



Chapitre d'actes

2015

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Opting Out

Thévenoz, Luc; Roos, Lukas

How to cite

THÉVENOZ, Luc, ROOS, Lukas. Opting Out. In: Mergers & Acquisitions XVII. Tschäni, Rudolf (Ed.). Zurich. Zurich : Schulthess, 2015. p. 33–51.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:48180>

Opting Out

Luc Thévenoz/Lukas Roos

Inhalt

I.	Einleitung: Die Transaktion Pretium AG	34
II.	Statistische Bedeutung des Opting out	37
III.	Praxis der Übernahmekommission zur Gültigkeit eines nachträglich eingeführten Opting out	39
	1. Gesetzliche Grundlagen	39
	2. Entwicklung der Praxis	40
	a) Ältere Praxis: Ungültigkeit bei formeller oder materieller Selektivität	40
	b) Zwischenphase: Primat der gesellschaftsrechtlichen Anfechtung	42
	c) Aktuelle Praxis: Transparenz und Mehrheit der Minderheit	43
	3. Die Gültigkeitsvoraussetzungen	44
	a) Transparenz	44
	b) Mehrheit der Minderheit	45
	c) Vermutung der Gültigkeit bzw. Ungültigkeit	46
	4. Zeitlicher Geltungsbereich der aktuellen Praxis	47
	a) Neue Praxis gilt grundsätzlich auch für Opting out, welche vor dem 11. Oktober 2012 eingeführt wurden	47
	b) Keine Anwendung der neuen Praxis auf Kontrollwechsel, welche zuvor stattgefunden haben	48
IV.	Offene Fragen	49
	1. Partielles bzw. formell selektives Opting out wieder zulässig?	49
	2. Schicksal der ungültigen Opting out-Klausel	50
V.	Ausblick	51

I. Einleitung: Die Transaktion Pretium AG¹

Novavest Real Estate AG (*Novavest*) und Pretium AG (*Pretium*) sind zwei kleine, an der BX Berne eXchange kotierte Immobiliengesellschaften. Am 15. Mai 2014 kaufte Novavest vom kontrollierenden Aktionär der Pretium 188'549 kotierte Pretium-Namenaktien A, entsprechend 4.46% der Stimmrechte an Pretium, und 3'000'000 nicht kotierte Pretium-Namenaktien B (*Stimmrechtsaktie B*), entsprechend 70.89% der Stimmrechte an Pretium. Der Kaufpreis betrug CHF 24.74 pro Pretium-Namenaktie A und CHF 2.53 pro Stimmrechtsaktie B. Zudem bezahlte Novavest dem Verkäufer (beziehungsweise einer von ihm beherrschten Gesellschaft) eine Maklerkommission von CHF 1'875'000 für die Vermittlung dieser (stimmenmässigen) Mehrheitsbeteiligung. Mit dem Vollzug der Aktienkaufverträge hielt Novavest, die zuvor keine einzige Pretium-Aktie besessen hatte, per Ende des Tages mit (nur) 31.90% des Aktienkapitals eine stolze Mehrheit von 75.35% der Stimmrechte an Pretium.

Am nächsten Tag meldete Novavest ein öffentliches Umtauschangebot für sämtliche Pretium-Namenaktien A an. Als Angebotspreis bot Novavest 1 Novavest-Namenaktie A im Tausch für 2 Pretium-Namenaktien A. Gemäss Bewertung der Prüfstelle entsprach der Wert dieses Tauschangebots CHF 15.14 pro Pretium-Namenaktie A.

Der Verwaltungsrat von Pretium stellte in seinem Bericht zum Angebot fest, dass das Umtauschverhältnis nicht dem Verhältnis der Net Asset Values der beiden Gesellschaften entspreche und in finanzieller Hinsicht deutlich weniger wert sei als der von der Anbieterin im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs für die Stimmenmehrheit in bar bezahlte Kaufpreis. Das Umtauschangebot sei daher in finanzieller Hinsicht unattraktiv, was auch der folgenden, im Bericht enthaltenen Tabelle zu entnehmen war:

¹ Vgl. Verfügung 569/01 vom 24. Juni 2014 in Sachen *Pretium AG*.

Vergleich des Angebotspreises mit anderen Eckwerten	Pretium A CHF	Prämie / Discount %*	Novavest A CHF
Bewertung Novavest Namenaktien A durch Ernst & Young per 25.06.2014			30.27
Bewertung Angebotspreis bei 2:1 Umtauschverhältnis pro Namenaktie A	15.14	--	
VWAP-60 der Namenaktie A per 15.05.2014	13.16	15.05%	35.46
Net Asset Value pro Namenaktie A per 25.06.2014 gemäss Bewertung durch Ernst & Young	21.04	-28.04%	29.26
Erwerb der Pretium Namenaktien A von Beat Frischknecht, exkl. Maklerkommission	24.74	-38.80%	
Erwerb der Pretium Namenaktien A von Beat Frischknecht, inkl. Maklerkommission **	28.58	-47.02%	

Gleichwohl empfahl der Verwaltungsrat die Annahme des Angebots. Dies wurde im Wesentlichen damit begründet, dass die Anbieterin ohnehin stimmenmässig bereits die Mehrheit an Pretium habe und zu gegebener Zeit die Pretium-Namenaktie A dekotieren lassen werde, womit deren Handelbarkeit weiter eingeschränkt wäre.

