



Andreas Binder*

M & A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn**

Inhaltsübersicht

1. Einleitung
2. Vertragsrecht
 - 2.1 Entstehung eines internationalen Unternehmenskaufrechts
 - 2.2 Asset Deal mittels Singularsukzessionen oder partieller Universalsukzession
3. Gesellschafts- und Übernahmerecht
 - 3.1 Gesellschaftsrecht
 - 3.2 Übernahmerecht
4. Öffentliches Recht
 - 4.1 Wachsende Bedeutung behördlicher Bewilligungen bei M & A-Transaktionen
 - 4.2 Wettbewerbsrecht
 - 4.3 Steuerrecht
5. Ausblick auf die nächsten 20 Jahre: Corporate Governance vor einem Paradigmenwechsel
 - 5.1 Aktuelle Entwicklungen im Markt für Unternehmenskontrolle
 - 5.2 Gebot der Zeit: Langfristigkeit
 - 5.3 Neue Rolle des Aktionärs

Literatur

1. Einleitung

Der vorliegende Beitrag unternimmt den Versuch, in grossen Linien einen Überblick über M & A-relevante Rechtsentwicklungen der vergangenen 20 Jahre zu zeichnen, und wagt gleichzeitig Blicke in die Zukunft.

Der Ausgangspunkt der Betrachtungen liegt angesichts der Verwurzelung des Autors im Schweizer Recht. Wo immer möglich wird der Blick aber auch nach Deutschland, nach Europa und in die Welt gerichtet und versucht, internationale Entwicklungslinien aufzuzeigen, Gemeinsames und Unterschiedliches.

Ein Tour d'horizon über die vergangenen 20 Jahre, eine für den Praktiker eher ungewohnte Sicht, zeigt erstaun-

liche Erkenntnisse: Vieles, sehr vieles hat sich in dieser Zeit im M & A-Recht gewandelt, ganze Rechtsgebiete sind neu entstanden wie insbesondere das Übernahmerecht, aber auch das Umstrukturierungsrecht, alte Fragen wie die Vinkulierung der Aktienübertragungen wurden anders beurteilt und neu geregelt, der Aktionär bekam eine völlig neue, zentrale Stellung im Corporate Governance-System der börsenkotierten Aktiengesellschaft, der Staat hat sich mit Macht als relevanter Mitspieler im M & A-Geschehen positioniert. In der Form von Private Equity, Hedgefonds und Staatsfonds sind neue Investoren aufgetaucht, die das Spiel und in der Folge auch die Spielregeln im M & A-Markt massiv verändern, unfreundliche Übernahmeversuche werden immer zahlreicher und führen immer öfter zu einem Kontrollwechsel, die Staaten reagieren mit nationalistischen Schutzmassnahmen und Interventionen. Und das dank Finanzderivativen ermöglichte Phänomen des Empty Voting und die damit verbundene Entkoppelung der Stimmrechte der Aktionäre in der Generalversammlung vom wirtschaftlichen Eigentum und Risiko an den Aktien sowie die immer kurzfristigere Orientierung der Aktionäre stellen ein Fundamentalprinzip der Corporate Governance in Frage: Das Axiom gerät ins Wanken, wonach die eigenen Interessen des Aktionärs i. d. R. den Interessen aller Aktionäre und den Unternehmensinteressen entsprechen. Und damit geraten die Aktionäre nicht nur wegen des weltweiten Trends der Machtverlagerung hin zu ihnen und weg von den Leitungsorganen, sondern auch von anderer Seite in den Fokus der Corporate Governance-Debatte: Es wird über eine neue Rolle des Aktionärs nachgedacht, über neue Pflichten des Aktionärs oder über die Koppelung einzelner seiner Rechte an eine gewisse Haltedauer der Aktien. Und dies, so lautet die hier vertretene These, ist nicht bloss ein kurzfristiger Modetrend, sondern wird angesichts des in der Folge der Kredit- und Finanzkrise 2007 bis 2009 aufgekommenen neuen Gebots der Langfristigkeit nachhaltig wirken und das M & A-Recht prägen.

* Prof. Dr. Andreas Binder, Honorarprofessor für Schuld- und Gesellschaftsrecht an der Universität St. Gallen und Rechtsanwalt bei Binder Rechtsanwälte, Baden.

