

Arbeiten zur Rechtsvergleichung

156

Karl Kreuzer (Hrsg.)

# Öffentliche Übernahmeangebote



Nomos Verlagsgesellschaft

Baden-Baden

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Öffentliche Übernahmeangebote:** Verhandlungen der Fachgruppe für vergleichendes Handels- und Wirtschaftsrecht anlässlich der Tagung der Gesellschaft für Rechtsvergleichung in Saarbrücken vom 18. bis 21. 9. 1991 / Karl Kreuzer (Hrsg.). – 1. Aufl. – Baden-Baden: Nomos Verl.-Ges., 1992  
(Arbeiten zur Rechtsvergleichung; Bd. 156)  
ISBN 3-7890-2686-7  
NE: Kreuzer, Karl [Hrsg.]; Gesellschaft für Rechtsvergleichung /  
Fachgruppe für vergleichendes Handels- und Wirtschaftsrecht; GT

1. Auflage 1992

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 1992. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der photomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten.

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Herausgebers . . . . .	7
Generalreferat: Öffentliche Übernahmeangebote von <i>Ulrich Immenga</i> , Göttingen . . . . .	11
Europarechtliches Referat: Zur Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote durch die Europäische Gemeinschaft von <i>Hermann Niessen</i> , Brüssel . . . . .	35
Länderreferate: Defenses against takeover bids: United States Law von <i>Richard M. Buxbaum</i> , Berkeley . . . . .	55
Les offres publiques d'acquisition en France von <i>Yves Guyon</i> , Paris . . . . .	85
La réglementation belge des offres publiques d'acquisition von <i>Guy Horsmans</i> , Louvain . . . . .	99
Regulation of takeover bids in the United Kingdom von <i>D.D. Prentice</i> , Oxford . . . . .	133
Öffentliche Übernahmeangebote nach schweizerischem Recht von <i>Ingeborg Schwenzler</i> , Basel . . . . .	163
Diskussionsbericht von <i>Peter Bernhard</i> . . . . .	183

# Öffentliche Übernahmeangebote nach schweizerischem Recht\* <sup>1</sup>

Ingeborg Schwenzer

ordentliche Professorin in Basel

## I. Einleitung

Bis zum Jahre 1977, als Werner K. Rey die Bally AG übernahm,<sup>2</sup> waren unfreundliche Übernahmen im Schweizer Wirtschaftsleben ein Fremdwort. Seither hat es jedoch eine ganze Reihe von Übernahmen bzw. Übernahmeversuchen gegeben, die sich freilich vorwiegend auf nationalem Terrain abspielten.<sup>3</sup>

Im internationalen Bereich sind Schweizer Unternehmen vor allen Dingen als sog. raider aufgetreten, wie etwa Nestlé und Jacobs bei Rowntree oder Hoffmann-La Roche bei Sterling. Breite Medienöffentlichkeit erfuhr im Jahre 1990 die Übernahme von Jacobs Suchard durch den Philip Morris Konzern.<sup>4</sup> Diese freilich stellte sich als friendly takeover dar.

\* Für wertvolle Unterstützung danke ich meinen Assistenten Frau lic. iur. Martina Wittibschlager und Herrn lic. iur. Markus Müller. Das Referat befindet sich auf dem Stand vom 1. September 1991.

<sup>1</sup> Abgekürzt werden zitiert:

*Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer*, Übernahmeangebote, ZGR-Sonderheft 9, Berlin/New York 1990, zit.: ZGR-Sonderheft 9; *Benz*, Aktienbuch und Aktionärswechsel, Basel 1961; *Böckli*, Das Aktienstimmrecht und seine Ausübung durch Stellvertreter, Basel 1961; *Burckhardt*, Der Erwerb eigener Aktien und Stammanteile, Basel/Frankfurt 1983; *Bürgi*, Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch, Bd. V 5b 1 und 2, Zürich 1947/1969; *Forstmoser/Meier-Hayoz*, Einführung in das schweizerische Aktienrecht, 3. A., Bern 1983; *Guhl/Merz/Kummer*, Das schweizerische Obligationenrecht, 7. A., Zürich 1980; *Hirsch/Sigrist*, Kommentar zum schweizerischen Übernahme-Kodex, Zürich 1989, (zu beziehen bei der Vereinigung der Schweizerischen Börsen, Zürich); Kolloquium, Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Lausanne 1990, zit.: Kolloquium Übernahmeangebote; *Kuy*, Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf, Zürich 1989; *Lutz*, Vinkulierte Namenaktien, Zürich 1988; *Pestalozzi-Henggeler*, Die Namenaktie und ihre Vinkulierung, Aarau 1948; *Schluep*, Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht, Zürich/St. Gallen 1955; *Steinmann*, Präventive Abwehrmaßnahmen zur Verhinderung unfreundlicher Übernahmen mit Mitteln des Aktienrechtes, Grusch 1989; *Tschäni*, Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht, 2. A., Basel/Frankfurt 1991; *Vischer/Rapp*, Zur Neugestaltung des schweizerischen Aktienrechts, Bern 1968; *von Greyerz*, Die Aktiengesellschaft, in: Schweizerisches Privatrecht Bd. VIII/2, Basel/Stuttgart 1982, S. 1-314; *Watter*, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990.

<sup>2</sup> Einzelheiten hierzu bei *Steinmann*, Fn. 1, S. 29 ff.

<sup>3</sup> Vgl. *Steinmann*, Fn. 1, S. 32 ff.

<sup>4</sup> Vgl. nur NZZ Nr. 143 vom 23. 6. 1990, S. 35.

Im Vergleich zur Situation in den USA und etwa in Großbritannien ist die Zahl der Übernahmen freilich in der Schweiz bislang gering geblieben. Dies hat vor allen Dingen strukturelle und rechtliche Hintergründe. In der Schweiz existieren derzeit ca. 160 000 Aktiengesellschaften. Davon sind einige Hundert an der Börse kotiert und ungefähr 220 können als echte Publikumsgesellschaften bezeichnet werden. Während kleinere und mittlere Gesellschaften meist von einzelnen Aktionären oder Aktionärsgruppen beherrscht werden, sind von den 20 größten Schweizer Gesellschaften sieben von Großaktionären beherrscht. Die übrigen weisen ein sehr breitgestreutes, frei handelbares Titelvolumen auf. Zu diesen strukturellen Ursachen treten die nach Schweizer Recht möglichen vielfältigen Instrumente zur Abwehr unerwünschter Übernahmeangebote, wobei an erster Stelle die Vinkulierung zu nennen ist. Mit wenigen Ausnahmen, bei denen dann freilich die vorhandenen Inhaberaktien oft in Familienbesitz sind, besitzen praktisch alle Schweizer Großunternehmen vinkulierte Namenaktien. Der Prozentsatz der Namenaktien am Gesamtkapital liegt dabei zumeist zwischen 75 und 100 %. Die Vinkulierungsbestimmungen, auf die im einzelnen noch zurückzukommen sein wird, sind so gestaltet, daß ein unfriendly takeover vor allem durch Ausländer kaum möglich sein dürfte.

Nach diesem kurzen Überblick über die rechtstatsächliche Situation in der Schweiz sei nunmehr auf die bei Übernahmen anzuwendenden Rechtsregeln eingegangen.