Die Übernahmekommission stellte anlässlich der Prüfung des Angebots fest, dass die Anbieterin im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs unter wertanteilmässiger Berücksichtigung der Maklerkommission für eine Pretium-Namenaktie A insgesamt CHF 28.58 bezahlt hatte. Bei Anwendung der Mindestpreisbestimmungen gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG hätten die Minderheitsaktionäre daher Anspruch auf einen Preis pro Pretium-Namenaktie A von mindestens diesen CHF 28.58 gehabt. Zudem wäre dieser Angebotspreis in bar anzubieten gewesen (Art. 43 Abs. 2 BEHV-FINMA).

Die Mindestpreisbestimmungen gelangten jedoch nicht zur Anwendung, da die Statuten von Pretium eine Opting out-Klausel enthielten, welche bereits vor der Kotierung von Pretium an der BX Berne eXchange eingeführt worden war (Art. 22 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 32 BEHG). Novavest war es daher gestattet, den Angebotspreis völlig frei zu bestimmen und kотиerte, aber illiquide Tauschtitel im Wert von lediglich CHF 15.14 pro Pretium-Namenaktie A anzubieten.

Dieses Beispiel zeigt exemplarisch, welche konkreten Auswirkung ein Opting out – und damit die Ausschaltung der übernahmerechtlichen Mindestpreisvorschriften – auf die Ausgestaltung des Angebotspreises haben kann.

Obwohl mit der Änderung des Börsengesetzes vom 28. September 2012² die nach altArt. 32 Abs. 4 BEHG³ vorgesehene Möglichkeit aufgehoben wurde, einem (beherrschenden) Aktionär im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs eine sogenannte „Kontrollprämie“⁴ zu bezahlen, ermöglichte das in den Statuten von Pretium enthaltenen Opting out genau dies: Die Minderheitsaktionäre erhielten einen (eher illiquiden) Wert von CHF 15.14, der gut 47% unter dem Preis lag, den Novavest an den beherrschenden Aktionär von Pretium bar bezahlt hatte.

² Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Änderung vom 28. September 2012, in Kraft seit 1. Mai 2013 (AS 2013, 1103).

³ altArt 32 Abs. 4 BEHG lautete wie folgt: „Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.“ Nach dieser Regel durfte der Anbieter vor Lancierung des Angebots für Beteiligungspapiere an der Zielgesellschaft 33⅓% mehr bezahlen, als er den Publikumsaktionären anbot.

⁴ Mit „Kontrollprämie“ oder „Paketzuschlag“ wird die Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem höchsten Preis bezeichnet, den der Anbieter in den zwölf dem Angebot vorausgehenden Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. In der bundesrätlichen Botschaft (Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873, 6883) wurde die Abschaffung der Kontrollprämie wie folgt begründet: Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie verstosse gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre. Sie führe dazu, dass sich die Grossaktionäre einer Zielgesellschaft – und damit auch häufig der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat – anstatt auf die Preisverhandlung für das öffentliche Angebot auf jene für den vorgängigen Erwerb der massgebenden Aktienpakete konzentrieren würden. Dadurch erhielten die Publikumsaktionäre letztlich nur einen unbefriedigend tiefen Preis, was dem Sinn und Zweck der Angebotspflicht zuwiderlaufe. Ausserdem seien die Preisverhandlungen intransparent, wodurch der Marktmechanismus teilweise ausser Kraft gesetzt werde. EU-Mitgliedstaaten dürften gemäss Art. 5 Abs. 4 der Europäischen Übernahmerichtlinie im nationalen Recht ebenfalls keine Kontrollprämie vorsehen. Auch eine Vielzahl anderer Finanzplätze, in denen eine Angebotspflicht bestehe, kenne keine Kontrollprämie. Die Divergenz zu den genannten Rechtsordnungen stosse bei ausländischen Investoren auf Unverständnis, was sich negativ auf deren Investitionsverhalten und damit auf den Zufluss von Liquidität auswirke, wodurch der schweizerische Finanzplatz einen Standortnachteil erleide.

II. Statistische Bedeutung des Opting out

Das Opting out⁵ ist ein schweizerisches Unikum. Keine andere Rechtsordnung sieht diese Möglichkeit in ihrem Übernahmerecht vor. Das schweizerische Opting out ist historisch begründet und stellte – ebenso wie die Zulassung einer Kontrollprämie – eine Konzession im Zusammenhang mit der umstrittenen Einführung der Angebotspflicht dar.⁶

Die Zahl der Gesellschaften, welche ein Opting out oder ein Opting up in ihren Statuten haben, ist bedeutsam:

Swiss Exchange vs. Berne eXchange

Stand August 2014

	Swiss Exchange		Berne eXchange	
Gesellschaften ohne Opting out/up	202	73.2%	10	41.7%
Gesellschaften mit Opting out	60	} 26.8%	14	} 58.3%
Gesellschaften mit Opting up	14		0	
Total	276	100%	24	100%

⁵ Die Ausführungen in dieser Publikation zum Opting out gelten stets auch für das (in der Praxis seltenere) Opting up.