** Dieser Aufsatz erscheint als Vorabdruck aus dem im Oktober 2010 erscheinenden Buch: Günter Müller-Stewens/Sven Kunisch/Andreas Binder (Herausgeber), Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices, Verlag Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010. Der Autor dankt dem Verlag Schäffer-Poeschel für die Einwilligung zu diesem Vorabdruck.

2. Vertragsrecht

2.1 Entstehung eines internationalen Unternehmenskaufrechts

In der internationalen M&A-Praxis hat sich über die letzten 20 Jahre ein weitgehend einheitlicher Standard für den Inhalt von Unternehmenskaufverträgen herausgebildet. Diese Entwicklung wurde massgeblich getrieben durch die angloamerikanische Methode der Vertragsgestaltung, welche auf dem Prinzip basiert, möglichst alle relevanten Fragestellungen im Vertrag zu adressieren, und die damit im Unterschied zur kontinentaleuropäischen Usanz seit jeher äusserst umfangreiche Vertragstexte mit sich brachte. Da sich diese angloamerikanische Methode in der M&A-Praxis mehr und mehr durchsetzte, verfügen die Unternehmenskaufverträge heute international weitgehend über die gleiche Struktur und den gleichen Regelungsinhalt, sie bilden ein «eigenständiges und umfassendes Regelungssystem»¹, das mit Fug als *internationales Unternehmenskaufrecht* bezeichnet werden darf.²

Die Entstehung eines solchen internationalen Unternehmenskaufrechts war deshalb möglich, weil in weiten Teilen des Vertragsrechts sowohl in Europa wie in den USA das *Prinzip der Vertragsfreiheit* gilt, welches es den Parteien freistellt, individuell vereinbarte Regeln aufzustellen. Diese Freiheit kommt in allen Bereichen des Kaufvertrages zum Tragen, so bei Kaufpreisbestimmung und -anpassung, bei der Regelung des Übergangs von Nutzen und Gefahr, bei der Regelung der Periode zwischen Unterzeichnung und Vollzug und namentlich bei Erfüllungsstörungen.

Das auf diese Weise mit der Zeit entstandene internationale Unternehmenskaufrecht hat sich damit vom dispositiven Kaufvertragsrecht in den einzelnen Ländern emanzipiert, womit auch die Frage der Rechtswahl an sich weniger wichtig geworden ist. Trotz dieser Entwicklung kommt aber der Frage des auf die Transaktion anwendbaren Rechts und insbesondere auch der mit dieser eng zusammenhängenden Frage nach dem zuständigen Gericht (örtliche Zuständigkeit des staatlichen Gerichts oder Schiedsgericht) in der M&A-Praxis nach wie vor – und wie Streitfälle zeigen durchaus zu Recht – ausserordentlich grosse Bedeutung zu.

2.2 Asset Deal mittels Singularsukzessionen oder partieller Universalsukzession

Eine grundlegende Weichenstellung im Bereich von Unternehmenskaufverträgen ergibt sich damit heute weniger aus der Frage des anwendbaren Rechts als aus

der Frage nach der Strukturierung des Kaufvertrages als Kauf der Geschäftsanteile, insbesondere Aktienkauf (Share Deal) oder Kauf eines Unternehmens mit Aktiven und Passiven (Asset Deal). Gegenüber dem Kauf der Geschäftsanteile bietet der Asset Deal bekanntlich den Vorteil, dass die Vertragsparteien das Kaufobjekt weitgehend individuell zusammenstellen können.

Früher erfolgte ein Asset Deal als Kauf von Aktiven, Passiven und Verträgen mangels spezifischer Rechtsvorschriften auf der Basis einer Vielzahl von Singularsukzessionen. Aktiven mussten nach der für das jeweilige Wirtschaftsgut massgeblichen Form übertragen werden, Grundstücke mittels öffentlicher Beurkundung, Fahrnis mittels Besitzübergabe, Forderungen mittels Zession. Für die Übertragung von Schulden bedurfte es zwingend der Zustimmung des betreffenden Gläubigers, für die Übertragung von Verträgen derjenigen des Vertragspartners.