## II. Rechtliche Grundlagen

### 1. Kodex vom 1. September 1989

In der Schweiz fehlt bislang eine gesetzliche Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote. Seit 1. 9. 1989 existiert jedoch ein von der Vereinigung der Schweizer Börsen in einem Schnellverfahren in Kraft gesetzter Übernahme-Kodex.<sup>5</sup> Veranlassung dazu gab nicht zuletzt der Kampf um die Kontrolle der Lebensversicherung »La Suisse« im Jahre 1988. Auf Grund eines Verwaltungsratsentscheides der »La Suisse« wurde ein nicht genehmer Mitbieter (Tito Tetamanti) nicht ins Aktienregister eingetragen. Die Aktionäre konnten zu dieser

Offerte de facto nicht Stellung nehmen und waren gezwungen, das niederere Angebot eines anderen Bieters anzunehmen.<sup>6</sup>

Dem Übernahme-Kodex kommt keine Gesetzeskraft zu. Er stellt primär lediglich eine Verhaltensnorm für die an öffentlichen Übernahmeangeboten Beteiligten dar, deren Einhaltung durch die Kommission für Regulierungsfragen der Vereinigung der Schweizer Börsen überwacht und durchgesetzt werden soll. Diese, dem englischen »Takeover Panel« nachempfundene Institution setzt sich aus börsenunabhängigen Personen aus universitären und wirtschaftlichen Kreisen zusammen;<sup>7</sup> sie kann nach Ziff. 9.2. Übernahme-Kodex die zu dessen Durchsetzung geeigneten Maßnahmen ergreifen, insbesondere ihre Bemerkungen, Empfehlungen und Entscheidungen publizieren. Von den Veröffentlichungen der Kommission für Regulierungsfragen erhofft man sich eine gewisse Prangerwirkung, die die Beteiligten zur Einhaltung der Regeln des Kodex veranlassen soll. Darüber hinaus dürfen dem Kodex unterstehende Institutionen bei einem dem Kodex nicht entsprechenden Übernahmeangebot weder direkt noch indirekt, d.h. beispielsweise als Beauftragter des Anbieters, als Geldgeber oder als Zahlstelle, mitwirken, so daß sich die Abwicklung eines nicht dem Kodex entsprechenden Übernahmeangebotes als faktisch schwierig erweisen dürfte.

Der Übernahme-Kodex ist »anwendbar bei allen öffentlichen Angeboten zum Erwerb von börslich gehandelten schweizerischen Beteiligungswerten oder anderer Titel, welche ein Erwerbsrecht auf solche Aktien enthalten, wie namentlich Wandel- und Optionsrechte« (Ziff. 2 in der Fassung vom 1. Mai 1991).

Eine Definition des Begriffs des öffentlichen Angebots enthält der Kodex nicht (vgl. demgegenüber Art. 2 EG-Richtlinien-Entwurf). Nach einer Entscheidung der Kommission für Regulierungsfragen vom 20. März 1990 soll bei Versendung von ca. 3000 Schreiben durch eine vom Anbieter beauftragte Bank an ihre Kunden, andere Banken und Treuhänder ein Übernahmeangebot vorliegen.

Der Kodex findet keine Anwendung auf die in der Schweiz gehandelten Aktien ausländischer Gesellschaften. Im übrigen kommt es für die Anwendung des Kodexes nicht auf den Wohnsitz und Aufenthaltsort des Anbieters, den Ort der Angebotsanzeige oder den Wohnsitz und Aufenthaltsort der vom Angebot betroffenen Aktionäre an.<sup>8</sup>

In der Sache lehnt sich der Kodex teilweise an das englische sowie das EG-rechtliche Vorbild an. Er will den potentiellen Verkäufern und den Organen der Zielgesellschaft Klarheit für ihre Entscheidungen verschaffen und Markt-

<sup>5</sup> Vgl. hierzu Peter, Les Offres Publiques d'Achat en Suisse: Analyse et évolution, en particulier depuis l'entrée en vigueur de nouveau »Code des OPA«, SZW 62 (1990), 153 ff., passim; Hirsch/Sigrüst, Fn. 1, passim.

<sup>6</sup> NZZ Nr. 262 vom 10./11. November 1990, S. 33.

<sup>7</sup> Vgl. Peter, SZW 62 (1990), 153 ff., 158.

<sup>8</sup> Vgl. Hirsch/Sigrüst, Fn. 1, zu Ziff. 2. Kodex; Peter, SZW 62 (1990), 153 ff., 159.

manipulationen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten vermeiden, sowie die Gleichbehandlung der Aktionäre gewährleisten.<sup>9</sup>

## 2. Börsengesetzentwurf vom März 1991

Im Zuge der derzeit laufenden Revision des schweizerischen Aktienrechtes wurde zwar im Ständerat ein Vorstoß unternommen, Regelungen für öffentliche Übernahmeangebote zu schaffen,<sup>10</sup> dieser fand jedoch nicht die erforderliche Zustimmung. Die allgemeine Meinung im Ständerat ging dahin, daß eine punktuelle Regelung im Aktienrecht abzulehnen, das Problem vielmehr in einen größeren Zusammenhang gestellt werden müsse. Der Problemkreis soll deshalb nun im Rahmen eines neuen gesamtschweizerischen Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (im folgenden: Börsengesetzentwurf) gesetzlich geregelt werden. Dieses Gesetz ist als Rahmengesetz konzipiert, das neben strukturellen, organisatorischen und kompetenzrechtlichen Regeln für den Börsenhandel auch zwei Abschnitte über die öffentlichen Kaufangebote und die Offenlegung von Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften enthält. Der Börsengesetzentwurf lehnt sich weitgehend an zwei EG-Richtlinien an. Erstens an den Vorschlag vom 14. 9. 1990 für eine dreizehnte Richtlinie des Rates auf dem Gebiete des Gesellschaftsrechtes über Übernahmeangebote (im folgenden: EG-Richtlinien-Entwurf) und zweitens an die Richtlinie vom 17. 12. 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen.

Das Ziel ist es, einerseits ein faires Verhalten der bietenden und der angegriffenen Gesellschaft zu gewährleisten, andererseits dem Aktionär genügend Informationen über seine Gesellschaft zu garantieren und den Minderheitsaktionär zu schützen.

### III. Rechtspflichten des Bieters bei und nach Bekanntgabe des Übernahmeangebotes

#### 1. Publizitätspflichten

Wie alle Regelungen zu Übernahmeangeboten statuiert der Kodex zunächst eine Reihe von Pflichten über Informationen, die das öffentliche Übernahme-

<sup>9</sup> Vgl. *Sigrist*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 231 ff., 234.

<sup>10</sup> Vgl. Anträge *Villiger*, Sten.Bull.StR 1988, 519 ff.

angebot enthalten muß (Ziff. 4). Im einzelnen handelt es sich dabei um folgende Angaben: Identität des Anbieters; zu übernehmende Titel und ihre Anzahl; bereits gehaltene kapital- und stimmrechtsmäßige Beteiligung an der Zielgesellschaft sowie Anzahl der seit einem Jahr erworbenen und verkauften Aktien; Finanzierung des Angebotes; Übernahmepreis – bei Tauschangeboten ggf. Nachweis der Aktienkurs- und Geschäftsentwicklung während der letzten drei Jahre; und Angebotsfrist.