⁶ Vgl. dazu THÉVENOZ LUC/ROOS LUKAS, Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht, SZW/RSDA 6/2011, 613 ff.; VON DER CRONE HANS CASPAR, Angebotspflicht, SZW-Sondernummer 1997, 44, FN 1; BERNET ROBERT, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern 1998, 62 ff.; GRUBER MARCO, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Zürich 1996, 97; DAENIKER DANIEL, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, 2010, 110 f.; BaK-HOFSTETTER KARL/SCHILTER-HEUBERGER EVELYN, Art. 32, N 3. In der parlamentarischen Beratung wurde die Angebotspflicht erheblich relativiert, indem die Möglichkeiten des Opting out und des Opting Up (Art. 32 Abs. 1 BEHG) sowie ein System von Ausnahmen (Art. 32 Abs. 2 und 3 BEHG) geschaffen wurden.

Aufteilung nach Regulatory Standard und Börsenkapitalisierung

Swiss Exchange; Stand August 2013

Regulatory Standard	Emittenten mit Opting out / up	Total Emittenten	in %
Main (*)	33	173	19.1%
Domestic	23	73	31.5%
Real Estate Companies	4	12	33.3%
Investment Companies	11	19	57.9%
Total	71	277	25.6%

Börsenkapitalisierung	Emittenten mit Opting out / up	Total Emittenten	in %
< CHF 50 Mio.	15	26	57.7%
CHF 50-100 Mio.	10	24	41.7 %
CHF 100-500 Mio.	18	70	25.7%
CHF 500-1'000 Mio.	14	36	38.9%
> CHF 1'000 Mio. (*)	16	82	19.5%

(*) Davon 1 SMI Emittent (Swatch Group)

Einführung vor / nach Kotierung

Swiss Exchange und Berne eXchange; Stand August 2013

	Emittenten mit Opting up	Emittenten mit Opting out
Vor Kotierung	5	34
Nach Kotierung	11	37
Total	16	71

SIX Swiss Exchange AG und BX Berne eXchange geben auf ihren jeweiligen Websites für jede kotierte Gesellschaft an, ob deren Statuten ein Opting out oder ein Opting up enthalten.

III. Praxis der Übernahmekommission zur Gültigkeit eines nachträglich eingeführten Opting out

1. Gesetzliche Grundlagen

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss diejenige Person, welche direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die sie bereits besitzt, den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, ob ausübbar oder nicht, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten.

Eine Gesellschaft kann diese Angebotspflicht durch eine statutarische Bestimmung einschränken (Opting up: Erhöhung der Schwelle, deren Überschreitung eine Angebotspflicht auslöst) oder sogar ganz aufheben (Opting out).

Gemäss Art. 22 Abs. 2 BEHG können Gesellschaften *vor* der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere in ihren Statuten festlegen, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach den Art 32 und 52 BEHG verpflich-

tet ist (Opting out).⁷ Ein vor der Kotierung festgelegtes Opting out wird von der Übernahmekommission grundsätzlich nicht auf seine Gültigkeit überprüft.⁸ Es steht nur (aber immerhin) unter dem Vorbehalt einer Anfechtung nach Gesellschaftsrecht vor dem Zivilrichter (Art. 706 und 706a OR).⁹

Gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG kann ein Opting out auch nach der Kotierung („jederzeit“) in die Statuten aufgenommen werden, „sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt.“ Da Art. 706 OR als Teil des Gesellschaftsrechts ohnehin (also auch ohne entsprechenden Verweis) gelten würde, wird dieser Verweis in Art. 22 Abs. 3 BEHG (welcher in Art. 22 Abs. 2 BEHG fehlt) als zusätzliches (börsengesetzliches) Gültigkeitserfordernis verstanden, und damit als Kompetenzgrundlage für die Übernahmekommission, die Gültigkeit eines nachträglich eingeführten Opting out zu überprüfen.

Dasselbe gilt für die statutarische Anhebung des Grenzwertes, dessen Überschreitung die Angebotspflicht auslöst, bis auf 49% (Art. 32 Abs. 1, letzter Satz, BEHG). Wie oben, unter II. dargestellt, gibt es fünfmal mehr Emittenten mit einem Opting out als mit einem Opting up. Zugunsten der Lesbarkeit wird in der Folge immer von Opting out gesprochen, wobei dieselben Überlegung auch für das Opting up gelten.

2. Entwicklung der Praxis

a) *Ältere Praxis: Ungültigkeit bei formeller oder materieller Selektivität*

Gemäss der älteren Praxis war ein nachträglich eingeführtes Opting out grundsätzlich ungültig, wenn es formell oder materiell selektiv war.

⁷ Das für die Beschlussfassung notwendige Quorum bestimmt sich nach Art. 703 OR, d.h. ein einfaches Mehr ist ausreichend.

⁸ Vorbehalten bleiben Fälle einer (stets zu berücksichtigenden) Nichtigkeit oder eines offensichtlichen Verstosses gegen Gesellschaftsrecht, was in diesem Zusammenhang mit Nichtigkeit gleichzusetzen sein dürfte.