Um die Formalitäten im Zusammenhang mit Asset Deals zu erleichtern, hat der schweizerische Gesetzgeber im Jahr 2004 im Fusionsgesetz die Möglichkeit geschaffen, einen Unternehmenskauf in der Form einer sog. *Vermögensübertragung* gemäss Art. 69 ff. FusG zu vollziehen. Das Institut der Vermögensübertragung wird auch umschrieben als gewillkürte Gesamtrechtsnachfolge, indem es den Vertragsparteien grundsätzlich freigestellt ist, in einem Inventar die übergehenden Vermögensbestandteile aufzuführen mit dem Effekt, dass sämtliche inventarisierten Aktiven und Passiven ohne weitere Übertragungserfordernisse an den Käufer übergehen, ohne dass es für Schulden der sonst unerlässlichen Zustimmung des Gläubigers bedarf. Zum Schutz der Interessen des Gläubigers wird dieser Schuldnerwechsel durch eine solidarische Haftung des Verkäufers gegenüber dem Gläubiger abgedeckt. Die Verlockung der wesentlich einfacheren Übertragung der Aktiven und Passiven wird damit aber vom Veräusserer teuer erkauft, kann er doch infolge der solidarischen Haftung das an sich mit dem Verkauf angestrebte Ziel der Abtrennung des verkauften Unternehmens aus seinem Einfluss- und Risikobereich nicht erreichen. Da dieses Ziel der sauberen und konsequenten Abtrennung der Unternehmenssphären für Verkäufer und Käufer regelmässig sehr wichtig ist, hat sich in der schweizerischen M&A-Praxis das Institut der Vermögensübertragung nur beschränkt durchgesetzt, und sehr viele M&A-Transaktionen werden ganz bewusst weiterhin auf dem Weg der Singularsukzessionen abgewickelt.³

¹ Picot 2010, S. 514.

² Vgl. auch Picot 2008, S. 44.

³ Für weitere Besonderheiten der Vermögensübertragung vgl. Schenker 2010, Kap. 2.3, S. 557 f.

3. Gesellschafts- und Übernahmerecht

3.1 Gesellschaftsrecht

3.1.1 Vinkulierung

Eine Aktie ist als Wertpapier oder Wertrecht an einer Gesellschaft grundsätzlich wie jedes andere Wertpapier oder Recht frei übertragbar. Dies bedeutet, dass ein Verkäufer frei ist, das Wertpapier oder das Recht einer beliebigen natürlichen oder juristischen Person zu verkaufen.

Der Grundsatz der freien Übertragbarkeit kann jedoch bei Aktien eingeschränkt werden, und diese Beschränkung der freien Veräusserlichkeit von Aktien wird Vinkulierung genannt. Die meisten Jurisdiktionen kennen Vinkulierungsvorschriften.

Anhand der Entwicklung der Vinkulierungsvorschriften für schweizerische Publikumsgesellschaften lässt sich plastisch nachzeichnen, wie die Stärkung der Stellung der Aktionäre und die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle die früher hohen *Vinkulierungswälle* über die letzten 20 Jahre weitgehend *geschliffen* haben.

Bis 1992 konnten die schweizerischen Gesellschaften die Eintragung eines Aktienerwerbers im Aktienbuch von bestimmten in den Statuten umschriebenen Voraussetzungen (z. B. dem Schweizer Bürgerrecht oder dem Nichtvorhandensein einer Konkurrentenstellung des Erwerbers) abhängig machen oder gar ohne Angabe von Gründen verweigern. Einzige Schranke war das Willkürverbot, dessen Verletzung allerdings im Einzelfall kaum nachzuweisen war, weil die Gesellschaft ja keine Gründe für die Ablehnung nennen musste. Verstärkt wurde die Wirksamkeit der Vinkulierungsvorschriften in der Praxis durch eine Selbstbeschränkung der mit Aktien handelnden Banken: Gemäss einer Empfehlung der Schweizerischen Bankiervereinigung aus dem Jahr 1961 sollten die Banken Aufträge zum Kauf vinkulierter Aktien nicht ausführen, wenn klar war, dass der Auftraggeber die Vinkulierungsbedingungen der Gesellschaft nicht erfüllte.⁴ Die Eintragungsverweigerung führte immerhin nicht zu einer völligen Blockierung des Erwerbers, gingen doch das Eigentum an den Aktien und die aus den mitgliedschaftlichen Vermögensrechten fliessenden Forderungsrechte (z. B. Dividendenansprüche) dennoch auf diesen über. Die mit den Aktien verbundenen Mitgliedschaftsrechte, namentlich das Stimmrecht, blieben dagegen beim Veräusserer. Im Ergebnis führte dies zu einer Spaltung der Aktionärsrechte.