Weitere Informationspflichten, wie sie namentlich Art. 10 EG-Richtlinien-Entwurf vorsieht, kennt der Kodex nicht. So vermißt man vor allem zum einen eine Pflicht zur Offenbarung des Kaufpreises der vom Bieter bereits erworbenen Titel. Zum anderen fehlt die Pflicht, über die mit dem Angebot verfolgten unternehmerischen Absichten Aufschluß geben zu müssen.<sup>11</sup>

Der Börsengesetzentwurf selbst enthält noch keine detaillierten Informationspflichten. Deren Ausgestaltung wird vielmehr einer bundesrätlichen Verordnung vorbehalten (Art. 19 Abs. 6).

#### 2. Teilangebote

Teilangebote, d.h. Offerten, die nur auf ein Mehrheitspaket, nicht aber auf sämtliche Titel gerichtet sind, sind nach Schweizer Recht grundsätzlich zulässig.<sup>12</sup> Ziff. 3.8. Übernahme-Kodex sieht in diesem Fall jedoch eine pro rata-Berücksichtigung der verkaufswilligen Aktionäre vor. Erlangt der Bieter durch das Übernahmeangebot mehr als 50 % der Stimmrechte, so muß er alle verkaufswilligen vollumfänglich befriedigen. Diese Pflicht erstreckt sich auf sämtliche Titelkategorien, auch Partizipationsscheine, selbst wenn das Angebot ursprünglich nur für eine Aktienkategorie galt.<sup>13</sup>

Im Zusammenhang hiermit ist überdies die Regelung von Ziff. 3.7. Kodex von Bedeutung, wonach bei zustande gekommenem Übernahmeangebot die Angebotsfrist um weitere 10 Tage verlängert werden muß. Das Zusammenspiel dieser beiden Bestimmungen gewährleistet, daß jeder Aktionär zunächst das Ergebnis des Übernahmeangebots abwarten kann, ohne sich der Gefahr ausgesetzt zu sehen, sich gegen seinen Willen als Minderheitsaktionär wiederzufinden.

<sup>11</sup> Vgl. *Schluép*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 199 ff., 211; *Tschäni*, Fn. 1, S. 47; zum Kodex vgl. *Meier-Schatz*, Rechtliche Betrachtungen zu neueren Entwicklungen in der schweizerischen »Takeover-Szene«, SJZ 87 (1991), 57 ff., 60; der im Ständerat gescheiterte Antrag *Villiger* hätte eine entsprechende Bestimmung enthalten, vgl. Sten.Bull.StR. 1988, 519.

<sup>12</sup> Vgl. *Schluép*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 199 ff., 205; *Meier-Schatz*, SJZ 87 (1990), 57 ff., 59.

<sup>13</sup> Vgl. *Hirsch/Sigrist*, Fn. 1, zu Ziff. 3.8. Kodex.

Art. 23 Börsengesetzentwurf resp. Art. 4 EG-Richtlinien-Entwurf sehen eine noch weitergehende Pflicht zur Abgabe eines Angebotes vor, das alle börsenkotierten Papiere dieser Gesellschaft umfaßt. Verpflichtet ist, wer Beteiligungswerte einer Gesellschaft erwirbt und damit insgesamt über mehr als ein Drittel - alternativ 50 % - der Stimmrechte der Gesellschaft verfügt.

### 3. Gleichbehandlung und Parallelgeschäfte

Nach Ziff. 3.1. Kodex und Art. 19 Abs. 2 Satz 2 Börsengesetzentwurf muß das Angebot »Aktionäre in vergleichbarer Lage gleichbehandeln«. Eine Höchstpreisregel, wonach das Angebot dem Höchstpreis vorher erworbener Titel entsprechen muß - wie sie etwa das englische Recht kennt -, ist dem Kodex freilich fremd. Die Kommission für Regulierungsfragen hat jedoch entschieden, daß der Bieter während dreier Monate vor der Publikation des Angebots außerbörsllich keinen höheren als den Angebotspreis bezahlen darf.<sup>14</sup> Diese Regel wurde jedoch im Jacobs Suchard-Fall eingeschränkt; sie soll dann nicht gelten, »wenn das öffentliche Angebot keine wirtschaftlich notwendige Folge des vorangegangenen Erwerbs einer stimmenmäßigen Mehrheit ist«. <sup>15</sup> I.c. betrug die Preisdifferenz zwischen dem Erwerb der Mehrheitsbeteiligung und dem später abgegebenen Übernahmeangebot 42 %.

Aus dem Gesamtzusammenhang des Kodex heraus erscheint diese Entscheidung der Regulierungskommission in sich schlüssig: da nach dem Kodex - im Gegensatz zu Art. 23 Börsengesetzentwurf - keine Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots im Anschluß an einen Kontrollerwerb besteht, würden Höchstpreisvorschriften dem Aktionärsschutz zuwiderlaufen, da sie freiwillige Übernahmeangebote faktisch verhindern könnten.

Der Börsengesetzentwurf, der ja - wie erwähnt - eine Pflicht zur Abgabe eines Angebots nach Kontrollerwerb statuiert, sieht vor, daß der angebotene Preis mindestens dem Börsenkurs entsprechen muß (Art. 23 Abs. 2). Unsicher ist derzeit noch, ob auch eine Höchstpreisregel eingeführt wird. Nach einer Variante des Art. 23 Abs. 2 Börsengesetzentwurf darf der Angebotspreis den in den letzten drei Monaten bezahlten Höchstpreis um nicht mehr als 25 % unterschreiten.

Zur Zulässigkeit von sog. Parallel- oder Alongside-Geschäften, d.h. Aktienkäufen nach erfolgter Publikation des Angebotes, enthält weder der Kodex noch der Börsengesetzentwurf eine ausdrückliche Regelung. Diese sind daher grundsätzlich zulässig. Die Kommission für Regulierungsfragen hat jedoch aus dem im Übernahme-Kodex statuierten Gleichbehandlungsgebot abgeleitet,

<sup>14</sup> Vgl. Grundsatzentscheid vom 18. Juli 1989.

<sup>15</sup> Vgl. Grundsatzentscheid vom 28. Mai 1990.

daß der Bieter »für Aktienübernahmen, die nach erfolgter Publikation des Angebotes getätigt werden (inkl. Börsenaufkäufe), keine gegenüber dem Angebot höheren Preise« bezahlen darf.<sup>16</sup> Damit stellt der Angebotspreis die Höchstlimite für außerhalb des Angebots erworbene Titel dar. Unsicherheit herrscht derzeit noch bezüglich der Rechtsfolge, wenn der Bieter außerhalb des Angebots höhere Preise bezahlt. Erwägen könnte man insoweit, den nicht in den Genuß des höheren Preises gekommenen Aktionären einen anteiligen Herausgabeanspruch gestützt auf Geschäftsführung ohne Auftrag einzuräumen, denn der Aktionär, der mit dem Verkauf seiner Aktie zur Beherrschung der Gesellschaft verhilft, verwirklicht ein Potential, das in jeder Aktie liegt.<sup>17</sup>

### 4. Verfahrensvorschriften

Bezüglich des Verfahrens enthält der Kodex Regelungen, die mehr oder weniger mit anderen Regelwerken zu öffentlichen Übernahmeangeboten übereinstimmen.

Der Börsengesetzentwurf schweigt sich demgegenüber weitgehend über Verfahrensmodalitäten aus und weist deren Ausgestaltung in Art. 19 Abs. 6 einer bundesrätlichen Verordnung zu.