⁹ Gemäss Artikel 706 und 706a OR können der Verwaltungsrat und jeder Aktionär Beschlüsse der Generalversammlung, die gegen das Gesetz oder die Statuten verstossen, innert zwei Monaten beim Richter mit Klage gegen die Gesellschaft anfechten.

Die Weichen hierfür wurden in einem Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG* gestellt: Demnach war ein Opting out formell selektiv und infolgedessen ungültig, wenn die Angebotspflicht zugunsten eines bestimmten, in den Statuten genannten Erwerbers aufgehoben wurde.¹⁰

Die Übernahmekommission erweiterte diese Rechtsprechung der EBK auf materiell selektive Opting out: Demnach war ein Opting out auch dann ungültig, wenn die betreffende Statutenbestimmung zwar allgemein formuliert war, aber gleichwohl auf die Bevorteilung eines bestimmten Aktionärs oder die Begünstigung einer bestimmten Transaktion abzielte.¹¹ Zudem galt die (widerlegbare) Vermutung, dass eine Kontrolltransaktion, welche innerhalb von fünf Jahren nach der Einführung eines Opting out erfolgte, vermutungsweise materiell selektiv war.¹² Erfolgte die Transaktion hingegen nach Ablauf dieser Frist, war e contrario zu vermuten, dass die Einführung des Opting out nicht materiell selektiv erfolgt war, da nicht anzunehmen sei, dass eine Transaktion über einen Horizont von fünf Jahren hinaus geplant werde.¹³

Mit Verfügung vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA* wurde diese Praxis dahingehend relativiert, dass auch ein formell oder materiell selektives Opting out ausnahmsweise gültig sei, wenn es für die Aktionäre keinen Nachteil im Sinn von Art. 706 OR bewirke¹⁴. Dies könne der Fall sein, wenn das Op-

¹⁰ Vgl. Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3. Die EBK argumentierte, dass die Möglichkeit eines formell selektiven Opting out im Gesetz nicht vorgesehen sei, was als qualifiziertes Schweigen zu interpretieren sei. Die Übernahmekommission als Vorinstanz hatte das betreffende Opting out dagegen für zulässig gehalten: Vgl. Empfehlung 18/02 vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*.

¹¹ Zuletzt Verfügung 440/01 vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1; Verfügung 437/01 vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.1.

¹² Auch nach dem Ablauf der Fünfjahresfrist konnte die Übernahmekommission ein Opting out als ungültig betrachten, wenn die spezifische Transaktion nachweislich bereits im Zeitpunkt der Einführung des Opting out vorgesehen war: Empfehlung 322/01 vom 21. Juni 2007 in Sachen *Golay-Buchel Holding S.A.*, E. 1.

¹³ Verfügung 440/01 vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1; Verfügung 437/01 vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.1; Empfehlung 184/01 vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, E. 3.4.

¹⁴ Verfügung 437/01 vom 4. März 2010 in Sachen *CI Com SA*, E. 2.1.

ting out – obwohl selektiv – sachlich begründet und verhältnismässig sei. In casu ging es um namentlich bekannte Investoren, die bereit waren, der in wirtschaftlichen Schwierigkeiten steckenden Zielgesellschaft mit der Zeichnung von Aktien und der Gewährung von Darlehen zu helfen, unter der Voraussetzung, dass ersteres keine Angebotspflicht auslösen würde. Das Opting out wurde von der Generalversammlung der Gesellschaft nahezu einstimmig angenommen.¹⁵

b) *Zwischenphase: Primat der gesellschaftsrechtlichen Anfechtung*

Diese ältere Praxis der Übernahmekommission verursachte erhebliche Rechtsunsicherheit, da insbesondere während der Verdachtsperiode von fünf Jahren nach der Einführung des Opting out stets damit gerechnet werden musste, dass dieses angesichts einer konkreten Kontrolltransaktion für ungültig erklärt werden könnte.¹⁶

Aus diesen Gründen änderte die Übernahmekommission ihre Praxis und entschied mit Verfügung vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, dass sie die Gültigkeit eines Opting out künftig nur dann überprüfen werde, wenn die Informationen, welche anlässlich der Einführung des Opting out an der Generalversammlung abgegeben wurden, unvollständig oder irreführend gewesen seien.¹⁷ Grundsätzlich sei es Sache der Aktionäre, mit Mehrheitsbeschluss über die Einführung eines (nachträglichen) Opting out zu entscheiden, wobei jeder Aktionär sowie der Verwaltungsrat die Möglichkeit habe, diesen Beschluss innert zwei Monaten vor dem Zivilrichter anzufechten (Art. 706 OR).

¹⁵ Bestätigt mit Verfügung 440/01 vom 4. Juni 2010 in Sachen *COS Computer Systems AG*, E. 2.1.

¹⁶ Vgl. die Kritik in BaK-HOFSTETTER KARL/SCHILTER-HEUBERGER EVELYN, Art. 32, N 61 und 147; SCHENKER URS, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 536 f.