In der Praxis verfügten die meisten schweizerischen Publikumsgesellschaften in der damaligen Zeit über eine strenge Vinkulierung mit der Möglichkeit der Ablehnung eines Erwerbers ohne Angabe von Gründen.⁵

Im Zuge der Aktienrechtsrevision 1992 wurden die Vinkulierungsmöglichkeiten namentlich für Publikumsgesellschaften massiv eingeschränkt. Anstelle der praktisch schrankenlosen Möglichkeit der Ablehnung missliebiger Aktionäre durch die Gesellschaft trat ein Regime, welches eine Nichtanerkennung eines Erwerbers nur noch in drei klar definierten Fällen zulies. Hauptanwendungsfall ist die sog. Prozentklausel gemäss Art. 685d Abs. 1 OR, welche es der Gesellschaft ermöglicht, die Bildung grösserer Aktienpakete mittels Vinkulierung zu behindern. Viele schweizerische Publikumsgesellschaften verfügen heute über Statutenbestimmungen, welche es ermöglichen, Erwerber abzulehnen, wenn diese mit dem Erwerb mehr als bspw. 5 % oder 10 % der Aktien der Gesellschaft besitzen würden.⁶ Anders als früher verbleiben das Eigentum und die damit verbundene Rechte bei fehlender Zustimmung der Gesellschaft nicht mehr beim Veräusserer, sondern gehen ebenfalls an den Erwerber über, bei dem diese Rechte allerdings ruhen (Art. 685f OR). Im Ergebnis führte die neue Regelung zu einer starken Aufweichung der Vinkulierung und zu einer völligen *Devinkulierung des wirtschaftlichen Substrats der Aktie*. Die Gesellschaft muss die nicht anerkannten Aktionäre gemäss Art. 685f Abs. 3 OR in ihrem Aktienbuch als nicht stimmberechtigte Aktionäre eintragen.

Neben den aufgrund der Vinkulierung ruhenden Stimmrechten hat eine weitere Entwicklung in den letzten Jahren dazu geführt, dass die Zahl der an einer Generalversammlung stimmberechtigten Aktien massiv abgesenkt wurde: das Phänomen der sog. *Dispoaktien*. Dispoaktien entstehen aus folgendem Grund: Gemäss Art. 685e OR muss bei einem Aktienverkauf über die Börse die Veräussererbank den Namen des Veräusserers und die Anzahl der verkauften Aktien der Gesellschaft melden, welche in der Folge den Verkäufer aus dem Aktienbuch austrägt. Verzichtet nun ein Käufer darauf, seinerseits der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung einzureichen, so bleibt die Aktienstelle im Aktienbuch leer. Gemäss gesetzlicher Konzeption sind in dieser Konstellation die Rechte zwar an den Erwerber übergegangen, allein er kann diese nicht geltend machen, da die Gesellschaft ihn gar nicht kennt. Unter dem Druck des Kapitalmarktes hat

⁵ Vgl. Tschäni 1989, S. 178.

⁶ Zusätzlich können Gesellschaften Personen, namentlich Ausländer, im Erwerb beschränken, wenn dies erforderlich ist, um durch Bundesgesetze geforderte Nachweise über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen (Art. 4 SchlB zum Bundesgesetz über die Revision des Aktienrechts vom 04.01.1991). Und zum Dritten können Gesellschaften Erwerber ablehnen, wenn diese nicht erklären, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben (Art. 685d Abs. 2 OR).

⁴ Vgl. Tschäni 1989, S. 179f.

sich nun aber eine Praxis eingespielt, gemäss welcher die Gesellschaften Dividendenbeträgnisse des unbekanntem Aktionärs dessen als Dispoadresse bekannten Bank auszahlen.⁷ Im Ergebnis hat diese Praxis dazu geführt, dass Aktionäre, die nicht am Stimmrecht interessiert sind, auf die Meldung bei der Gesellschaft verzichten können. Und sie tun dies, aus vielfältigen Gründen, in grosser Zahl: Viele Schweizer Publikumsgesellschaften verfügen heute über Dispoaktienbestände von 40 % bis 50 %. Der Effekt ist klar, insbesondere wenn er in Verbindung mit der bekanntermassen relativ tiefen Präsenz der Aktionäre an den Generalversammlungen gesehen wird: Die im Übernahmerecht definierte *Schwelle der Kontrolle*, welche weltweit im Bereich von 30 % und in der Schweiz (Art. 32 BEHG) bei 33 $\frac{1}{3}$ % festgesetzt wurde, liegt in Tat und Wahrheit *massiv tiefer*, je nach Struktur und Engagement des Aktionariats irgendwo im Bereich *zwischen 12,5 % und 20 %*. Dies ruft nach einer Lösung des Dispoaktienproblems im Aktienrecht – oder nach einer Absenkung der Kontrollschwelle im Übernahmerecht.