Nach dem Kodex hat der Bieter zunächst gleichzeitig mit der Publikation des Angebotes dieses der Kommission für Regulierungsfragen wie auch der Zielgesellschaft schriftlich einzureichen (Ziff. 5.2. Kodex). Hinzuzufügen ist ein Bericht einer qualifizierten Treuhandgesellschaft, der die Einhaltung des Kodexes bestätigt. Die Treuhandgesellschaft überprüft auch während der ganzen Dauer des Angebotes die Konformität des Bieterhandelns mit dem Kodex (Ziff. 5.3. Kodex).

Der Börsengesetzentwurf sieht in Art. 19 Abs. 3 die Prüfung des Angebotes vor der Publikation durch eine Revisionsstelle vor, die dann der Aufsichtsbehörde Bericht erstatten muß. Diese kann das Angebot untersagen und allenfalls schon abgeschlossene Verträge sind zivilrechtlich nichtig (Art. 19 Abs. 4).

Nach dem Kodex muß das Angebot selbst zunächst eine Karenzfrist von 10 Börsentagen vorsehen, innerhalb derer kein Zuschlag auf das Angebot erfolgen darf. Die Annahmefrist muß seit 1. Mai 1991 mindestens zwei Wochen (vorher einen Monat) und darf höchstens zwei Monate betragen (Ziff. 3.4. Kodex). Die Kommission für Regulierungsfragen kann hiervon - wie von jeder Bestimmung des Kodexes - jedoch Ausnahmen bewilligen (Ziff. 8 Kodex). So wurde in einem Fall, wo noch die ehemalige Monatsfrist galt und über die

<sup>16</sup> Vgl. Grundsatzentscheid vom 8. Juli 1989.

<sup>17</sup> Vgl. *Druey*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 157 ff., 166.

Grundsätze des Angebots schon bei Bekanntgabe der Übernahmeabsicht informiert worden war, eine Verkürzung der Annahmefrist auf 3 1/2 Wochen als angemessen angesehen.<sup>18</sup>

Das Angebot darf grundsätzlich weder geändert noch zurückgezogen werden (Ziff. 3.5. Kodex). Hiervon ausgenommen sind die Erhöhung des Übernahmepreises und die Verlängerung der Annahmefrist auf höchstens zwei Monate, da diese eine Besserstellung der Aktionäre bewirken. Dem Gleichbehandlungsgrundsatz entsprechend gilt eine etwaige Erhöhung des Übernahmepreises auch für früher abgegebene Akzepte.<sup>19</sup> Weitere Ausnahmen vom Prinzip der Unabänderbarkeit und Nichtrückziehbarkeit enthält der Kodex im Falle von Gegenofferten oder Verteidigungsmaßnahmen durch die Zielgesellschaft. Bei Vorliegen einer Gegenofferte kann die Annahmefrist zudem bis zum Ablauf der Gegenofferte verlängert werden.

Vom Widerrufsrecht des Bieters ist ein solches der Aktionäre zu unterscheiden. Wie im amerikanischen<sup>20</sup> und englischen<sup>21</sup> Recht, kann sowohl nach dem Schweizer Kodex (Ziff. 3.5) wie auch nach Art. 21 Börsengesetzentwurf und Art. 20 Abs. 5 EG-Richtlinien-Entwurf der Aktionär seine Annahme bis zum Ablauf der Angebotsfrist widerrufen, wenn eine Gegenofferte veröffentlicht wird.

Nach Ablauf der Annahmefrist ist der Bieter zur Offenlegung des Ergebnisses des Übernahmeangebots verpflichtet (Ziff. 3.6. Kodex). Bei Zustandekommen des Übernahmeangebots muß – wie bereits erwähnt – die Angebotsfrist nach der Bekanntgabe des Ergebnisses um weitere zehn Börsentage verlängert werden (Ziff. 3.7. Kodex und Art. 19 Abs. 5 Börsengesetzentwurf), so daß jeder Aktionär die Möglichkeit erhält, durch einen Verkaufsentscheid noch in dieser Phase einer Minderheitenstellung zu entgehen.

#### 5. Meldepflicht

Der Börsengesetzentwurf sieht vor, daß den Bieter eine Meldepflicht trifft, falls seine gesamte Beteiligung an der Zielgesellschaft einen Schwellenwert von 5 % (Variante 10 %) der Stimmrechte erreicht (Art. 17 Börsengesetzentwurf).

Ergänzt wird dieser Artikel durch Art. 663b<sup>bis</sup> rev. OR, der die Gesellschaften verpflichtet, im Anhang zur Bilanz alle Beteiligungen aufzuführen, die 5 % aller Stimmen oder die statutarisch festgelegte Begrenzung an Namenaktien übersteigen.

18 Vgl. Entscheidung vom 14. Mai 1990.

19 Vgl. *Hirsch/Sigris*, Fn. 1, zu Ziff. 3.5. Kodex.

20 Vgl. Rules 14(d) (1) SEA und 14(d)-7(a) SEA.

21 Vgl. Rule 34 City Code.

Um Manipulationen am Marktgeschehen zu verhindern und die Aktionärs-gleichheit zu verwirklichen, wird in Art. 22 Börsengesetzentwurf wie auch in Art. 17 EG-Richtlinien-Entwurf bestimmt, daß alle Marktbewegungen aller Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erfaßt werden müssen. Dies betrifft den Anbieter und Aktionäre, die mehr als 5 % (Variante: 10 %) der Stimmrechte halten; die Pflicht besteht von der Veröffentlichung des Angebotes bis zum Ende der Annahmefrist.

Der Inhalt der Meldepflicht soll durch eine bundesrätliche Verordnung bestimmt werden (Art. 17 Abs. 3, 22 Abs. 4 Börsengesetzentwurf), was eine Angleichung an die Anforderungen der EG erlaubt.

Der Übernahmekodex kennt keine derartige Meldepflicht.

#### IV. Rechtspflichten der Zielgesellschaft nach Bekanntgabe des Übernahmeangebots

Das schweizerische Recht kennt derzeit noch keine gesetzliche Regelung der Verhaltenspflichten des Managements, bzw. der Verwaltung der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten.<sup>22</sup> Der Übernahme-Kodex befaßt sich ausschließlich mit den Pflichten des Bieters und sieht keine Verhaltenspflichten für die Entscheidungsträger der Zielgesellschaft vor.

Nach geltendem Recht wird man der Verwaltung allenfalls eine allgemeine Pflicht zur Information über ein erfolgtes Übernahmeangebot nach den Grundsätzen des Aktienrechtes auferlegen können.<sup>23</sup> Weitergehende Informationspflichten lassen sich auch aus dem Auskunftsrecht der Aktionäre nicht ableiten, zumal nach Schweizer Auffassung fraglich erscheint, ob dieses zur Ausübung des Kontrollrechtes der Aktionäre geschaffene Auskunftsrecht »in den Dienst der Verkaufsinteressen der Aktionäre gestellt werden darf«.<sup>24</sup>

Erst der Börsengesetzentwurf (Art. 20 Abs. 1) verpflichtet den Verwaltungsrat, zu Händen der Aktionäre eine Stellungnahme mit wahrheitsgetreuen Informationen abzugeben. Inhalt und Modalitäten der Publikation werden durch den Bundesrat bestimmt (Art. 20 Abs. 3 Börsengesetzentwurf). Mindestens jedoch sollte die Stellungnahme begründet sein und angeben, ob der Verwaltungsrat sich mit dem Bieter verständigt hat oder Stimmrechtsbindungen

22 Vgl. *Hirsch/Sigris*, Fn. 1, zu Ziff. 3.5. Kodex; *Meier-Schatz*, Unternehmensübernahmen, Referat gehalten am Praktikerkurs »Aktienrecht« vom 21./22. November 1990 an der Hochschule St. Gallen, S. 13.

