenrechtliches Urteil mittels – nennen wir es – «Nicht-Begründung» (nicht) begründet hat. Eine eigentliche Begründung für die Anwendung des BEHG fehlt im Urteil nämlich gänzlich, auf die eindeutige Abweichung vom Wortlaut des Gesetzes wird nicht eingegangen. Ein profaner Verweis auf die Empfehlung der UEK scheint dem Gericht offenbar bereits auszureichen: «Gemäss genehmigter Empfehlung der Übernahmekommission vom 31. März 2004 wurde das Kaufangebot der Klägerin für die Aktien der Beklagten dem BEHG unterstellt, obwohl die Aktien der Beklagten nicht kotiert sind.»⁴¹

[Rz 21] Das Problem der Unterstellung unter das BEHG trotz fehlender Kotierung wurde zwar erkannt. Mehr als dieser Verweis ist dem Urteil (auch nicht dem unpublizierten Teil, dieser ist nämlich abgesehen von einigen formellen Bemerkungen nicht länger als all das, was in der Gerichts- und Verwaltungspraxis des Kantons Zug [GVP] publiziert wurde) jedoch nicht zu entnehmen. Carlton argumentierte in der Klagebegründung im Wesentlichen, dass die in ihrer Klage begehrte Kraftloserklärung ebenfalls Teil der von der UEK als solche betrachteten Gesamttransaktion sei. Konsequenterweise müsse ihr darum auch, gewissermassen als Abschluss der Gesamttransaktion, die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere ermöglicht werden. Alles andere käme einer Änderung der Regeln «mitten im Spiel» gleich und würde bedeuten, dass Carlton nur die Pflichten, nicht aber die Rechte nach BEHG zukämen⁴². Dass nach der Unterstellung des Sachverhalts unter das BEHG die Kraftloserklärung zugelassen wird, erscheint dem Gericht «sachgerecht»⁴³. Wird das BEHG angewendet, ist die Zulassung der Kraftloserklärung als Folge tatsächlich konsequent und einleuchtend. Wünschenswert wäre aber eine klare Begründung nach intensiver Auseinandersetzung mit dem Sachverhalt gewesen.

[Rz 22] Das Gericht hat m.E. nicht erkannt, dass, vielmehr als seine Zustimmung zur Kraftloserklärung, seine Haltung zur Unterstellung des gesamten Sachverhalts unter das Börsengesetz interessiert hätte. Das Urteil mit «sachgerecht» allein zu begründen, wirkt hier allerdings etwas gar schnörkellos.

⁴⁰ BÜCHI (FN 3) 497.

⁴¹ GVP 2005, E. 2, S. 185.

⁴² BÜCHI (FN 3) 497.

⁴³ GVP 2005, E. 2, S. 185.

b) Mit Leichtigkeit vom klaren Gesetzeswortlaut abgewichen

[Rz 23] Nicht das Urteil an sich, sondern die Art und Weise der Begründung oder eben «Nicht-Begründung» lässt viele Fragen offen. Das Kantonsgericht Zug lässt die Tatsache links liegen, dass der Wortlaut des Gesetzes eine andere Antwort auf die gesuchte Frage der Anwendbarkeit des Börsengesetzes und der Zulassung der Kraftloserklärung geben würde⁴⁴. Sinn und Zweck der börsengesetzlichen Regelungen und Minderheitenschutz werden genauso wenig besprochen wie allfällige Gesetzeslücken oder Gefahren und Rechtsfolgen, die sich aus dem Urteil ergeben. Kurz und knapp, und insofern auch schnörkellos weicht das Kantonsgericht Zug vom klaren Gesetzeswortlaut ab. Dies geschieht mit einer Leichtigkeit, die im Bereich des Übernahmerechts, wo Rechtssicherheit besonders hoch zu gewichten ist, nicht angebracht erscheint⁴⁵.

D. Exkurs: Öffentliches Kaufangebot für dekotierte Titel

[Rz 24] Soweit ersichtlich wurde durch das Kantonsgericht Zug das Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 33 BEHG erstmals auf eine Gesellschaft angewendet, deren Beteiligungspapiere zu keinem Zeitpunkt börsenkotiert waren⁴⁶.

[Rz 25] Im Fall Rentenanstalt befasste sich die UEK bereits im Jahr 2003 mit einem öffentlichen Kaufangebot für im Zeitpunkt des Angebots bereits dekotierte Titel.

1. Fall Rentenanstalt

[Rz 26] Zwecks Einführung einer Holdingstruktur hatte die Swiss Life Holding («Swiss Life») am 23. September 2002 sämtlichen Aktionären der damals noch an der SWX⁴⁷ kotierten Schweizerischen Lebensversicherungs- und Rentenanstalt («Rentenanstalt») ein öffentliches Umtauschangebot unterbreitet, bei welchem die Aktionäre der Rentenanstalt ihre Aktien auf der Basis eines Umtauschverhältnisses von eins zu eins in Namenaktien der Swiss Life umtauschen konnten. Beim öffentlichen Umtauschangebot wurden der Swiss Life insgesamt knapp über 92 % der Aktien der Rentenanstalt angedient. Eine italienische Aktionärsgruppe diente allerdings nicht sämtliche ihrer Aktien der Rentenanstalt an und blieb damit neben der Swiss Life mit etwas mehr als 5 % des Aktienkapitals zweitgrösste Aktionärsgruppe. Die Aktien der Rentenanstalt wurden am 18. September 2003

dekotiert. Nachdem die italienische Aktionärsgruppe doch noch den Verkauf ihrer Beteiligung anbot, entschloss sich die Swiss Life, per 3. Dezember 2003 öffentlich sämtlichen verbleibenden Aktionären der Rentenanstalt den Kauf ihrer Titel zu den gleichen Konditionen wie bei der italienischen Aktionärsgruppe anzubieten. In diesem Zusammenhang beantragte die Swiss Life in einem Gesuch an die UEK, dass festzustellen sei, dass diese öffentlich angekündigte Bereitschaft zum Kauf von Titeln der Rentenanstalt und die sich daraus ergebende mögliche Abwicklung solcher Angebote nicht unter die börsengesetzlichen Übernahmeregeln fallen würden⁴⁸.

[Rz 27] Die Öffentlichkeit des Angebots war i.c. unbestritten. Die UEK hatte aber insbesondere zu klären, ob das BEHG auf diesen Fall, trotz bereits erfolgter Dekotierung der Aktien der Rentenanstalt, nicht trotzdem anwendbar war, namentlich deshalb, weil das öffentliche Kaufangebot für die Rentenanstalt-Aktien in zeitlich kurzem Abstand zur Dekotierung dieser Titel folgte. Dadurch konnte eine Gesetzesumgehung nicht von vornherein ausgeschlossen werden.

[Rz 28] Wie später auch in der Empfehlung Clair⁴⁹ betont die UEK bereits hier, dass die Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote als tragende Prinzipien die Grundsätze der Transparenz, der Lauterkeit und der Gleichbehandlung haben und der Zweck dieser Regelung darin bestehe, den Schutz der Minderheitsaktionäre zu gewährleisten. Es sei somit offensichtlich, dass der Schutz der Aktionäre einer kotierten Gesellschaft gefährdet wäre, wenn die Anwendung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote durch gezielte Umgehungen verhindert werden könnte. Umgehungshandlungen, mit denen zwingenden gesetzlichen Regelungen ausgewichen werden soll, können allgemein keinen rechtlichen Schutz beanspruchen. Ergibt die ratio legis einer umgangenen Vorschrift, dass ein bestimmter Sachverhalt miterfasst sein sollte, so hat auch für diesen die Rechtsfolge der umgangenen Norm zu gelten, auch wenn der zu beurteilende Sachverhalt formal betrachtet, d.h. wörtlich interpretiert, nicht unter den Normtatbestand falle. Durch Berufung auf die verba legis können Sinn und Zweck einer Bestimmung nicht einfach ausgeschaltet werden⁵⁰. Damit kam die UEK zum Schluss, dass die Bestimmungen des BEHG über die öffentlichen Kaufangebote auch dann zur Anwendung gelangten, wenn ein zu beurteilender Sachverhalt nur aufgrund einer Gesetzesumgehung vom Wortlaut her nicht unter dieselben fallen würde. Insofern musste im Hinblick auf eine Kotierung gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG eine Gesetzesumgehung angenommen werden, wenn eine kotierte Gesellschaft einzig dekotiert wird, um erst danach ein öffentliches Kaufangebot zu lancieren oder mit der Unterbreitung des Angebots bewusst

⁴⁴ Art. 2 lit. e und Art. 22 Abs. 1 BEHG.

⁴⁵ Ebenfalls kritisch: BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 N 13; GEORG G. GOTSCHKEV, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich 2005, N 221; PETER V. KUNZ, Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften, GesKR 2-3/2006 117 ff., 137 (zit. Kotierung).