¹⁷ Verfügung 490/1 vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1.

c) *Aktuelle Praxis: Transparenz und Mehrheit der Minderheit*

Die Praxis des Primats der gesellschaftsrechtlichen Anfechtung¹⁸ wies jedoch ebenfalls unübersehbare Schwächen auf, da sie keinen ausreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre gewährleistete: Ein einzelner oder mehrere Mehrheitsaktionäre konnte das Opting out mit einfachem Mehr auch gegen den Widerstand der Minderheitsaktionäre einführen. Diese hatten zwar die Möglichkeit, den betreffenden Generalversammlungsbeschluss anzufechten mit dem Argument, dass ihnen in unsachlicher Weise Rechte entzogen und/oder eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung bewirkt werde (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR). Die Erfolgsaussichten einer solchen Anfechtung wären jedoch wahrscheinlich gering gewesen, da die Gerichte aus Respekt vor der Autonomie der Aktiengesellschaft und dem Mehrheitsprinzip bezüglich dieser Anfechtungsgründe zu einer gewissen Zurückhaltung neigen. Zudem wäre eine solche Anfechtung mit Prozessrisiken verbunden gewesen. Der gesellschaftsrechtliche Schutz erwies sich mit anderen Worten als nicht ausreichend.

Vor diesem Hintergrund nahm die Übernahmekommission mit Verfügung vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*¹⁹ erneut eine Praxisänderung vor, mit welcher die Schwächen der früheren Rechtsprechung überwunden und endlich eine befriedigende und dauerhafte Auslegung des Art. 22 Abs. 3 BEHG gefunden werden sollte. Dabei wurde wegen der grundlegenden Bedeutung der Fragestellung kein Ausschuss gebildet, sondern die Übernahmekommission entschied gestützt auf Art. 54 Abs. 4 UEV in Vollbesetzung. Gemäss dieser aktuellen Praxis ist ein (nachträglich eingeführtes) Opting out übernahmerechtlich vermutungshalber gültig, wenn (1) die Aktionäre transparent über die Einführung des Opting out und dessen Folgen informiert werden und (2) wenn die Mehrheit der

¹⁸ Bestätigt mit Verfügung 511/01 vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Lifetime AG*.

¹⁹ Vgl. zur Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA* DIEM HANS-JAKOB/SCHERRER STEFAN, Voraussetzungen der übernahmerechtlichen Gültigkeit nachträglicher Opting outs, Besprechung der Verfügung 518/01 der Übernahmekommission vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast SA*, GesKR 2013, 117.

vertretenen Stimmen und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Opting out zustimmen.²⁰

Diese Praxis wurde inzwischen mit den Verfügungen vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA* und vom 24. Juni 2013 in Sachen *Logan Capital AG* bestätigt und darf als gefestigt gelten. Sie stützt sich – wie auch die frühere Rechtsprechung zum Opting out – auf Art. 22 Abs. 3 BEHG und ist damit nur auf solche Opting out anwendbar, die *nach* der Kotierung in die Statuten aufgenommen werden.

3. Die Gültigkeitsvoraussetzungen

a) *Transparenz*

Die Voraussetzung der Transparenz entstammt Art. 1 BEHG und soll sicherstellen, dass die Aktionäre eine freie und bewusste Entscheidung über die Einführung eines Opting out treffen können. Es muss mit anderen Worten ein *informed consent*²¹ vorliegen.

Für eine ausreichende Transparenz ist zunächst erforderlich, dass das Opting out in seiner grundsätzlichen Wirkung erklärt wird (Aufhebung der Ange-

²⁰ Die Idee einer Zustimmung der „Mehrheit der Minderheit“ geht zurück auf VON DER CRONE HANS CASPAR, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, RJB 1997, 83 ff.; DERS., Angebotspflicht, SZW-Sondernummer 1997, 44, 51. Sie wurde von der Übernahmekommission bereits anlässlich der Empfehlung 18/02 vom 6. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG und Unaxis Holding AG* aufgegriffen, dann aber von der EBK mit Verfügung vom 23. Juni 2000 mangels gesetzlicher Grundlage für eine „Separatabstimmung“ zurückgewiesen (vgl. FN 11). Im jüngeren Schrifttum wird de lege ferenda eine Verallgemeinerung dieser Regel für sämtliche Entscheide der Generalversammlung von Publikumsgesellschaften vorgeschlagen: HÄUSERMANN DANIEL M., Minderheitenschutz in der „Aktionärsdemokratie“, GesKR 2014, 210 ff.

²¹ Informed consent, d.h. Einwilligung nach erfolgter Aufklärung, bezeichnete ursprünglich die von Information und Aufklärung getragene Einwilligung des Patienten in Eingriffe und andere medizinische Maßnahmen. Dieser Grundgedanke lässt sich verallgemeinern und generell auf Situationen anwenden, in welchen eine oder mehrere Personen darin einwilligen, auf einen Schutz der Rechtsordnung zu verzichten oder diesen einzuschränken, sofern eine solcher Verzicht oder eine solche Einschränkung grundsätzlich zulässig ist.

botspflicht und damit des Ausstiegsrechts im Fall eines Kontrollwechsels). Zweitens haben der Antragsteller, der um die Einführung des Opting out ersucht, sowie ein allenfalls kontrollierender Aktionär ihre allfälligen Absichten bekannt zu geben und dabei insbesondere über eine bereits geplante Transaktion umfassend Auskunft zu geben. Schliesslich hat der Verwaltungsrat die allgemeinen und konkreten Auswirkungen des Opting out für die Gesellschaft zu erläutern und zu erklären, dass ein Opting out – sofern es nicht formell selektiv ist²² – von allen aktuellen und künftigen Aktionären bei einem Kontrollwechsel angerufen werden kann. Diese Informationen sind bereits mit der Einladung zur Generalversammlung an die Aktionäre zu kommunizieren.