23 Vgl. *Watter*, Fn. 1, S. 288.

24 *Druey*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 157 ff., 165.

vereinbart wurden; so auch der Sache nach Art. 14 EG-Richtlinien-Entwurf und das englische<sup>25</sup> und amerikanische<sup>26</sup> Recht.

In der Praxis ist gleichwohl in der Schweiz schon jetzt eine Stellungnahme des Verwaltungsrates bei Übernahmeangeboten durchaus üblich, diese fällt freilich zumeist eher einseitig und lückenhaft aus.<sup>27</sup>

## V. Abwehrmaßnahmen

### 1. Ausgangslage

Während Art. 8 EG-Richtlinien-Entwurf die Befugnisse der Verwaltung der Zielgesellschaft während des Laufs des Übernahmeangebots erheblich einschränkt, betont der Kodex ausdrücklich die Freiheit der Zielgesellschaft zum Ergreifen von Abwehrmaßnahmen. Ziff. 6.1. Kodex bestimmt: »Die zuständigen Organe der Gesellschaft sind im Rahmen des Gesetzes und der Statuten in der Wahl von Gegenmaßnahmen frei; insbesondere dürfen sie die Eintragung des Anbieters ins Aktienregister gemäß Statuten verweigern.«

Im Hinblick auf die Vielzahl möglicher Abwehrmaßnahmen im Schweizer Recht kommt der Abstinenz des Kodex bezüglich der Regelung von Abwehrmaßnahmen besondere praktische Bedeutung zu.

Der Börsengesetzesentwurf (Art. 20 Abs. 2) will sich demgegenüber weitgehend der in Art. 8 EG-Richtlinien-Entwurf vorgeschlagenen Regelung anschließen und nach Veröffentlichung eines Angebots die Ausgabe oder den Erwerb eigener Beteiligungspapiere sowie die Durchführung von Rechtsgeschäften, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert wird, von einem entsprechenden Beschluß der Generalversammlung abhängig machen. Andere Abwehrmaßnahmen können von der Verwaltung jedoch selbständig ergriffen werden. Als Variante sieht der Börsengesetzesentwurf vor, daß sämtliche Abwehrmaßnahmen von einem entsprechenden Beschluß der Generalversammlung getragen sein müssen; ein solcher Beschluß kann für maximal zwei Jahre gefaßt werden.

<sup>25</sup> Vgl. Rules 3 und 30 City Code.

<sup>26</sup> Vgl. Rule 14e-2(a) SEA.

<sup>27</sup> Vgl. Meier-Schatz, Fn. 23, S. 13.

### 2. Vinkulierung von Namenaktien<sup>28</sup>

Die Vinkulierung von Namenaktien stellt wohl immer noch das beliebteste Mittel zur Abwehr von Übernahmen dar. Nach Art. 686 OR sind die Gründe, bei deren Vorliegen die Gesellschaft die Eintragung eines Erwerbers in das Aktienbuch verweigern kann, in den Statuten vorzusehen. Dabei ist es freilich möglich zu bestimmen, daß die Eintragung ohne Angabe von Gründen verweigert werden darf. Wie bereits eingangs erwähnt, stellen vinkulierte Namenaktien die regelmäßig überwältigende Mehrheit des Aktienkapitals der großen börsenkotierten schweizerischen Unternehmen. Die Statuten dieser Gesellschaften sehen in der Regel zum einen eine prozentuale Höchstgrenze für die Innehabung von Namenaktien vor, die zumeist bei 2-3 % liegt, zum anderen kann zumeist die Eintragung von Ausländern verweigert werden. In neuester Zeit streichen freilich Großkonzerne (z.B. Nestlé, Ciba-Geigy oder Sulzer) Ausländerklauseln aus ihren Statuten und sehen bloß noch die erwähnte prozentuale Begrenzung des Anteils am Aktienkapital vor.<sup>29</sup> Statt dieser oder auch neben diesen umschriebenen Ablehnungsgründen enthalten die Statuten häufig die Bestimmung, daß die Eintragung ohne Angabe von Gründen verweigert werden kann.<sup>30</sup>

Wird die Ablehnung ohne Angabe von Gründen verweigert, so muß sie sich nach der Rechtsprechung zwar auf unter dem Gesichtswinkel des Gesellschaftsinteresses sachliche Gründe stützen;<sup>31</sup> da hierunter jedoch vor allem die Wahrung der Eigenart der Gesellschaft und der Schutz vor Überfremdung verstanden werden,<sup>32</sup> dürfte die Ablehnung der Eintragung im Rahmen eines Übernahmekampfes regelmäßig als zulässig anzusehen sein.

Wird der Erwerber nicht ins Aktienbuch eingetragen, so folgt aus der vom Bundesgericht in ständiger Rechtsprechung<sup>33</sup> vertretenen sog. Spaltungstheorie,<sup>34</sup> daß die rein forderungsrechtlichen Vermögensrechte auf den Erwerber übergehen, der Veräußerer behält jedoch die Mitwirkungsrechte, d.h. nament-

<sup>28</sup> Vgl. hierzu Böckli, Zankapfel der Aktienrechtsrevision: die Vinkulierung der Namenaktien, SAG 60 (1988), 149 ff., passim; Gauch, Die Übertragung von Namenaktien und ihre Beschränkung, SAG 55 (1983), 101 ff., passim; Schlupe, Vinkulierung, SAG 48 (1976), 122 ff., passim; Pestalozzi-Henggeler, Fn. 1, passim.

<sup>29</sup> Siehe nur: NZZ 1991 Nr. 90 S. 35; Nr. 95 S. 33; Nr. 145 S. 33.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu Benz, Fn. 1, S. 133 ff.

<sup>31</sup> Vgl. BGE 109 II 130; vgl. auch Schlupe, SAG 48 (1976), 122 ff., 124.

<sup>32</sup> Vgl. von Greyerz, Fn. 1, S. 126.

<sup>33</sup> Vgl. zuletzt BGE 114 II 57 = SAG 61 (1989), 25 ff., m.Anm. Pedrazzini; vgl. auch die Kritik von Bär, Die Spaltung der vinkulierten Namenaktie - wieder aufgegriffen aus zweifach aktuellem Anlaß, SAG 61 (1989), 125 ff., passim; von Greyerz, Fn. 1, S. 128 f. m.w.N.

<sup>34</sup> Vgl. hierzu Benz, Fn. 1, S. 133 ff.; von Greyerz, Fn. 1, S. 128 m.w.N.

lich das Stimmrecht.<sup>35</sup> Ein Instruktionsrecht des Erwerbers wie auch die Verpflichtung des Veräußerers, sein Stimmrecht nicht auszuüben, wird vom Bundesgericht als eine Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen und deshalb als unwirksam betrachtet;<sup>36</sup> die faktische Einflußnahme kann dadurch freilich kaum verhindert werden.

Die Neuregelung der Vinkulierung ist ein wichtiges Anliegen der Aktienrechtsrevision, welche von den Räten in der Sommersession 1991 abgeschlossen wurde. Vorbehältlich der Schlußabstimmung in der Herbstsession 1991 und redaktioneller Überarbeitung, liegt der endgültige Gesetzestext vor. Voraussichtliches Inkrafttreten ist der 1. Juli 1992. Die bisherige Möglichkeit, einen Erwerber ohne Angabe von Gründen abzuweisen, soll abgeschafft und die Ablehnungsgründe beschränkt werden. Das Gesetz unterscheidet dabei zwischen börsenkotierten und nicht an der Börse gehandelten Aktien.