⁴⁶ BÜCHI (FN 3) 496.

⁴⁷ Heute SIX Swiss Exchange.

⁴⁸ Ausführlich zum Sachverhalt AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 286 f.

⁴⁹ Siehe oben, Kap. II.

⁵⁰ Empfehlung II der UEK i.S. Schweizerischen Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 2. Dezember 2003, E. 1.3.3.

bis nach der Dekotierung der Aktien zugewartet wird, um so der Anwendung der börsengesetzlichen Regelungen i.S.v. Art. 22 ff. BEHG zu entgehen. Im Fall Rentenanstalt gab es allerdings keine Anhaltspunkte für eine gezielte Gesetzesumgehung. Die Dekotierung wurde vielmehr zwecks Aufhebung der aktienrechtlichen Doppelkonsolidierungspflicht⁵¹ vorgenommen, welche sich aus der Kotierung beider Gesellschaften an der SWX ergab. Da es für die UEK keinen Grund gab, an den Ausführungen der Beteiligten betreffend Grund der Kotierung zu zweifeln, hielt sie fest, dass die durch die Swiss Life öffentlich angekündigte Bereitschaft, allen verbleibenden Aktionären der Rentenanstalt ein mit den bereits erfolgten Transaktionen gleichwertiges Angebot zu unterbreiten, mangels Kotierung der Rentenanstalt-Aktien nicht unter die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG fällt⁵².

2. Ziel: Verhinderung einer Gesetzesumgehung

[Rz 29] Gemäss dieser Empfehlung der UEK soll also das BEHG dann auf im Zeitpunkt des öffentlichen Angebots bereits dekotierte Titel Anwendung finden, wenn die Dekotierung nur vorgenommen wurde, um das BEHG zu umgehen. Ein Anbieter soll nicht mittels Gesetzesumgehung erreichen können, dass «damit die börsenrechtlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote und der damit verbundene Schutz der Minderheitsaktionäre nicht mehr eingehalten werden müssen.»⁵³

[Rz 30] Die UEK scheint hier von einer Art wirtschaftlichen Betrachtungsweise auszugehen⁵⁴.

E. Diskussion der Empfehlung der UEK

[Rz 31] Im Folgenden wird die Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004 eingehend diskutiert und mit der weiteren Praxis der UEK sowie mit dem Urteil des Kantonsgerichts Zug vom 6. Januar 2005 in einen Kontext gestellt. Wie kann die Praxis der UEK beurteilt werden? Welche Gründe führten die UEK zu ihrer Argumentation und wie können diese in Bezug auf Minderheitenschutz und Gesetzeswortlaut gewichtet werden? Worin bestehen die Gefahren dieser Praxis und welche Rechtsfolgen ergeben sich daraus für die Zukunft?

1. Grundsätzliches

a) Übernahmekommission betritt Neuland

[Rz 32] Mit ihrer Empfehlung i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004 betrat die Übernahmekommission Neuland. Soweit ersichtlich wurde das Börsengesetz in der Schweiz erstmals auf zu keinem Zeitpunkt kotierte Beteiligungspapiere angewendet⁵⁵. Die Aktien der Clair waren nie an einer Börse in der Schweiz kotiert. Diese Empfehlung und das daran anknüpfende Urteil des Kantonsgerichts Zug vom 6. Januar 2005 stellten eine absolute Neuheit im schweizerischen Börsenrecht dar⁵⁶.

b) Klarer Wortlaut von Art. 22 ff. BEHG

[Rz 33] Ein weiteres Mal soll an dieser Stelle der klare und eindeutige Wortlaut des BEHG festgehalten werden. Gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHG gelten «die Bestimmungen des 5. Abschnitts [...] für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere **mindestens teilweise** an einer Börse in der Schweiz kotiert sind.» Demzufolge stellt die – zumindest teilweise – Kotierung der Beteiligungspapiere der vom öffentlichen Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft eine eindeutige Voraussetzung für die Unterstellung des Angebots unter das BEHG dar. Diese Voraussetzung muss laut Gesetz auch für eine erfolgreiche Kraftloserklärung noch vorliegen.

[Rz 34] Die Übernahmekommission weicht in ihrer Empfehlung von diesem eindeutigen Wortlaut des Gesetzes ab und spricht von einer echten Lücke, die in diesem Fall vorliegt. Aus den Materialien zum Börsengesetz ergäben sich keine Hinweise auf eine gewollte Lücke des Gesetzgebers, wodurch die UEK zur Überzeugung gelangt, dass an einen solchen Fall bei der Gesetzgebung schlicht nicht gedacht wurde und somit klarerweise eine echte Lücke vorliege⁵⁷.

[Rz 35] Tatsächlich sind den Materialien keine Hinweise auf einen solchen Fall zu entnehmen und ebenso wenig ist ein solcher Fall gesetzlich geregelt. Nur sollte nicht vergessen werden, was vom Gesetz eben gerade geregelt und wörtlich erfasst ist, nämlich, dass die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote nur anwendbar sind, wenn die Beteiligungspapiere der betroffenen Gesellschaften mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Diese Voraussetzung der Kotierung ist m.E. mit Blick auf den Minderheitenschutz hoch zu gewichten und darf nicht zu leichtfertig übergangen werden. Die UEK ist im Fall Clair etwas gar voreilig vom Wortlaut des Gesetzes abgewichen. Schliesslich hat sie selbst den Wortlaut als «starting point» einer jeden Gesetzesauslegung bezeichnet⁵⁸. Er ist zwar nicht allein für eine Auslegung

⁵¹ Vgl. für die vor der Dekotierung bestehende Doppelkonsolidierungspflicht Art. 663e Abs. 1 OR (Swiss Life) sowie Art. 663f Abs. 2 OR i.V.m. Art. 697h Abs. 1 OR (Rentenanstalt).

⁵² Vgl. zum Ganzen Empfehlung II der UEK i.S. Schweizerischen Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 2. Dezember 2003, E. 1.3.2; ferner: AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 286 f.

⁵³ Empfehlung II der UEK i.S. Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 2. Dezember 2003, E. 1.3.4.

⁵⁴ KUNZ, Kotierung (FN 45), 137.

⁵⁵ BÜCHI (FN 3) 496.

⁵⁶ BÜCHI (FN 3) 496 f.; KUNZ, Kotierung (FN 45), 137.

⁵⁷ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5.

⁵⁸ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004,

massgebend, ganz ausser Acht gelassen werden, sollte er aber dennoch nicht. Ist er nun so klar formuliert wie in Art. 22 Abs. 1 BEHG, sollte von diesem nur in Ausnahmefällen abgewichen werden. Dass eine neugegründete Gesellschaft niemals börsenkotiert war, ist kein Ausnahmefall. Nur weil es keine Anhaltspunkte für ein qualifiziertes Schweigen des Gesetzgebers gibt, darf nicht sogleich auf das Vorliegen einer teleologischen Lücke geschlossen werden. Es ist mit grosser Wahrscheinlichkeit davon auszugehen, dass der Gesetzgeber an einen solchen Fall tatsächlich nicht gedacht hat, was aber dennoch keinen Freibrief für die Anwendung gegen den Wortlaut geben sollte. Klarerweise kann das Gesetz nicht jeden Einzelfall separat regeln. Erfasst der Wortlaut des Gesetzes den zu beurteilenden Fall nicht, ist nicht unbesehen von einer teleologischen Lücke auszugehen. Eine fehlende Regelung kann – gerade mit Blick auf den Wortlaut des Gesetzes – doch auch bedeuten, dass dieser Fall gar nicht vom betreffenden Gesetz erfasst werden soll, schliesslich regelt ein Gesetz grundsätzlich seinen Geltungsbereich und nicht all jene Fälle wörtlich, in denen es keine Geltung haben soll. Für eine sinngemässe Auslegung soll es immer Raum geben, dem wird keineswegs widersprochen, doch soll gleichermaßen nicht das Fehlen einer qualifizierten Lücke und die aus wirtschaftlicher Betrachtungsweise u.U. als wünschbar erachtete Anwendung des Gesetzes, eine über den Wortlaut hinausgehende Auslegung und das Abweichen vom klaren Wortlaut rechtfertigen⁵⁹.

c) Kantonsgericht ist nicht an Vorgabe der UEK gebunden

[Rz 36] Das Kantonsgericht Zug hat bei seinem Urteil an die Empfehlung Clair angeschlossen und diesen Verweis sozusagen als einzige Begründung gelten lassen. Gemäss genehmigter Empfehlung der UEK wurde das Kaufangebot der Carlton dem BEHG unterstellt⁶⁰. Dabei war das Kantonsgericht selbst jedoch nicht an die Vorgaben der UEK gebunden und hätte die weite, teleologische Auslegung des öffentlichen Kaufangebots der Carlton und die daraus folgende Unterstellung unter das Börsengesetz nicht eins zu eins übernehmen müssen. Es hätte der Carlton die Anwendung des BEHG auf die nicht börsenkotierten Aktien der Clair verweigern können⁶¹. Zumindest eine Auseinandersetzung mit den Argumenten der UEK und die Ausarbeitung einer Begründung wären – unabhängig vom Endergebnis – auf alle Fälle sehr wünschenswert gewesen.