Liegt die übernahmerechtlich geforderte Transparenz nicht vor, hat das Opting out keine Wirkung, d.h. es ist grundsätzlich ungültig.²³ Falls ein Antragsteller oder ein kontrollierender Aktionär seine Informationspflicht verletzt, so ist das Opting out zumindest diesem gegenüber ungültig.²⁴

b) *Mehrheit der Minderheit*

Wurden die Aktionäre transparent über die Einführung eines Opting out informiert, prüft die UEK in einem zweiten Schritt, ob die Einführung des Opting out keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre bewirkt, wie dies in Art. 22 Abs. 3 BEHG explizit vorausgesetzt wird.

Aufgrund der typischerweise unterschiedlichen Interessenlage zwischen einem kontrollierenden Aktionär (oder einer Aktionärsgruppe) und den Publikumsaktionären (ersterem ermöglicht das Opting out im Verkaufsfall einen Paketzuschlag zu erhalten, letztere sind an einem Angebot mit Mindestpreis interessiert), ist hierfür – zusätzlich zum allgemeinen Quorum des einfachen Mehrs nach Art. 703 OR – vorauszusetzen, dass auch die Mehrheit der Minderheitsaktionäre dem Opting out zustimmt. Demnach ist ein nachträglich

²² Zur Möglichkeit eines formell selektiven Opting out, vgl. infra IV.1

²³ Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*, E. 5; Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, E. 4.4.

²⁴ Verfügung 539/01 vom 24. Juni 2013 in Sachen *Logan Capital AG*, E. 1.1.

eingeführtes Opting out nur dann gültig, wenn: (a) die Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen und (b) die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Antrag zustimmen.

Zur Ermittlung des Abstimmungsergebnisses der Minderheitsaktionäre genügt es, die separate Auszählung gesondert zu ermitteln. Minderheitsaktionär ist, wer weder direkt noch indirekt oder in gemeinsamer Absprache einen Anteil von 33 ⅓% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält noch den Antrag um Einführung des Opting out beim Verwaltungsrat gestellt hat.

c) *Vermutung der Gültigkeit bzw. Ungültigkeit*

Sind die Voraussetzungen der Transparenz und der Zustimmung der Mehrheit der Minderheit erfüllt, so wird vermutet, dass das Opting out keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre im Sinne von Art. 22 Abs. 3 BEHG und Art. 706 OR bewirkt. Es handelt sich hierbei um eine einfache, widerlegbare Vermutung (*praesumptio hominis*). Bei besonderen und aussergewöhnlichen Umständen behält sich die Übernahmekommission vor, trotz der tatsächlichen Vermutung der Richtigkeit des – ablehnenden oder zustimmenden – Entscheids der Mehrheit der Minderheit eine materielle Prüfung von Art. 706 OR vorzunehmen. Dabei wird allerdings nicht ohne Not in den Entscheid der Generalversammlung eingegriffen.²⁵

Falls die Mehrheit der Minderheit ein Opting out ablehnt, rechtfertigt sich eine materielle Prüfung namentlich dann, wenn ein offensichtlich überwiegendes Gesellschaftsinteresse für die Einführung einer Opting out-Klausel spricht. Solche Fallkonstellationen sind allerdings schwer vorstellbar.²⁶

²⁵ Verfügung 539/01 vom 24. Juni 2013 in Sachen *Logan Capital AG*, E. 1.3.

²⁶ Ähnlich wie im Sachverhalt, welcher der Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA* zugrunde lag, wäre denkbar, dass sich die Gesellschaft in finanziellen Schwierigkeiten befindet und ein neuer Investor einsteigen möchte. Bei einer solchen Konstellation dürfte allerdings die Gewährung einer Sanierungsausnahme zugunsten des Investors gestützt auf Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG im Vordergrund stehen. Ob daneben noch Anwendungsbedarf für die „Genehmigung“ eines Opting out durch die Übernahmekommission trotz ablehnendem Entscheid der Mehrheit der Minderheit besteht, ist fraglich.

4. Zeitlicher Geltungsbereich der aktuellen Praxis

- a) *Neue Praxis gilt grundsätzlich auch für Opting out, welche vor dem 11. Oktober 2012 eingeführt wurden*

Die aktuelle Praxis ist grundsätzlich auch auf „frühere“ Opting out-Klauseln anwendbar,²⁷ also auf Opting out-Klauseln, welche zeitlich vor der Etablierung dieser Praxis eingeführt wurden, also vor dem Datum der Verfügung vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*. Diese Anwendung steht im Einklang mit den allgemeinen Voraussetzungen der Zulässigkeit einer Praxisänderung im Verwaltungsrecht, wobei insbesondere das Interesse an der richtigen Rechtsanwendung gegenüber dem Interesse an Rechtssicherheit überwiegt und kein Verstoss gegen Treu und Glauben vorliegt.²⁸ Dies gilt jedenfalls dann, wenn zwischenzeitlich kein Kontrollwechsel stattgefunden oder ein Kontrollwechsel zeitlich *nach* der aktuellen Praxis erfolgte (vgl. zum gegenteiligen Fall *infra*, IV.4.b).