Bei letzteren soll die Eintragung nur aus wichtigen, in den Statuten genannten Gründen verweigert werden können, oder wenn die Gesellschaft dem Veräußerer der Aktien anbietet, die Aktien zum wirklichen Wert selbst zu übernehmen (sog. *escape clause*). Als wichtige Gründe gelten Bestimmungen über die Zusammensetzung des Aktionariates, welche die wirtschaftliche Selbständigkeit des Unternehmens betreffen (Art. 685 b Abs. 1 und 2 rev. OR). Die wenig klare Klausel läßt verschiedene Interpretationen zu: eine Konkurrentenausschlußmöglichkeit und wohl auch eine verdeckte Ausländerklausel (wirtschaftliche Selbständigkeit vom Ausland).<sup>37</sup> Eine Spaltung der Aktionärsrechte soll dadurch vermieden werden, daß sämtliche Rechte beim Veräußerer bleiben, bis die Gesellschaft der Übertragung zugestimmt hat.<sup>38</sup>

Eine stärkere Einschränkung der Vinkulierungsmöglichkeiten besteht für börsenkotierte Gesellschaften. Die Ablehnung eines Erwerbers soll nur möglich sein, bei – soweit in den Statuten genannt – Überschreitung einer Höchstlimite. Eine *escape clause* ist nicht mehr vorgesehen.

Bei börsenkotierten Aktien ist in der Frage des Überganges der Rechte danach zu unterscheiden, ob die Aktie börsenmäßig oder außerbörslich erworben

35 Die schweizerische Praxis begegnet den Schwierigkeiten, die aus der Spaltungstheorie resultieren, mit privatrechtlichen Vereinbarungen zwischen den Banken und den zugelassenen Gesellschaften sowie mit Börsenansuchen. Seit 1961 besteht durch Vermittlung der schweizerischen Bankiervereinigung zwischen einer Anzahl Banken und zugelassenen Gesellschaften ein Übereinkommen über Empfehlungen betr. Handänderungen von vinkulierten Namenaktien (vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, Jahresbericht 1989/90, 204 ff.). Die Banken verpflichten sich darin, Aufträge zum Kauf vinkulierter Namenaktien nicht auszuführen, wenn die ihnen von den Gesellschaften bekanntgegebenen Bedingungen nicht erfüllt sind.

36 Vgl. BGE 114 II 64, i.c. handelte es sich um eine Namenaktie mit Rektaklausel; BGE 109 II 46; kritisch dazu *Bär*, SAG 61 (1989), 125 ff., passim; *Pedrazzini*, SAG 61 (1989), 25 ff., passim; vgl. auch Urteil des Handelsgerichtes des Kantons Zürich vom 28. 11. 1986, ZR 1987, Nr. 26 = SAG 60 (1988), 72 ff. m.Anm. *Pedrazzini*.

37 Vgl. *Kläy*, SZW 63 (1991), 161 f.

38 Vgl. Art. 685 c rev. OR.

wurde. Im ersten Fall gehen die Rechte mit der Übertragung auf den Erwerber über, im letzteren sobald der Erwerber das Gesuch um Anerkennung als Aktionär bei der Gesellschaft eingereicht hat (Art. 685 f. Abs. 1 rev. OR). In der Schwebezeit bis zur Anerkennung ist der Erwerber als »Aktionär ohne Stimmrecht« ins Aktienbuch einzutragen. Seine Aktien gelten in der Generalversammlung als nicht vertreten (Art. 685 f. Abs. 2 rev. OR). Der noch nicht anerkannte Aktionär kann (wie auch der Veräußerer) seine mit dem Stimmrecht verknüpften Rechte nicht ausüben. Andere Rechte, so namentlich das Bezugsrecht oder das Recht auf Dividende, stehen ihm uneingeschränkt zu.

Im geltenden Recht ist unsicher, unter welchen Voraussetzungen die Vinkulierung auch nachträglich durch Statutenänderung eingeführt werden kann.<sup>39</sup> Das Bundesgericht mußte diese Frage nie entscheiden. Ältere kantonale Entscheide haben die nachträgliche Vinkulierung unter der Voraussetzung, daß sie verhältnismäßig ist, zugelassen.<sup>40</sup> Der von den Räten bereits akzeptierte bundesrätliche Entwurf (Art. 704 rev. OR) läßt eine nachträgliche Vinkulierung durch Beschluß der Generalversammlung ausdrücklich zu, soweit mindestens 2/3 der vertretenen Stimmen und die absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte zustimmen.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Vinkulierung von Namenaktien derzeit sicher noch das wichtigste Abwehrinstrument schweizerischer Aktiengesellschaften in einem Übernahmekampf ist. Freilich stellt auch sie nicht ein hundertprozentiges Mittel gegen Übernahmen dar. Ein Interessent kann sich in der Regel bereits durch Kauf von Inhaberaktien ein wichtiges Sprungbrett schaffen. Bei einer Beteiligung von 10 % erlangt er das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung (Art. 699 Abs. 3 OR). Durch günstige Angebote gegenüber den Inhabern von Namenaktien kann er diese u.U. veranlassen, die Vinkulierungsbestimmungen aus den Statuten der Gesellschaft zu streichen oder die Namenaktien in Inhaberaktien umzuwandeln. Da das schweizerische Recht für die Abänderung der Statuten keine qualifizierte Mehrheit, ja nicht einmal eine qualifizierte Anwesenheit erfordert, kann diese Möglichkeit nicht ganz von der Hand gewiesen werden.

39 Vgl. dazu *Bürgi*, Fn. 1, N. 13 Vorbem. zu Art. 683–687 OR; differenzierend von *Greyerz*, Fn. 1, S. 145 f.; *Forstmoser/Meier-Hayoz*, Fn. 1, S. 270; dafür *Schlupe*, SAG 48 (1976), 122 ff., 125; ablehnend *Kuy*, Fn. 1, S. 138.

40 Vgl. SJZ 61 (1965), 167 ff.; BJM 1965, 83 ff.

### 3. Statutarische Abschreckungsklauseln

#### a) Gestaffelter Verwaltungsrat

Nach Schweizer Aktienrecht ohne weiteres zulässig ist die Staffelung des Verwaltungsrates.<sup>41</sup> Schranken ergeben sich insoweit lediglich daraus, daß eine Höchstwahldauer von 6 Jahren nicht überschritten werden kann (Art. 708 Abs. 1 OR). Da jedoch der Generalversammlung das unentziehbare und grundsätzlich auch unbeschränkbare<sup>42</sup> Recht zusteht, den gesamten Verwaltungsrat oder einzelne seiner Mitglieder jederzeit abzurufen (Art. 705 Abs. 1 OR), hat ein gestaffelter Verwaltungsrat wohl kaum eine Abschreckungswirkung.<sup>43</sup>

Unzulässig ist die Bestimmung der Zahl der Verwaltungsratsmitglieder durch den Verwaltungsrat selbst,<sup>44</sup> diese hat durch die Generalversammlung zu erfolgen. Zulässig sind jedoch statutarische Wählbarkeitsvoraussetzungen für Verwaltungsratsmitglieder. Diese können dem Erwerber die Neubesetzung der Verwaltung erschweren.<sup>45</sup> Für aktionärsmäßig offene Gesellschaften ist eine solche Maßnahme jedoch insoweit problematisch, als es schwierig sein dürfte, das statutarische Anforderungsprofil derart zu bestimmen, daß einerseits potentielle Bieter abgeschreckt werden, andererseits eine optimale Zusammensetzung des Verwaltungsrats »in Friedenszeiten« nicht verunmöglicht wird.<sup>46</sup>

#### b) Stimmquoten

Nach Art. 703 OR ist – wie bereits erwähnt – für Generalversammlungsbeschlüsse grundsätzlich nur die absolute Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen erforderlich; dies gilt auch für eine Statutenänderung.<sup>47</sup> Statutarische Stimmquoten sind jedoch nach Schweizer Recht grundsätzlich zulässig.<sup>48</sup> Als

41 Vgl. *Kuy*, Fn. 1, S. 113 m.w.N.; zum Ganzen vgl. *Meier-Schatz*, Aktienrechtliche Verteidigungsvorkehrungen gegen unerwünschte Unternehmensübernahmen, SAG 60 (1988), 106 ff., 110 m.w.N.; *Bürgi*, Fn. 1, N. 37 zu Art. 708 OR.