2. Mögliche Gesetzesumgehung

[Rz 37] Im Folgenden sollen die beiden Empfehlungen Rentenanstalt und Clair in Bezug auf die jeweilige Argumentation miteinander verglichen werden. Es stellt sich vor allem die Frage, weshalb die UEK ihre Argumentation aus dem Fall Rentenanstalt im Fall Clair nicht weitergeführt hat.

a) Argumentation aus Fall Rentenanstalt wird nicht weiter verfolgt

[Rz 38] Die UEK begründet ihre Empfehlung im Fall Rentenanstalt hauptsächlich mit Umgehungsüberlegungen⁶². Im Fall selbst erfolgte die Dekotierung der Aktien der Rentenanstalt vor der Kraftloserklärungsklage nicht in Umgehungsabsicht. Die Übernahmekommission wollte aber offensichtlich klarstellen, dass sie bei einer Dekotierung zum Zweck der Umgehung des BEHG dasselbe analog anwenden werde⁶³. Diese Argumentation wurde dann im Fall Clair nicht weiterverfolgt⁶⁴. Dort nahm die UEK eine teleologische Lücke an, und führte aus, dass die zu beurteilende Transaktion in ihrer Gesamtheit betrachtet einem öffentlichen Kaufangebot für Beteiligungspapiere einer kotierten Gesellschaft entspricht⁶⁵.

b) Letztlich Umgehungsüberlegungen ausschlaggebend?

[Rz 39] Obwohl es sich beim Fall Rentenanstalt um dekotierte und beim Fall Clair um zu keinem Zeitpunkt kotierte Beteiligungspapiere handelte, stellt sich die Frage, weshalb die UEK nicht in beiden Fällen die gleiche rechtliche Argumentation verfolgte. Die Gesamttransaktion im Fall Clair könnte bei Lichte besehen durchaus aus denselben Umgehungsüberlegungen wie im Fall Rentenanstalt erfolgen, nämlich um einer Unterstellung des Sachverhalts unter das Börsengesetz zu entgehen. Genauso könnte die Clair Finanz Holding AG gegründet, aber nicht kotiert worden sein, um den Bestimmungen des BEHG zu entgehen. Dem Sachverhalt ist eine solche Umgehungsabsicht nicht explizit zu entnehmen. Dies hätte die UEK aber nicht davon abhalten dürfen, eine Gesetzesumgehung zu untersuchen und ihre eigene Argumentation aus dem Fall Rentenanstalt noch einmal aufzunehmen. Es ist wohl davon auszugehen, dass letztlich auch im Fall Clair Umgehungsüberlegungen eine gewichtige Rolle gespielt haben und vielleicht sogar ausschlaggebend waren⁶⁶. Entscheidend könnte wohl gewesen sein, dass eine Umgehung wegen der raschen Kraftloserklärung nicht eindeutig ausgeschlossen werden konnte. Durch die Argumentation mit der

E. 1.2.3.

⁵⁹ Vgl. zur Argumentation der UEK oben, Kap. II. B.

⁶⁰ GVP 2005, S. 185, E. 2. a.A.

⁶¹ BÜCHI (FN 3) 497; vgl. zur UEK als Aufsichtsinstanz nach altem Recht: PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl. Bern 2004, § 11 N 277 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 296 ff.

⁶² Siehe oben, Kap. II. D.

⁶³ Empfehlung II der UEK i.S. Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt vom 2. Dezember 2003, E. 1.3.4; vgl. auch: AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 286 f.

⁶⁴ Siehe oben, Kap. II. B.

⁶⁵ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5; vgl. auch: AREGGER/MARGIOTTA (FN 13) 287 ff.

⁶⁶ GOTSCHEV (FN 45) N 221.

teleologischen Lücke wählte man aber einen anderen – nicht zufriedenstellenden⁶⁷ – Ansatz. Es kann jedoch auch gesagt werden, dass einem Analogieschluss, bezogen auf den Versuch der Gesetzesumgehung⁶⁸, ebenso widersprochen werden müsste. Bei der Transaktion im Fall Clair handelt es sich nämlich nicht um ein umgehendes Geschäft, welches vom Gesetz miterfasst sein sollte. Mövenpick entschied sich nicht für die Transaktion, um das BEHG zu umgehen, sondern, um negative Steuerfolgen zu verhindern⁶⁹.

3. Fall Eichhof Getränke Holding AG

[Rz 40] Im vergangenen Jahr 2008 kam es nun wiederum zu einem dem Fall Clair ähnlich gelagerten Fall, der nachfolgend besprochen werden soll.

a) Sachverhalt

[Rz 41] Die Heineken International B.V. («Heineken») mit Sitz in Amsterdam beabsichtigte durch ihre hundertprozentige Tochtergesellschaft, die Heineken Switzerland AG («Heineken Schweiz»), mittels einer Abspaltung die Getränkedi- vision der Eichhof Holding AG («Eichhof») zu übernehmen. Alle bisher in der Getränkedi- vision der Eichhof zusammengefassten Tochtergesellschaften sollten in die neu zu gründende Eichhof Getränke Holding AG als Sacheinlage eingebracht werden. Es war nicht beabsichtigt, diese an der Börse zu kotieren. In einem Abkommen mit der Anbieterin vom 9. April 2008 verpflichteten sich die Eichhof (eigene Aktien: 6,8 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte) sowie die Hauptaktionäre der Eichhof (42 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte), ihre Beteiligungen von zusammen 48,6 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG der Heineken Schweiz anzudienen.

[Rz 42] Am 10. April 2008 kündigte Heineken in den elektronischen Medien an, dass sie ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der neu zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG schalten werde.

[Rz 43] Am 7. Mai 2008 erfolgte die landesweite Verbreitung des öffentlichen Kaufangebots der Heineken Schweiz⁷⁰.

[Rz 44] An der ausserordentlichen Generalversammlung vom 23. Juni 2008 haben die Aktionäre der Eichhof den Spaltungsplan betreffend die Abspaltung der Getränkedi- vision der Eichhof sowie der Gründung der Eichhof Getränke Holding AG gutgeheissen⁷¹.

b) Argumentation aus Empfehlung Clair Finanz Holding AG wird übernommen

[Rz 45] In der Empfehlung i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008 verweist die UEK auf ihre Argumentation in der Empfehlung i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004. Dort hielt die UEK fest, dass es sich bei einem Kaufangebot auf nicht kotierte Beteiligungspapiere einer neu gegründeten Zielgesellschaft, die aus der Spaltung einer kotierten Gesellschaft hervorgeht, materiell um ein Angebot auf einen Teil einer kotierten Gesellschaft handelt⁷². Eichhof sei kotiert und werde auch nach der Abspaltung der Getränkedi- vision kotiert bleiben. Die durch die Abspaltung entstehende neue Eichhof Getränke Holding AG werde eine nicht kotierte Gesellschaft sein. Es sei auch nicht geplant, diese später zu kotieren. Insofern seien in Übereinstimmung mit ihrer Praxis gemäss der Empfehlung vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding AG die börsenrechtlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote auf das geplante Kaufangebot der Heineken Schweiz für die nicht kotierten Aktien der zu gründenden Zielgesellschaft analog anwendbar⁷³.

c) Aktuell

[Rz 46] Im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots der Heineken Switzerland AG für alle Namenaktien der neu zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG vom 7. Mai 2008 wurden der Heineken Schweiz insgesamt 96.54 % aller Aktien angedient. Nach Ablauf der verlängerten Angebotsfrist waren damit am 3. Juli 2008 die Heineken Schweiz mit 96.54 % und weitere Minderheitsaktionäre mit insgesamt 3.46 % an der Eichhof Getränke Holding AG beteiligt⁷⁴.

[Rz 47] Interessant am Übernahmeangebot der Heineken Schweiz ist vor allem ein Punkt: «Sofern die Anbieterin nach Vollzug des Angebots über mindestens 90 % der Aktien der Zielgesellschaft Eichhof Getränke Holding AG verfügt, soll in einem nächsten Schritt eine Barabfindungsfusion i.S.v. Art. 8 Abs. 2 und Art. 18 Abs. 5 FusG durchgeführt werden. Damit würde die Zielgesellschaft infolge Absorptionsfusion vollständig in die Anbieterin integriert. **Sofern die Anbieterin mehr als 98 % der Stimmrechte der Eichhof Getränke Holding AG erwirbt, wird eine Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere erwogen.**»⁷⁵

[Rz 48] Während die Vorankündigung über eine allfällige Barabfindungsfusion (sog. Squeeze-Out Merger) keine weiteren Bemerkungen verlangt⁷⁶, muss die Vorankündigung einer

⁶⁷ Siehe oben, Kap. II. E.