Allerdings gelten bei der Anwendung der aktuellen Praxis auf „frühere“ Opting out-Klauseln in Bezug auf die Voraussetzung der Transparenz teilweise geringere formelle Anforderungen: Es reicht aus, wenn die erforderlichen Informationen nicht bereits mit der Einladung zur Generalversammlung, sondern erst anlässlich der Generalversammlung selbst abgegeben wurden.²⁹

²⁷ Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, E. 3.

²⁸ Vgl. zu den allgemeinen Voraussetzungen einer Praxisänderung im Bereich des Verwaltungsrechts statt vieler TSCHANNEN PIERRE/ZIMMERLI ULRICH/MÜLLER MARKUS, *Allgemeines Verwaltungsrecht*, Bern 2014, 188 f. Demnach muss eine Praxisänderung die folgenden Voraussetzungen erfüllen: (1) Es müssen ernsthafte und sachliche Gründe für die Praxisänderung sprechen, (2) das Interesse an der richtigen Rechtsanwendung muss gegenüber demjenigen der Rechtssicherheit überwiegen, (3) die Änderung muss grundsätzlich erfolgen und (4) die Praxisänderung darf keinen Verstoss gegen Treu und Glauben darstellen.

²⁹ Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, E. 4.3: Die Einladung zur Generalversammlung hatte keine Informationen zum traktandierten Opting out enthalten, sondern lediglich die diesbezügliche Statutenbestimmung erwähnt. An der Generalversammlung wurde zwar erläutert, dass das Opting out die Suche nach möglichen Investoren erleichtern könne und es wurden Informationen zu einer konkreten Transaktion abgegeben, nämlich zur geplanten Erhöhung der Beteiligung der „Familie Grey“. Hingegen wurde die allgemeine Wirkung (genereller Verzicht auf ein Ausstiegsrecht für die Zukunft) nicht thematisiert. Die Über-

Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die frühere Praxis keine Pflicht kannte, eine umfassende Information bereits mit der Einladung zur Generalversammlung abzugeben. Bezüglich des Inhalts der erforderlichen Information gilt die aktuelle Praxis dagegen grundsätzlich uneingeschränkt. Dies ist gerechtfertigt, da die wesentliche Bedeutung einer vollständigen Information im Grundsatz keine neue Voraussetzung der aktuellen Praxis ist. Vielmehr wurde bereits in früheren Verfügungen der Übernahmekommission wiederholt darauf hingewiesen.³⁰

Die Übernahmekommission prüft die Gültigkeit von „früheren“ Opting out-Klauseln auf Gesuch hin oder anlässlich einer (allenfalls auch nur geplanten) Kontrolländerung.

b) *Keine Anwendung der neuen Praxis auf Kontrollwechsel, welche zuvor stattgefunden haben*

Falls ein Kontrollwechsel zeitlich *vor* der aktuellen Praxis, also vor dem 11. Oktober 2012 stattgefunden hat, findet die aktuelle Praxis grundsätzlich keine Anwendung.³¹ Denn in einem solchen Fall dürfte das Rechtssicherheitsinteresse des kontrollierenden Aktionärs das Interesse an der Anwendung der aktuellen Praxis regelmässig überwiegen, da er im Fall einer Anwendung der aktuellen Praxis und einer daraus folgenden Aufhebung des Opting out (rückwirkend) mit einer Angebotspflicht konfrontiert wäre, mit der er – aufgrund der zum Zeitpunkt des Kontrollerwerbes geltenden (früheren) Praxis – nicht rechnen musste.

nahmekommission entschied, dass das Opting out mangels ausreichender Information an der Generalversammlung über dessen generellen Charakter nicht gültig sei.

³⁰ Verfügung 511/01 vom 8. Mai 2012 in Sachen *BT&T Lifetime AG*, E. 2.1 f.; Verfügung 490/1 vom 22. September 2011 in Sachen *LEM Holding SA*, E. 2.1 f.

³¹ Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 in Sachen *Perfect Holding SA*, E. 3 e contrario.

IV. Offene Fragen

1. Partielles bzw. formell selektives Opting out wieder zulässig?³²

Der aktuellen Praxis der Übernahmekommission liegt der Gedanke zu Grunde, dass die transparent aufgeklärten (Minderheits-)Aktionäre selbst entscheiden sollen, ob sie die Vor- oder Nachteile eines Opting out stärker gewichten. Diese Praxis legt besonderen Wert darauf, dass die Aktionäre über eine allenfalls bereits geplante Transaktion informiert werden, damit sie ihre Interessenabwägung in Kenntnis und unter Berücksichtigung dieser Transaktion vornehmen können.