42 Vgl. die Nachweise bei *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 110 Fn. 39 bis 41.

43 Vgl. *Kuy*, Fn. 1, S. 114.

44 Vgl. *Bürgi*, Fn. 1, N. 33 zu Art. 708 OR.

45 Vgl. *Bürgi*, Fn. 1, N. 12 zu Art. 707 OR, *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 111.

46 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988) 106 ff., 111 m.w.N.

47 Für Fusionsbeschlüsse ist jedoch nach Art. 649 Abs. 1 OR grundsätzlich erforderlich, daß bei der Generalversammlung mindestens 2/3 sämtlicher Aktien vertreten sind. Nach Art. 704 Abs. 1 Nr. 7 rev. OR bedarf der Fusionsbeschuß mindestens der Mehrheit von 2/3 der vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.

48 Vgl. Art. 703 OR, der ausdrücklich vorsieht, daß einfaches Mehr als Beschlußfassungsmodus der Generalversammlung nur genügt, »soweit das Gesetz oder die Statuten es nicht anders bestimmen«.

Abwehrmaßnahme gegen Übernahmen stehen dabei qualifizierte Mehrheitserfordernisse für Fusionsbeschlüsse und Statutenänderungen im Vordergrund.<sup>49</sup> Soweit derartige statutarische Stimmquoten vorgesehen sind, können diese selbst wiederum nur durch einen Generalversammlungsbeschluß mit einer Mehrheit von mindestens 2/3 des gesamten Grundkapitals aufgehoben werden (Art. 648 Abs. 1 OR).

Unsicher ist, wie hoch die Beschlußfassungshürden durch die Statuten gesetzt werden können. Während die wohl überwiegende Ansicht<sup>50</sup> statutarische Stimmquoten nur dem Gebot von Treu und Glauben und dem allgemeinen Rechtsmißbrauchsverbot unterwirft, wird vereinzelt<sup>51</sup> vertreten, daß für »wesentliche Beschlüsse«, wozu Statutenänderungen und Fusion sicherlich zu rechnen sind, die obere Grenze einer zulässigen Erschwerung bei einer Mehrheit von 3/4 liegen müsse.

#### c) Auskaufspflichten

Auskaufspflichten der Gesellschaft sind nach Schweizer Recht grundsätzlich unzulässig.<sup>52</sup> Unabhängig von einer Verletzung des Verbots des Erwerbs eigener Aktien und der Einlagenrückgewähr<sup>53</sup> würde eine derartige Verpflichtung eine unzulässige Präjudizierung der in den Kompetenzbereich der Generalversammlung fallenden Gewinnverwendung darstellen.

Auch statutarische Auskaufspflichten zulasten bestimmter Aktionäre können nach Schweizer Recht nicht begründet werden. Sie verstoßen gegen das Verbot der Begründung von Nebenleistungspflichten (Art. 680 Abs. 1 OR).

### 4. Finanzielle Giftpillen

»Giftpillen« sind im Schweizer Recht vor allem möglich durch Ausrichtung von Stock- anstelle von Bardividenden.<sup>54</sup> Auch Kapitalerhöhungen durch Ausgabe von aus Gesellschaftsmitteln liberierten Gratistiteln und Ausgabe neuer Aktien zu einem unter ihrem inneren Wert liegenden Preis stehen keine aktienrechtlichen Bedenken gegenüber.<sup>55</sup>

49 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 111; *Kuy*, Fn. 1, S. 114.

50 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 112 m.w.N.

51 Vgl. *Bürgi*, Fn. 1, N. 26 zu Art. 703 OR.

52 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 112 m.w.N.

53 Vgl. hierzu ausführlich unter 6.

54 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 113, *Bürgi*, Fn. 1, N. 65 Vorbem. zu Art. 689-731 OR; *Vischer/Rapp*, Fn. 1, S. 77.

55 Vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz*, Fn. 1, S. 245.

Die Einführung von »Giftpillen« im Übernahmekampf stößt freilich auf kompetenzrechtliche Schwierigkeiten. Über die Ausschüttung von Dividenden und die Erhöhung des Aktienkapitals hat ausschließlich die Generalversammlung zu befinden.<sup>56</sup> Das geltende Schweizer Recht kennt kein gesetzlich genehmigtes Kapital. Es soll erst im Rahmen der Revision eingeführt werden.<sup>57</sup>

Bedenken gegen »Giftpillen« in Form günstiger Bezugsrechte ergeben sich im Schweizer Recht auch unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsprinzips. Ziel der »Giftpillen« wird es regelmäßig sein, den potentiellen Bieter von den günstigen Bezugsbedingungen bzw. dem Gratisbezug auszuschließen. Von der Rechtsprechung wird eine Ungleichbehandlung zugelassen, wenn sie ein »angemessenes Mittel zur Erreichung eines gerechtfertigten Zwecks ist«,<sup>58</sup> d.h. wenn die ungleiche Behandlung zur Verfolgung des Gesellschaftszwecks sowie im Interesse der Existenz und der Funktionsfähigkeit des Unternehmens geboten erscheint. Über die Zulässigkeit von »Giftpillen« als Abwehrmaßnahme im Übernahmekampf hatte die Rechtsprechung bislang noch nicht ausdrücklich zu entscheiden; sie dürfte jedoch im Hinblick auf die bisherige Rechtsprechung zur Vinkulierung und zum Gleichbehandlungsprinzip wohl bejaht werden.<sup>59</sup>

##### 5. Stimmrechtsbeschränkungen

Dualistische Stimmrechtsstrukturen sind nach Schweizer Recht zulässig und vom Gesetzgeber sogar ausdrücklich dafür vorgesehen, um der Gesellschaft ein Mittel zur Abwehr äußerer oder innerer Überfremdung zur Verfügung zu stellen.<sup>60</sup> Zwar kennt das Schweizer Recht keine echten Stimmrechtsaktien, möglich - und in der Praxis sehr häufig anzutreffen - sind nach Art. 693 OR jedoch sog. unechte Stimmrechtsaktien, bei denen sich das Stimmrecht nach der Stückzahl und nicht nach dem Nennwert bemißt. Sie können statutarisch, durch Umwandlung bestehender Aktien oder durch eine Kapitalerhöhung eingeführt werden.<sup>61</sup> Eine nachträgliche Einführung erfordert allerdings einen qualifizierten Mehrheitsbeschluß von mindestens 2/3 des Grundkapitals (Art. 648 Abs. 1 OR). Ob darüberhinaus besondere materielle Gründe für die

56 Vgl. *Druey*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 157 ff., 173; eingehend *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 113 f. m.w.N.