⁶⁸ Vgl. dazu KRAMER (FN 18) 188 f.

⁶⁹ BÜCHI (FN 3) 496 a.E., 497 f. (BÜCHI war Vertreter der Carlton-Holding AG beim Kraftloserklärungsprozess).

⁷⁰ Vgl. zum Ganzen Empfehlung der UEK i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008.

⁷¹ Siehe Medienmitteilung der Eichhof Holding AG vom 23.06.2008.

⁷² Empfehlung der UEK i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008, E. 1. 2 sowie Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.3.5.

⁷³ Empfehlung der UEK i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008, E. 1. 3.

⁷⁴ Siehe Medienmitteilung der Heineken Switzerland AG vom 3. Juli 2008.

⁷⁵ Angebotsprospekt der Heineken Switzerland AG, Abschnitt D. 1 a.E. (Hervorhebungen hinzugefügt).

⁷⁶ Siehe eingehend zum Squeeze-Out Merger: MARK MAUERHOFER, Squeeze-

allfälligen Kraftloserklärung etwas genauer unter die Lupe genommen werden.

[Rz 49] Bei der neu zu gründenden Eichhof Getränke Holding AG handelt es sich um eine nicht kotierte Gesellschaft. Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote in den Art. 22 ff. BEHG gelten aber nur für Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Insofern ist diese Vorankündigung der Heineken Schweiz unverständlich. Es ist nicht zu verstehen, weshalb die Heineken Schweiz ein öffentliches Kaufangebot für eine nicht kotierte Gesellschaft unterbreiten will. Das freiwillige öffentliche Kaufangebot allein stellt kein Problem dar, der Wille, anschliessend die restlichen Beteiligungspapiere kraftlos zu erklären, hingegen schon. Dieses Vorgehen ist gemäss BEHG nur bei einer kotierten Gesellschaft möglich, nicht aber bei einer nicht kotierten und damit privaten, wie der neu gegründeten Eichhof Getränke Holding AG. Mit solch einem Vorgehen könnten sonst Aktionäre einer privaten Gesellschaft ausgeschlossen werden⁷⁷. Es ist illegal, dass mit einer Unterstellung unter das BEHG die privaten Aktionäre, auf die das OR angewendet werden muss, börsenrechtlich belastet werden. Im Lichte des Wortlauts von Art. 33 BEHG erscheint es insbesondere unmöglich, dass private Aktien kraftlos erklärt werden können⁷⁸.

[Rz 50] Im vorliegenden Fall ist es nicht zur Kraftloserklärungsklage gekommen. Eine erneute Beurteilung einer Kraftloserklärungsklage gegen nicht kotierte Beteiligungspapiere durch ein Gericht wäre auf jeden Fall interessant gewesen. Aufgrund der Ähnlichkeit der beiden Fälle und der vollständigen Übernahme der Argumentation der UEK vom einen zum anderen Fall muss fast davon ausgegangen werden, dass sich das zuständige Gericht wie im Fall Clair der UEK angeschlossen und die Kraftloserklärung zugelassen hätte. Für die Rechtssicherheit wäre eine erneute Klärung durch ein Gericht jedenfalls wünschenswert gewesen, umso mehr, weil die UEK an ihrer Praxis festhielt⁷⁹.

d) Nichts Neues im Jahr 2009

[Rz 51] Auch im Jahr 2009 hält die UEK – mittlerweile verfügungskompetent⁸⁰ – an ihrer Praxis fest. In der Verfügung 406/01 i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009 wurde erneut ein öffentliches Kaufangebot für zu keinem Zeitpunkt kotierte Beteiligungspapiere dem BEHG unterstellt. Die

UEK bleibt also ihrer – m.E. unverständlichen und falschen – Praxis offensichtlich weiterhin treu⁸¹. Dabei verweist sie in ihren Erwägungen vollumfänglich auf die Argumentationen in den Empfehlungen Clair und Eichhof aus den Jahren 2004 und 2008⁸².

e) Fazit

[Rz 52] Die UEK hielt also in den Jahren 2008 und 2009 an ihrer Argumentation aus dem Fall Clair fest. Sie verweist vollumfänglich auf ihre früheren Ausführungen. Wiederum wendet sie das BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft an. Sie nutzt dabei die Chance nicht, ihre Argumentation und Beweggründe zu bereinigen bzw. klarer und ausführlicher darzulegen. Gerade in der kurzen und kompakten Begründung in der Verfügung 406/01 i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009 macht die UEK selbst auf den Widerspruch zwischen Wortlaut des Gesetzes und ihrer eigenen Praxis aufmerksam. Offensichtlich stösst sie sich daran aber in keiner Art und Weise⁸³.

4. Absicht des Gesetzgebers mit dem Börsenrecht

[Rz 53] Die UEK hält also in den Fällen Eichhof Getränke Holding AG und Ludama Holding AG an ihrer Praxis fest. Sie vergleicht die vorgenommenen Transaktionen mit der Transaktion im Fall Clair Finanz Holding AG. Es muss sich demzufolge gemäss UEK in allen Fällen um eine teleologische Lücke im Gesetz handeln, die die Anwendung des BEHG auf nicht kotierte Beteiligungspapiere begründet. Nachfolgend soll nun untersucht werden, was eigentlich die Absicht des Gesetzgebers mit dem Börsenrecht ist und ob eine Anwendung auf nicht kotierte Beteiligungspapiere nicht der ratio legis der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote widerspricht.

a) BEHG anwendbar aus Gründen des Minderheitenschutzes

[Rz 54] Für den Erlass des BEHG stellte der Minderheitenschutz ein bedeutendes rechtspolitisches Anliegen dar⁸⁴. Dieses Anliegen findet seine Beachtung im Börsengesetz u.a. bei der Offenlegung von Beteiligungen (Meldepflicht)⁸⁵ und bei der Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote und der

Out Merger, Bern 2009.

⁷⁷ Vgl. das Interview mit PETER V. KUNZ, in: Neue Luzerner Zeitung (NLZ) et al. vom 8. Mai 2008, S. 13 («Aktienexperte ortet rechtliche Probleme – Heineken/Eichhof»).

⁷⁸ PETER V. KUNZ, Zehn bemerkenswerte Auffälligkeiten bei den Revisionen der letzten Jahre im schweizerischen Gesellschaftsrecht, SJZ 104 (2008) 557 ff., 562 a.E (zit. Auffälligkeiten).

⁷⁹ Empfehlung der UEK i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008, E. 1. 3.

⁸⁰ Vgl. Art. 3 Abs. 2 UEV sowie Art. 23 Abs. 3 und Art 33a BEHG.

⁸¹ Verfügung 406/01 der UEK i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009.

⁸² Verfügung 406/01 der UEK i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009, E. 1.

⁸³ Verfügung 406/01 der UEK i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009, E. 1.

⁸⁴ PETER V. KUNZ, Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, SZW 71 (1999) 181 ff., 183 (zit. Aspekte).

⁸⁵ Art 20 BEHG; BOTSCHAFT BEHG 1379 f., 1387 f. sowie 1409 ff.; dazu eingehend PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001, § 10 N 74 ff. (zit. Minderheitenschutz); ferner: STEPHAN N. FREI, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, 2. Aufl. Bern 1998, 137 ff. (zit. Übernahmeangebote).

in letzterem Zusammenhang stehenden Angebotspflicht⁸⁶ für denjenigen, der eine beherrschende Beteiligung⁸⁷ an einer börsenkotierten Gesellschaft erlangt⁸⁸. «Dadurch wird den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben, sich gegen die Beherrschung ihrer Gesellschaft durch eine neue Aktionärsgruppe, die für die Unternehmenspolitik erhebliche Veränderungen mit sich bringen könnte, zu schützen.»⁸⁹

[Rz 55] «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.»⁹⁰

[Rz 56] Die zwingende Ausgestaltung der Meldepflicht in Art. 20 BEHG stellt ein zusätzliches Schutzinstrumentarium für Minderheiten dar. Es zeigt, dass ein wesentliches Ziel der Meldepflicht die börsenrechtliche Verbesserung des in diesem Bereich ungenügenden aktienrechtlichen⁹¹ Minderheitenschutzes ist⁹².