Vor diesem Hintergrund scheint es denkbar, ja geradezu sachgerecht, dass auch ein Opting out eingeführt werden kann, welches sich nur auf eine bestimmte Transaktion bezieht. Die Aktionäre würden mit einem solchen Opting out nur partiell, nämlich mit Bezug auf diese Transaktion, auf ihr gesetzliches Ausstiegsrecht verzichten, weshalb ein in diesem Sinn partielles (bzw. gemäss der Terminologie der älteren Praxis: formell selektives) Opting out einen weniger starken Eingriff in ihre Rechte bedeuten würde als ein „generelles“ Opting out und unter dem Aspekt des Anlegerschutzes daher ebenfalls zulässig sein sollte.³³

Auf der anderen Seite setzt in diesem Zusammenhang der gesellschaftsrechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre nach Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR, auf den Art. 22 Abs. 3 BEHG u.a. verweist, der Einführung eines partiellen Opting out gewisse Schranken. Unter diesem Gesichtspunkt wäre ein zeitlich befristetes Opting out vermutlich zulässig und wohl auch ein

³² Vgl. zu dieser Frage auch: WATTER ROLF, Zusammenschluss mit einer kotierten Gesellschaft und resultierendem Grossaktionär – Transaktionsspezifisches Opting out (endlich wieder) möglich?, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XV*, 7 ff., Zürich 2013.

³³ Vgl. *orbiter dictum* der Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 in Sachen *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*, E. 4.1; zustimmend WATTER ROLF (FN 30). eindeutig ablehnend noch die EBK im Entscheid vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3, c, dd: „Die Zulassung einer zeitlich befristeten und individualisierten Opting out-Klausel aus vornehmlich ökonomischen, geschäftspolitischen Überlegungen wäre stossend und verstiesse gegen das Börsengesetz und den Willen des Gesetzgebers. Eine solche Klausel ist unzulässig und deshalb abzulehnen“.

solches, das sich auf eine bestimmte Transaktion bezieht. Dagegen erscheint ein Opting out, welches die Angebotspflicht (zeitlich unbefristet und unabhängig von einer bestimmten Transaktion) zu Gunsten einer bestimmten Person wegbedingt, mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung unvereinbar bzw. schlechterdings nicht zu rechtfertigen. Die künftige Praxis der Übernahmekommission wird dies klären müssen.³⁴

2. Schicksal der ungültigen Opting out-Klausel

Falls die Übernahmekommission eine Opting out-Klausel für ungültig erklärt, stellt sich die Frage nach dem weiteren Schicksal der betreffenden Statutenklausel.

Die Übernahmekommission hat in ihrer bisherigen Praxis noch nie ausdrücklich eine Löschung angeordnet. Der Verwaltungsrat der betreffenden Gesellschaft ist jedoch auch ohne eine entsprechende Anordnung gestützt auf Art. 152 Abs. 1 lit. b Handelsregisterverordnung³⁵ grundsätzlich verpflichtet, ein von der Übernahmekommission für (absolut) ungültig erklärtes Opting out dem Handelsregister zur Löschung anzumelden. Alternativ hat der Verwaltungsrat auch die Möglichkeit, den Beschluss zur Einführung des Opting out wiederholen zu lassen und das Opting out alsdann – sofern bei der erneuten Abstimmung die Voraussetzungen der aktuellen Praxis zur Einführung eines Opting out erfüllt wurden – das auf diese Weise geheilte Opting out in den Statuten zu belassen.

³⁴ Die EBK erachtete die Einführung eines partiellen Opting out als generell mit der Gleichbehandlung unvereinbar (Entscheid der EBK vom 23. Juni 2000 in Sachen *Esec Holding AG*, E. 3, c, bb).

³⁵ Art. 152 Abs. 1 lit. b HRegV lautet wie folgt: „Das Handelsregisteramt muss eine Eintragung von Amtes wegen vornehmen, wenn: ... b. eine Eintragung den Tatsachen oder der Rechtslage nicht oder nicht mehr entspricht und die zur Anmeldung verpflichteten Personen die Änderung oder die Löschung nicht zur Eintragung anmelden“.

V. Ausblick

Im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2011 war die Abschaffung des nachträglichen Opting out kein Thema. Auch die Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (Finfrag) schlägt diesbezüglich keine Änderung vor.³⁶

Allerdings scheint die Übernahme von Sika AG durch die Französische Saint-Gobain-Gruppe, angekündigt am 8. Dezember 2014, die Investoren alarmiert und den medialen Fokus auf die möglichen Auswirkungen der gesetzlichen Regelungen gerichtet zu haben. Saint-Gobain erwarb von der Familie Burkard-Schenker für CHF 2,75 Milliarden die Mehrheitsbeteiligung an Sika AG (52,4% der Stimmrechte mit nur 16,1% des Grundkapitals). Die Statuten von Sika AG enthalten seit dem 27. Juni 1998 ein Opting out. Saint-Gobain konnte daher bekannt geben, dass sie nicht beabsichtigt, den Publikumsaktionären den Austritt über ein öffentliches Kaufangebot zu ermöglichen. Der Kurs der Stammnamenaktie von Sika AG fiel sofort von CHF 3'899 auf CHF 2'874 und ist zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Ausblicks weiter am Sinken.

Es ist möglich, dass die Tage des schweizerischen Unikums Opting out nunmehr gezählt sind. Das eidgenössische Parlament wird anlässlich der Debatte über das Finfrag zumindest die Möglichkeit haben, sich diese Frage zu stellen.

³⁶ Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (Finfrag) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483.