57 Vgl. Art. 651 rev. OR. Das genehmigte Kapital darf die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen; für die Beschlußfassung ist eine qualifizierte Mehrheit nach Art. 704 Abs. 1 Nr. 4 rev. OR erforderlich.

58 Vgl. BGE 102 II 267; weitere Nachweise bei *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 114.

59 So auch *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 114 m.w.N.; verneinend *Kuy*, Fn. 1, S. 76 ff., 144 ff.

60 Vgl. *Böckli*, Fn. 1, S. 6 f.; *Bürgi*, N. 7 f. zu Art. 693 OR.

61 Vgl. *Kuy*, Fn. 1, S. 126 f. m.w.N.

Einführung von Stimmrechtsaktien erforderlich sind, ist in der Schweizer Lehre umstritten,<sup>62</sup> dürfte im Ergebnis jedoch zu verneinen sein, namentlich weil der Einführung von Stimmrechtsaktien nicht zustimmende Namenaktiönäre für die Dauer von 6 Monaten an eine allfällige Vinkulierung nicht gebunden sind (Art. 648 Abs. 2 OR).<sup>63</sup>

Während das geltende Recht keine gesetzlichen Schranken im Hinblick auf die Stimmkraftproportionen aufstellt, sieht Art. 693 Abs. 2 rev. OR zukünftig vor, daß der Nennwert der übrigen Aktien das Zehnfache des Nennwerts der Stimmrechtsaktien nicht überschreiten darf.

Auch statutarische Höchststimmkraftlimiten, z.B. die Begrenzung der maximalen Stimmkraft eines einzelnen Aktionärs auf 1/5 der vertretenen Stimmen, sind nach Schweizer Recht zulässig (Art. 692 Abs. 2 OR). Ihre nachträgliche Einführung dürfte durch einen Statutenänderungsbeschluß mit einfacher Mehrheit möglich sein.<sup>64</sup> Die Abwehrtauglichkeit von Höchststimmkraftlimiten ist freilich beschränkt, da der Übernehmer sein Stimmpotential derart aufteilen kann, daß der Aktienbesitz der einzelnen, ihm getreuen Mitglieder unterhalb der Limite bleibt.<sup>65</sup>

Ob neben Stimmrechtsaktien und Höchststimmkraftlimiten andere Formen von Stimmrechtsbeschränkungen möglich sind, erscheint - mangels bisher ergangener Rechtsprechung - als offene Frage.<sup>66</sup> Unzulässig sind sicher stimmrechtliche »Giftpillen« in Form eines ruhenden Stimmrechtes, da ihnen das Verbot stimmrechtsloser Aktien entgegensteht (Art. 692 Abs. 2 OR). Unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsprinzips bestehen jedoch auch gegenüber skalierten Stimmrechten, die sich teilweise in den Statuten Schweizer Aktiengesellschaften finden,<sup>67</sup> und zeitlichen Stimmrechtsdifferenzierungen Bedenken. Auch hier könnte freilich die Einführung derartiger Stimmrechtsstrukturen im Rahmen eines Abwehrkampfes gegen eine potentielle Übernahme als sachlich ausreichender Grund für die Ungleichbehandlung angesehen werden.

62 Vgl. einerseits von *Greyerz*, Fn. 1, S. 79; *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 116; *Druey*, in: Kolloquium Übernahmeangebote, Fn. 1, S. 157 ff., 174; andererseits *Forstmoser/Meier-Hayoz*, Fn. 1, S. 249; *Kuy*, Fn. 1, S. 126 ff.

63 Im Einzelfall kann dies zugunsten des potentiellen Übernehmers ausschlagen.

64 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 116; gegen nachträgliche Einführung hingegen von *Greyerz*, Fn. 1, S. 147.

65 Vgl. *Steinmann*, Fn. 1, S. 119.

66 Vgl. hierzu i.e. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 116 f.

67 Vgl. *Böckli*, Fn. 1, S. 33.

## 6. Aktienrückkäufe

Der Erwerb eigener Aktien<sup>68</sup> ist nach geltendem Schweizer Recht grundsätzlich nicht zulässig (Art. 659 OR). Dieses Verbot stellt jedoch nach herrschender Ansicht lediglich eine Ordnungsvorschrift dar, so daß der Erwerb eigener Aktien zivilrechtlich gültig ist,<sup>69</sup> sofern er nicht aus gebundenen Mitteln finanziert und damit gleichzeitig das Verbot der Einlagenrückgewähr (Art. 680 Abs. 2 OR) verletzt wird.<sup>70</sup> Der Erwerb eigener Aktien als Mittel zur Abwehr einer drohenden Übernahme wird als zulässig angesehen;<sup>71</sup> auch das Bundesgericht hat ihn zum Zwecke der Stabilisierung bestehender Mehrheitsverhältnisse gebilligt.<sup>72</sup>

Die Aktienrechtsreform bringt eine ausdrückliche Legalisierung des Erwerbs eigener Aktien, solange freies Eigenkapital in der Höhe der für den Erwerb aufgewendeten Mittel vorhanden ist (Art. 659 rev. OR). Allerdings dürfen nicht mehr als 10 bzw. 20 % - beim Erwerb von Namenaktien in Zusammenhang mit einer Übertragbarkeitsbeschränkung - der Aktien durch die Gesellschaft selbst gehalten werden.

## VI. Schlußbetrachtung

Für die Angebotsphase stellt der schweizerische Übernahmekodex sicher einen ersten wichtigen Schritt für eine Steuerung des Bieterverhaltens dar. Seine Schwäche besteht wohl zunächst darin, daß die im Kodex enthaltenen Regeln nicht durch staatliche Zwangsgewalt durchgesetzt werden können. Gerade auch aus diesem Grund erweist es sich als sinnvoll, Regeln über Übernahmeangebote in den Börsengesetzentwurf zu integrieren. Darüber hinaus bleiben wichtige Fragen - wie dargelegt - vom Kodex unbeantwortet. Erst der Börsengesetzentwurf, dessen weiteres Schicksal derzeit freilich noch ungewiß ist, wird insoweit Abhilfe schaffen.

Was die möglichen Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft betrifft, so ist der sicher effektivste Schutz gegen Übernahmeversuche in der in der Schweiz weit verbreiteten Vinkulierung von Namenaktien zu sehen. An zweiter Stelle

68 Vgl. dazu *Burckhardt*, Fn. 1, passim.

69 Vgl. *Forstmoser/Meier-Hayoz*, Fn. 1, S. 207 f.

70 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 117 m.w.N.

71 Vgl. *Meier-Schatz*, SAG 60 (1988), 106 ff., 117 m.w.N.; a.A. *Burckhardt*, Fn. 1, S. 50 f.; *Kuy*, Fn. 1, S. 75 f.

72 Vgl. BGE 88 II 298.

sind dualistische Stimmrechtsstrukturen zu nennen. Weitere Abwehrmaßnahmen - wie sie namentlich aus den USA bekannt sind - laufen teilweise wesentlichen Strukturprinzipien des Schweizer Aktienrechtes zuwider, teilweise können sie jedenfalls nur im Wege eines Beschlusses der Generalversammlung ergriffen werden, so daß der Einfluß der Aktionäre hierauf gewahrt bleibt.