[Rz 57] Die beiden unter aktienrechtlichem Aspekt an sich systemwidrigen Pflichten für Aktionäre können durch ihre grosse Bedeutung für den Minderheitenschutz⁹³ bei Publikumsgesellschaften erklärt und gerechtfertigt werden⁹⁴.

b) Kraftloserklärungsklage: Institut des Mehrheitenschutzes

[Rz 58] Als eigentliche Antipode zum Minderheitenschutz erweist sich dagegen die Kraftloserklärungsklage aus Art. 33 BEHG⁹⁵. Es handelt sich hierbei um ein eigentliches Instrument des Mehrheitenschutzes⁹⁶. Dem Anbieter als neuer Mehrheit wird mit der Kraftloserklärungsklage die Möglichkeit gegeben, sich einer kleinen Restminderheit zu entledi-

gen und alleiniger Eigentümer der Gesellschaft zu werden⁹⁷. Dieses Interesse hat der Gesetzgeber über die Interessen der Minderheiten gesetzt⁹⁸.

c) Empfehlung der UEK als Widerspruch zur Absicht des Gesetzgebers

[Rz 59] Die Übernahmekommission hat in ihrer Empfehlung Clair⁹⁹ und mittels Verweisen auch in der Empfehlung Eichhof sowie in der Verfügung Ludama¹⁰⁰ mit dem Vorliegen einer teleologischen Lücke argumentiert und jeweils eine Gesellschaft dem Börsengesetz unterstellt, deren Beteiligungspapiere zu keinem Zeitpunkt an einer Börse in der Schweiz kotiert waren. In der Empfehlung Rentenanstalt¹⁰¹ wurde festgehalten, dass bei einer Dekotierung in Umgehungsabsicht das BEHG dennoch angewendet werden soll. Die UEK scheint insofern einer eher wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu folgen, welche mit Blick auf den Aspekt der Rechtssicherheit Bedenken weckt¹⁰². Offensichtlich widersprechen diese Empfehlungen dem eindeutigen Wortlaut des Börsengesetzes. Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote sind gemäss Art. 22 ff. BEHG nur auf Gesellschaften anwendbar, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind. Während im Fall Rentenanstalt die Beteiligungspapiere einmal kotiert waren und bei einer ganz offensichtlichen Umgehung des Gesetzes u.U. die andauernde Anwendung des BEHG als sachgerecht erscheinen könnte, waren im Fall Clair und auch später in den Fällen Eichhof und Ludama die Aktien der betroffenen Gesellschaften zu keinem Zeitpunkt kotiert. Die UEK begründet ihre Empfehlungen u.a. auch mit dem Minderheitenschutz. Nur stellt sich dabei die Frage, ob eine solch weite, teleologische Anwendung des BEHG noch mit der Absicht des Gesetzgebers für das BEHG übereinstimmt.

[Rz 60] Das BEHG ist bei öffentlichen Kaufangeboten aus Gründen des Minderheitenschutzes anwendbar¹⁰³. Der Squeeze-out aus Art. 33 BEHG nun eben gerade nicht. Dieser schützt die Interessen des Mehrheitsaktionärs. In der Empfehlung Clair lässt die UEK die Anwendung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote auf eine zu keinem Zeitpunkt kotierte Gesellschaft zu und begründet dies mit dem Minderheitenschutz. Dadurch ermöglicht sie gleichzeitig aber auch die Kraftloserklärungsklage von privaten Aktien und somit den Ausschluss von privaten Aktionären ohne gesetzliche Grundlage zum Vorteil der Mehrheit. Insofern ist m.E. der verbleibende Minderheitsaktionär bei dieser Anwendung des BEHG trotz fehlender Kotierung schlechter

⁸⁶ Art. 32 BEHG; BOTSCHAFT BEHG 1417 ff.; dazu eingehend KUNZ, Minderheitenschutz (FN 85), § 10 N 124 ff.; CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2000, 54 ff.; ferner: EGGEN (FN 17) 37 ff.; FREI, Übernahmeangebote (FN 85), 142 ff.

⁸⁷ Nämlich mehr als 33 1/3 % der Stimmrechte gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG.

⁸⁸ KUNZ, Minderheitenschutz (FN 85), § 3 N 210 ff.

⁸⁹ BOTSCHAFT BEHG 1417.

⁹⁰ FREI, Übernahmeangebote (FN 85), 143 (Hervorhebung im Original).

⁹¹ Informationsschuldner ist im Aktienrecht nicht der Aktionär, sondern die AG als solche: Art. 663c OR und Art. 697h OR.

⁹² KUNZ, Minderheitenschutz (FN 85), § 10 N 100 f.

⁹³ Siehe für eine Angebotspflicht sprechende Überlegungen in: THOMAS PLETSCHER, Übernahmeregulation im neuen Börsengesetz, ST 68 (1994) 174 f.

⁹⁴ KUNZ, Minderheitenschutz (FN 85), § 10 N 95 ff. und § 10 N 147 ff. jeweils mit weiterführenden Ausführungen zu Zielsetzungen und Bezug zum Minderheitenschutz der beiden Normen.

⁹⁵ Statt aller: PETER V. KUNZ, Die Klagen im Schweizer Aktienrecht, Zürich 1997, 38 sowie 48 f.

⁹⁶ KUNZ, Aspekte (FN 84), 183; DERS., Minderheitenschutz (FN 85), § 10 N 190 und § 10 N 242.

⁹⁷ Vgl. Art. 33 BEHG.

⁹⁸ Vgl. BOTSCHAFT BEHG 1419.

⁹⁹ Siehe oben, Kap. II.

¹⁰⁰ Siehe oben, Kap. II. E. 3.

¹⁰¹ Siehe oben, Kap. II. D.

¹⁰² KUNZ, Kotierung (FN 45), 137.

¹⁰³ Siehe oben, Kap. II. E. 4. a).

gestellt, als wenn er schlicht Minderheitsaktionär einer privaten AG wäre. Die Carlton hätte ihr Interesse an einer möglichst grossen Beteiligung an der Clair nicht verloren, nur weil das Börsengesetz nicht anwendbar ist. Die Beteiligten selbst (Mövenpick, Carlton, Clair) wollten das geplante Kaufangebot nämlich gar nicht dem BEHG unterstellen¹⁰⁴. Für die Minderheitsaktionäre wäre zwar die Exit-Möglichkeit über die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG verloren gegangen, ihre Aktien wären sie aber dennoch – so weit ersichtlich so gar problemlos – losgeworden. Derjenige Minderheitsaktionär, der seine Beteiligung an der Clair aber behalten wollte, der hätte sich nicht der Kraftloserklärung beugen müssen. Rein aus der Sichtweise eines Minderheitsaktionärs ergeben sich keine entscheidenden Vorteile aus der Unterstellung der Transaktion unter das BEHG, ebensowenig kann dies bei den Fällen Eichhof und Ludama behauptet werden. Letztlich werden die Minderheitsaktionäre gerade wegen der Anwendung des BEHG trotz eindeutig anders lautendem Wortlaut als private Aktionäre aus einer privaten Aktiengesellschaft ausgeschlossen, was dem schweizerischen Aktienrecht absolut widerspricht und gemäss Art. 706b OR schlicht und einfach Nichtigkeit zur Folge hätte¹⁰⁵.

[Rz 61] Die Empfehlung Clair steht somit eindeutig in Widerspruch zur Absicht des Gesetzgebers, der mit dem BEHG insgesamt den Minderheitenschutz stärken und nicht eine gerade im Bereich von öffentlichen Kaufangeboten ungemein wichtige Rechtssicherheit relativieren wollte. Der Minderheitsaktionär ist am besten geschützt, wenn er auf den Wortlaut des Gesetzes vertrauen kann und nicht einen Ausschluss befürchten muss, obwohl ein solcher gemäss Gesetz widerrechtlich wäre. Einer Entwicklung zur Auslegung gegen den Wortlaut des Gesetzes muss in diesem Bereich entschieden widersprochen werden. Um dem Gesetzestext¹⁰⁶, den Interessen der Minderheitsaktionäre und damit auch den in der Botschaft zum BEHG genannten Zielen¹⁰⁷ gerecht zu werden, müssen öffentliche Kaufangebote und Kraftloserklärungen bei privaten Gesellschaften illegal sein¹⁰⁸. Eine freiwillige Unterstellung eines öffentlichen Kaufangebots und die freiwillige Anwendung der Bestimmungen des BEHG betreffend

Angebots- oder Offenlegungspflicht entsprechen hingegen dem Minderheitenschutz und sind damit unproblematisch.

5. Spaltung mit anschliessender Kraftloserklärung als attraktive Alternative zum Verkauf eines Unternehmensteils

[Rz 62] Aus der Abspaltung, aus der die Clair Finanz Holding AG hervorging, ergeben sich interessante Vorteile, die nachfolgend kurz erläutert werden.

a) Attraktivität für Anbieter

[Rz 63] Die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere im Fall Clair rundete eine Transaktion ab, welche – gemäss wirtschaftlicher Betrachtung der UEK¹⁰⁹ – dem Verkauf eines Unternehmensteils gleichkommt, in steuerlicher Hinsicht gegenüber einem Verkauf aber Vorteile bietet. Tatsächlich kann, bei ähnlicher Konstellation wie im Fall Clair, die von Mövenpick vorgenommene Abspaltung inkl. Kraftloserklärung als Gesamttransaktion für den Anbieter eine sehr attraktive Alternative zum Verkauf eines Unternehmensteils darstellen. Ein direkter Verkauf an Carlton hätte für Mövenpick negative Steuerfolgen gehabt, da stille Reserven realisiert worden wären¹¹⁰.

[Rz 64] Bei passender Konstellation sehr attraktiv macht die von Mövenpick und Carlton gewählte Transaktion die Tatsache, dass bei Spaltungen die Veräusserungssperrfristen weggefallen sind¹¹¹. Die Spaltungsbestimmungen des DBG¹¹² und des StHG¹¹³ sehen keine Sperrfristen für Beteiligungsrechte an den nach einer Spaltung bestehenden juristischen Personen vor¹¹⁴. Im Nachgang einer Abspaltung sind somit die Aktionäre der abgespaltenen Gesellschaft völlig frei, ihre Aktien zu veräussern. Die steuerliche Neutralität der Abspaltung wird auch durch ein öffentliches Kaufangebot auf alle Aktien der abgespaltenen Gesellschaft – wie im Fall Clair geschehen – nicht gefährdet¹¹⁵.

[Rz 65] Die von Mövenpick gewählte Transaktionsform bringt also in steuerlicher Hinsicht eindeutige Vorteile mit sich. Perfektioniert wird diese Transaktion noch durch die Praxis der UEK. Denn nebst den steuerlichen Vorteilen, die eine Gesellschaft in der Situation der Mövenpick mit gutem Recht zu erlangen versucht, ermöglicht die Unterstellung der

¹⁰⁴ Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, lit. G.

¹⁰⁵ Näheres bei von ROLAND BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, 2. Aufl. Zürich/Basel/Genf 2007, N 1543 f.

¹⁰⁶ Zur Liberierungspflicht als einzige Aktionärspflicht: von BÜREN/STOFFEL/WEBER (FN 105) N 973 ff.; BSK OR II-KURER, Art. 680 N 5 ff.; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 42 N 1 ff.; MARC BAUEN/ROBERT BERNET, Schweizer Aktiengesellschaft: Aktienrecht, Fusionsrecht, Börsenrecht, Steuerrecht, Zürich/Basel/Genf 2007, N 286 f.; ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl. Bern 2007, § 16 N 153 ff.; a.M. zumindest angedeutet: PETER V. KUNZ, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 233.

¹⁰⁷ Vgl. BOTSCHAFT BEHG 1381 f., 1394.

¹⁰⁸ Vgl. KUNZ, Auffälligkeiten (FN 78), 562 FN 77.

¹⁰⁹ Die Ansicht der UEK wird vom Verfasser nicht geteilt.

¹¹⁰ BÜCHI (FN 3) 496.

¹¹¹ BÜCHI (FN 3) 497 f.

¹¹² Art. 61 Abs. 1 lit. b DBG.

¹¹³ Art. 24 Abs. 3 lit. b StHG.

¹¹⁴ Dazu eingehend BSK FUSG-RIEDWEG/GRÜNBLATT, vor Art. 29 N 74.

¹¹⁵ BÜCHI (FN 3) 498; dazu eingehend BSK FUSG-RIEDWEG/GRÜNBLATT, vor Art. 29 N 75: «Mittels Spaltung kann somit ein bisher für das Unternehmen steuerbarer Verkauf eines Unternehmensbereichs [...] steuerneutral strukturiert werden. Der Veräusserungserlös fällt statt auf Ebene des Unternehmens auf Ebene der Anteilshaber als steuerfreier privater Kapitalgewinn an [...]».

Transaktion unter das BEHG auch noch den Ausschluss von privaten Minderheitsaktionären. Und da die Carlton in diesem Fall sowohl Hauptaktionärin der Mövenpick als auch der Clair ist, hat sie diese beiden Vorteile für sich optimal ausgenutzt.

b) Verfehlen der ratio legis von Art. 33 BEHG

[Rz 66] Es stellt sich nun die Frage, ob sich die Empfehlung Clair der UEK im Lichte der Attraktivität der Gesamttransaktion irgendwie rechtfertigen lassen würde. Doch auch – oder gerade – mit den erheblichen Vorteilen für den Anbieter lässt sich eine Anwendung des BEHG auf den Fall Clair nicht rechtfertigen. Die Absicht des Gesetzgebers mit dem Börsengesetz wurde bereits besprochen¹¹⁶. Art. 33 BEHG selbst soll nun für einmal nicht die Minderheiten, sondern gerade die Mehrheit schützen. Dennoch hat diese Bestimmung nicht den Zweck, eine Transaktion, wie die im Fall Clair gewählte, attraktiver zu gestalten. Weder steuerliche Überlegungen, noch die Möglichkeit private Aktionäre auszuschliessen, sollen gefördert werden. Sinn von Art. 33 BEHG ist es, dem klaren Mehrheitsaktionär die Möglichkeit zu geben, sich von einer verschwindend kleinen Minderheit befreien und die Gesellschaft anschliessend problemlos in einen Konzern integrieren zu können¹¹⁷.

F. Folgen der Praxis der UEK

[Rz 67] Zum Abschluss sind die Rechtsfolgen zu behandeln, die sich aus der Praxis der UEK mit den besprochenen Empfehlungen ergeben. Es soll aufgezeigt werden, welche Gefahren und Unsicherheiten diese Praxis in sich birgt und mit welchen Folgen für die Zukunft zu rechnen ist.

1. Ausschlussrecht gegen Aktionäre durch die Hintertür eingeführt

[Rz 68] Die Praxis der UEK ermöglicht es dem Anbieter, im Anschluss an ein öffentliches Kaufangebot die restlichen Beteiligungspapiere einer nicht kotierten Gesellschaft und somit von privaten Aktionären kraftlos erklären zu lassen. In eindeutigem Widerspruch zum Wortlaut des Gesetzes wird ein im Aktienrecht nicht vorgesehenes Ausschlussrecht gegen Aktionäre quasi durch die Hintertür eingeführt.

a) Kein Ausschlussrecht von Aktionären im Aktienrecht

[Rz 69] Missachtet der Aktionär seine einzige gesetzliche

Pflicht im Aktienrecht, nämlich die Liberierungspflicht¹¹⁸, so kann er mittels Kaduzierung¹¹⁹ von der Gesellschaft ausgeschlossen werden. Zu mehr als der Liberierung der von ihm gezeichneten Aktien kann der Aktionär aber auch über die Statuten nicht verpflichtet werden¹²⁰. Insbesondere bestehen von Gesetzes wegen auch keine persönlichen Verpflichtungen wie Treuepflichten oder Konkurrenzverbote des Aktionärs gegenüber der AG¹²¹. Die Einführung weiterer persönlicher Pflichten und weiterer Ausschlussrechte der Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären sieht das OR nicht vor und ist somit unzulässig¹²².

b) Vertrauen in unmissverständlich klaren Wortlaut des Gesetzes wird enttäuscht

[Rz 70] Für den Aktionär einer Gesellschaft ist wichtig, dass er sich auf den Wortlaut des auf ihn zutreffenden Gesetzes verlassen kann. Ist er Aktionär einer privaten AG, dann weiss er, dass ihn ausser der Liberierungspflicht keine weiteren gesetzlichen Pflichten treffen. Er kann somit nicht einfach aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden¹²³.

[Rz 71] Auf den Aktionär einer an der Börse kotierten AG ist als lex specialis zum OR das BEHG anwendbar. Der Aktionär weiss, dass den Mehrheitsaktionär gewisse Informations- und Angebotspflichten¹²⁴ treffen, aber auch, dass das Gesetz für den Mehrheitsaktionär die Möglichkeit vorsieht, die restlichen Beteiligungspapiere kraftlos zu erklären, falls er über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der betroffenen Gesellschaft verfügt¹²⁵. Einem Aktionär einer kotierten Gesellschaft muss somit stets bewusst sein, dass er u.U. durch einen Mehrheitsaktionär von der Gesellschaft ausgeschlossen werden kann. Dies wird für ihn aber nicht überraschend geschehen, denn dank der gesetzlichen Informationspflicht der Gesellschaft kann er Identität und Absichten eines möglichen Übernehmers früh erkennen und falls gewünscht seine Beteiligungen veräussern¹²⁶.

[Rz 72] Insbesondere für den Minderheitenschutz ist es essentiell, dass sich die Betroffenen auf den Wortlaut des Gesetzes verlassen können und nicht durch Auslegungen gegen den klaren Gesetzeswortlaut zu ihrem Nachteil überrascht

¹¹⁸ Art. 680 Abs. 1 OR.

¹¹⁹ Art. 681 Abs. 2 OR und Art. 682 OR; vgl. zum Kaduzierungsverfahren: BSK OR II-KURER, Art. 681/682 N 12 f.

¹²⁰ BSK OR II-KURER, Art. 680 N 8.

¹²¹ BSK OR II-KURER, Art. 680 N 7; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 106) § 16 N 156.

¹²² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 106) § 42 N 8 ff.; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER (FN 105) N 974 ff.

¹²³ Siehe oben, Kap. F. 1. a).

¹²⁴ Insbes. die Meldepflicht in Art. 20 BEHG und die Angebotspflicht in Art. 32 BEHG.

¹²⁵ Art. 33 BEHG.

¹²⁶ Gemäss Art. 21 BEHG trifft nämlich die Gesellschaft selbst eine Informationspflicht. Sie muss, die ihr gemäss Art. 20 BEHG mitgeteilten Informationen über Veränderungen bei den Stimmrechten veröffentlichen.

¹¹⁶ Siehe oben, Kap. II. E. 4.

¹¹⁷ ANDREAS BOHRER, Unfriendly Takeovers, Diss. Zürich 1997, § 5 N 11; STEPHAN N. FREI, Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG), Bern 1999, 235 m.w.H.; DERS., Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 70 (1996) 723 ff., 727; CHRISTIAN KÖPFLI, Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, SJZ 94 (1998) 53 ff., 56 m.w.H.; ZOBL/KRAMER (FN 61) N 444.

und gar ausgeschlossen werden können¹²⁷. Jedem Aktionär muss zwar bewusst sein, dass unter besonderen Umständen – und gerade der Rechtssicherheit wegen – ein Sachverhalt auch einmal *praeter verba*, *sed secundum rationem legis* ausgelegt werden muss, dies darf m.E. aber nur im absoluten Ausnahmefall geschehen, insbesondere eben, wenn dies der Rechtssicherheit dient. Ansonsten ist nicht zu begrüssen, dass der Wortlaut¹²⁸ des Gesetzes einfach mittels teleologischer Auslegung umgangen wird, um einen Sachverhalt dennoch dem gewünschten Gesetz zu unterwerfen¹²⁹, wie dies die UEK in der Empfehlung Clair praktiziert hat¹³⁰.

c) Gefahr für Minderheiten

[Rz 73] Ein dem Gesetz widersprechendes Ausschlussrecht gegen Minderheiten bringt eine immense Gefährdung der Minderheitsaktionäre mit sich. Normalerweise können sie ihr Vorgehen auf den Wortlaut des Gesetzes abstützen. Gleichzeitig wissen sie, welche Rechte und Pflichten sie treffen. Können sich die Minderheitsaktionäre bei Art. 33 BEHG aber nicht mehr auf den eindeutigen Wortlaut des Gesetzes verlassen, so müssen sie für die Zukunft fürchten, plötzlich Eigentümer von für kraftlos erklärten privaten Aktien zu sein¹³¹.

d) Gestützt auf nicht anwendbares Gesetz

[Rz 74] Wird der Empfehlung der UEK i.S. Clair gefolgt, dann ermöglicht man zugleich auch die Einführung eines Ausschlussrechts gegen private Aktionäre. Die Kraftloserklärung folgt aus dem BEHG. Damit die Übernahmeregeln des BEHG Anwendung finden, müssen die Beteiligungspapiere der schweizerischen Gesellschaft mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sein¹³². Auf private Aktionäre ist hingegen das OR anwendbar¹³³. Demnach wird das durch die Hintertür eingeführte Ausschlussrecht gegen private Aktionäre auf ein Gesetz – nämlich das BEHG – abgestützt, das für den Fall, wo keine Kotierung vorliegt, eigentlich gar nicht anwendbar ist.

2. Eingriff in die Eigentumsfreiheit der Aktionäre

[Rz 75] Art. 26 BV gewährleistet das Eigentum jedes Einzelnen¹³⁴. Enteignungen und auch Eigentumsbeschränkungen, die einer Enteignung gleichkommen, werden laut Bundesverfassung voll entschädigt¹³⁵. Die Eigentumsfreiheit¹³⁶ schützt als Grundrecht ausgestaltet konkrete vermögenswerte Rechtspositionen vor staatlichen Eingriffen, verschafft bei Enteignungen Anspruch auf volle Entschädigung und bewahrt das Rechtsinstitut des Privateigentums ganz allgemein davor, seines Wesensgehalts beraubt zu werden¹³⁷.

a) Kraftloserklärung bedeutet faktisch Enteignung der Aktionäre

[Rz 76] Eine Kraftloserklärung stellt einen Eingriff in die verfassungsmässig geschützte Eigentumsfreiheit des Aktionärs dar. Entgegen der Ansicht des Bundesrats¹³⁸ kommt die Kraftloserklärung einer formellen Enteignung¹³⁹ gleich¹⁴⁰. Unter dem Schutz von Art. 26 Abs. 2 BV stehende Rechte – die von den Aktionären mittels Beteiligungspapieren gehaltenen Gesellschaftsanteile – werden nämlich mittels hoheitlichem Akt aufgehoben und zugunsten des Anbieters gegen Entschädigung neu begründet¹⁴¹. Ein solcher Eingriff ist verfassungsmässig, wenn er unter Einhaltung der von der BV geforderten Eingriffskriterien¹⁴² – gesetzliche Grundlage, öffentliches Interesse, Verhältnismässigkeit¹⁴³ – erfolgt¹⁴⁴.

[Rz 77] Bei der Kraftloserklärung bildet das BEHG die geforderte genügende gesetzliche Grundlage.

b) Fehlen einer expliziten gesetzlichen Grundlage

[Rz 78] Betrachtet man nun die Situation im Fall Clair, so wird ersichtlich, dass mit der Kraftloserklärung von privaten Beteiligungspapieren nicht nur ein gesetzlich nicht vorgesehe-

¹²⁷ Wie dies im Fall Clair durch die der Empfehlung der UEK folgenden Kraftloserklärung geschehen ist.

¹²⁸ Vgl. zum Wortlaut als Auslegungselement: KRAMER (FN 18) 51.

¹²⁹ Siehe eingehend oben, Kap. II. E.

¹³⁰ Vgl. Empfehlung der UEK i.S. Clair Finanz Holding AG vom 31. März 2004, E. 1.2 und 1.3.

¹³¹ Vgl. KUNZ, Auffälligkeiten (FN 78), 562 sowie das dort in FN 77 zitierte Interview (zit. in dieser Arbeit in FN 77).

¹³² ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Diss. Basel, Bern 1998, 111 ff.; GOTSCHEV (FN 45) N 220; KARL KOHLIK, Ausgewählte Aspekte von Going Private Transaktionen, Diss. St. Gallen 2005, 158 f.; THOMAS REUTTER, Das öffentliche Kaufangebot nach Art. 2 lit. e BEHG, AJP 8 (1999) 1093 ff., 1094 f.; RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2007, N 23; TSCHÄNI (FN 7) 337.

¹³³ KUNZ, Auffälligkeiten (FN 78), 562.

¹³⁴ Art. 26 Abs. 1 BV.

¹³⁵ Art. 26 Abs. 2 BV.

¹³⁶ Die Literatur bevorzugt den Ausdruck «Eigentumsgarantie»: vgl. BIAGGINI, Komm. BV (FN 34), Art. 26 N 4; MÜLLER/SCHEFER (FN 34) 1007 ff.

¹³⁷ BIAGGINI, Komm. BV (FN 34), Art. 26 N 9.

¹³⁸ BOTSCHAFT BEHG 1419.

¹³⁹ Vgl. zur formellen Enteignung statt aller: BIAGGINI, Komm. BV (FN 34), Art. 26 N 24 ff.

¹⁴⁰ RETO SCHILTKNECHT, Art. 33 BEHG, in NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999, N 3; so auch Expertengruppe Hirsch, die von einer «Form der Enteignung» spricht, siehe dazu: Bericht zum Vorentwurf Expertengruppe Hirsch, S. 91; ferner: FREI, Übernahmeangebote (FN 81), 232 f. FN 743; KOHLIK (FN 128) 225; ebenso: PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl. Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 N 236a m.w.H.; BÖCKLI spricht von einer «börsenrechtlich abgestützten Enteignung» (Hervorhebung weggelassen).

¹⁴¹ SCHILTKNECHT (FN 140), Art. 33 BEHG N 3.

¹⁴² Art. 36 BV.

¹⁴³ Dazu eingehend BIAGGINI, Komm. BV (FN 34), Art. 26 N 21 ff.; MÜLLER/SCHEFER (FN 34) 1021 ff.

¹⁴⁴ SCHILTKNECHT (FN 140), Art. 33 BEHG N 3 a.E.

nes Ausschlussrecht gegen Aktionäre eingeführt¹⁴⁵, sondern auch in die Eigentumsfreiheit eines Aktionärs unrechtmässig eingegriffen wird. Für die Kraftloserklärungsklage fehlt eine explizite gesetzliche Grundlage, da das BEHG auf private Gesellschaften und deren Aktionäre nicht anwendbar und eine solche im OR oder in einem anderen Gesetz für private Aktien nicht vorgesehen ist. Die BV fordert jedoch für eine verfassungsmässige Einschränkung der Grundrechte ausdrücklich das Vorliegen einer gesetzlichen Grundlage¹⁴⁶. Insofern ist die aus der Empfehlung der UEK und dem Urteil des Kantonsgerichts Zug i.S. Clair folgende Kraftloserklärung von nicht kotierten Beteiligungspapieren im Hinblick auf die Eigentumsfreiheit der betroffenen Aktionäre verfassungswidrig und somit abzulehnen.

3. Rechtsunsicherheit: Kraftloserklärung zukünftig auch für nicht kotierte Beteiligungspapiere?

[Rz 79] Anstatt für die im Bereich des Übernahmerechts so wichtige Rechtssicherheit zu sorgen, erreicht die UEK mit ihrer Praxis gerade das Gegenteil¹⁴⁷. Sie lässt viele Fragen offen und erzeugt mit ihrer unterschiedlichen Argumentation (Clair/Eichhof/Ludama – Rentenanstalt), sowie einer m.E. sehr knappen Begründung für die Zukunft eine Rechtsunsicherheit, die eigentlich relativ einfach zu verhindern gewesen wäre¹⁴⁸. Jedenfalls darf nicht unbesehen aus dem Fehlen von Hinweisen auf eine vom Gesetzgeber gewollte Lücke, von einer teleologischen Lücke ausgegangen werden. Weshalb der Sachverhalt als Gesamttransaktion betrachtet wertungsmässig einem öffentlichen Kaufangebot gleichkommen soll, hat die UEK nicht ausdrücklich erklärt¹⁴⁹. Nicht immer sind Wortlaut des Gesetzes und das, was darunter verstanden werden muss – zumindest aus Sicht des Verfassers – so kongruent wie im Falle des BEHG. Es ist unmissverständlich nur auf zumindest teilweise an einer Börse in der Schweiz kotierte Gesellschaften anwendbar¹⁵⁰. Das Kantonsgericht Zug trägt mit seiner allzu knappen Begründung nichts zur Klärung der Lage bei¹⁵¹. Für die Zukunft bleibt somit die Ungewissheit, ob die Kraftloserklärung noch weiter auf Fälle von nicht kotierten Beteiligungspapieren angewendet und ausgeweitet wird. Entwarnend kann allerdings gesagt werden, dass das BEHG von der UEK bis heute nur auf ganz konkrete Einzelfälle von nicht oder nicht mehr kotierten Beteiligungspapieren angewendet wurde und letztendlich diese Empfehlungen relativ «quer in der börsenrechtlichen Landschaft» stehen. Insofern ist eigentlich nicht von einer extensiven Ausweitung der An-

wendung der Kraftloserklärungsklage auf nicht kotierte Beteiligungspapiere auszugehen – eine vermehrt (rein) wirtschaftliche Betrachtungsweise wohl aber zu befürchten.

4. Erweiterung des Anwendungsbereichs des Börsengesetzes

[Rz 80] Während die Ausweitung der Kraftloserklärungsklage für die Zukunft nicht unbedingt wahrscheinlich erscheint, bedeutet die Praxis der UEK eine eindeutige Erweiterung des Anwendungsbereichs¹⁵² des Börsengesetzes. Wurde das BEHG im Fall Rentenanstalt gar nicht auf die betroffenen Beteiligungspapiere angewendet und nur eine Art «Warnung» für zukünftige von Umgehungsabsichten getriebene Transaktionen ausgegeben, so folgte im Fall Clair die erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft. Eine Gesellschaft die zu keinem vorherigen Zeitpunkt an der Börse kotiert war und auch für die Zukunft diese Absicht nicht verfolgte. Der Anwendungsbereich des Börsengesetzes wurde demnach in diesem speziellen Fall auch auf nichtkotierte Gesellschaften erweitert.

III. Zusammenfassung

[Rz 81] Obwohl der Wortlaut des Gesetzes eine andere Richtung vorgibt, unterstellt die UEK bei ganz bestimmten Transaktionen auch nicht kotierte Gesellschaften dem Börsengesetz. Eine solche Transaktion liegt einerseits vor, wenn die Dekotierung der Gesellschaft einzig deshalb erfolgt, um das BEHG zu umgehen und andererseits, wenn der Sachverhalt als Gesamttransaktion betrachtet wertungsmässig (teleologisch) einem öffentlichen Kaufangebot an die Aktionäre der börsenkotierten Gesellschaft, deren Aktiven und Passiven abgespalten und in eine neu gegründete, nicht kotierte Gesellschaft übertragen wurden, entspricht. Mit Urteil vom 6.1.2005 ermöglichte das Kantonsgericht Zug basierend auf der Praxis der UEK gar die Kraftloserklärung von zu keinem Zeitpunkt kotierten Beteiligungspapieren. Diese Praxis ist auf eine vermehrt wirtschaftliche Betrachtungsweise zurückzuführen und bewirkt die fallweise Erweiterung des Anwendungsbereichs des BEHG auch auf nicht kotierte Gesellschaften. Als Folge davon werden Rechtssicherheit und private Aktionäre jedoch allzu stark gefährdet. Dennoch handelte es sich bei der erstmaligen Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nicht kotierte Gesellschaft nicht nur um einen Ausrutscher. Die UEK hat mittlerweile ihre Praxis bestätigt¹⁵³.

[Rz 82] Die Zukunft wird weisen müssen, ob sich eine teilweise und einzelfallbezogene Erweiterung der Kraftloserklärung auch auf nicht kotierte Gesellschaften etablieren wird. Auf jeden Fall verlangt eine solche Praxis, mit welcher ein Ausschlussrecht gegen private Aktionäre durch die Hintertür

¹⁴⁵ Siehe oben, Kap. II. F. 1.

¹⁴⁶ Art. 36 Abs. 1 BV.

¹⁴⁷ KUNZ, Kotierung (FN 45), 137; DERS., Auffälligkeiten (FN 78), 562, FN 77; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 N 13.

¹⁴⁸ Vgl. GOTSCHEV (FN 45) N 221.

¹⁴⁹ Siehe oben, Kap. II. B.

¹⁵⁰ Art. 22 Abs. 1 BEHG.

¹⁵¹ Siehe oben, Kap. II. C.

¹⁵² Vgl. Art. 22 BEHG mit dem Titel «Geltungsbereich».

¹⁵³ Empfehlung der UEK i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008; Verfügung 406/01 der UEK i.S. Ludama Holding AG vom 17. März 2009.

eingeführt, in die Eigentumsfreiheit der Aktionäre eingegriffen und eine erhebliche Rechtsunsicherheit geschaffen wird, nach einheitlicher Klärung durch Lehre, Praxis und Rechtsprechung. Es bleibt zu hoffen, dass sich die UEK und insbesondere ein nächstes Gericht zur Rückkehr in abgestecktes Territorium des BEHG bewegen lassen werden. Um nicht allzu sehr in Schwarzmalerei zu verfallen, kann aber auch gesagt werden, dass die sich bis anhin eher in Zurückhaltung übende Lehre rettend eingreifen könnte, sollte sich die UEK allzu weit und in immer regelmässigerer Art und Weise vom Wortlaut des Gesetzes wegbewegen. Gewissermassen als Silberstreifen am Horizont kündigt¹⁵⁴ sich also von dieser Seite Hilfe für die von einem durch die Hintertür eingeführten Ausschlussrecht betroffenen Minderheitsaktionäre an.

Christian Rudolf von Rohr, MLaw, absolviert derzeit die Anwalts- und Notariatspraktika im Kanton Solothurn.

Der hier vorliegende Beitrag ist die gekürzte Fassung einer wissenschaftlichen Arbeit, die vom Autor als Masterarbeit bei Prof. Peter V. Kunz, Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern eingereicht worden ist.

* * *

¹⁵⁴ Vgl. KUNZ, Kotierung (FN 45), 137 FN 333; DERS., Auffälligkeiten (FN 78), 562.