Im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht drängt sich eine weitere Bemerkung zum Wirksamkeitsverlust der Vinkulierungsvorschriften auf: Da es zulässig ist, Übernahmeangebote an Bedingungen zu knüpfen, und da es namentlich möglich ist, die Aufhebung von Vinkulierungsvorschriften zur Bedingung zu machen, können die ohnehin schon weitgehend abgebauten Vinkulierungshürden heute keinesfalls mehr vor (unfreundlichen) Übernahmen schützen. Es ist der Aktionär und nicht mehr die Unternehmensleitung, welcher entscheidet, ob ein neuer Aktionär im Übernahmekampf akzeptiert wird.

3.1.2 Stellung des Aktionärs

Der Aktionär ist definitiv der Mitspieler in der Aktiengesellschaft, der in den letzten 20 Jahren aus dem Dornröschenschlaf erwacht ist, der mit einer wesentlich stärkeren Palette an Rechten ausgestattet worden ist, der selbst – in der Gestalt als Anbieter auf dem neu entstandenen Markt für Unternehmenskontrolle oder als aktivistischer Aktionär – für sich wesentlich mehr Rechte und eine *stärkere Machtposition* im Gefüge der Aktiengesellschaft eingefordert hat. Und der aktuelle Trend in der Corporate Governance-Debatte geht weltweit in eine Richtung: Mehr Macht den Aktionären.

In der Schweiz diagnostizierte der Bundesrat im Rahmen der Aktienrechtsrevision 1992, der Schutz der Aktionäre liege im Argen, und er verfolgte mit der – vom Gesetzgeber umgesetzten – Revision des Aktienrechts massgeblich zwei Ziele: Erstens die Erhöhung der Transparenz mittels Verbesserung der Information und Erweiterung der Publizität im Bereich von Jahres-

rechnung und Geschäftsbericht. Und zweitens die Verstärkung des Aktionärsschutzes durch Verbesserung der Auskunfts- und Einsichtsrechte sowie Einführung des Instituts der Sonderprüfung, Lockerung der Vinkulierung, Schutz des Bezugsrechts, Erleichterung der Ausübung der Anfechtungsklage gegen gesetzwidrige Generalversammlungsbeschlüsse, Erleichterung der Verantwortlichkeitsklage gegen Organe sowie Erleichterung der Klage auf Auflösung der Gesellschaft.⁸

Und die Entwicklung ging weiter: Im Bereich des Übernahmerechts wurde 1998 der Übernahmekodex durch das Börsengesetz abgelöst, welches bemerkenswerterweise erstmals nicht nur den Katalog der Rechte, sondern auch jenen der Pflichten des Aktionärs erweiterte (vgl. die Ausführungen in Kapitel 3.2.3). Und im Jahr 2002 begann in der Schweiz das Zeitalter des Soft Law im Bereich der Corporate Governance, indem zeitgleich und aufeinander abgestimmt der Swiss Code of Best Practice des Wirtschaftsdachverbands Economiesuisse sowie die Richtlinie über Informationen zur Corporate Governance der Schweizer Börse publiziert und in Kraft gesetzt wurden. Bemerkenswert ist allein die Definition des Begriffs Corporate Governance im Swiss Code of Best Practice: Danach ist Corporate Governance «die Gesamtheit der *auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten* Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben». Eine solche Fokussierung auf das Aktionärsinteresse wäre zehn Jahre früher undenkbar gewesen.

Und nun ist in der Schweiz seit Mitte dieses Jahrzehnts eine neue grosse Aktienrechtsrevision in Bearbeitung, welche sich eine nochmalige wesentliche Stärkung der Rolle des Aktionärs auf die Fahne geschrieben hat.⁹

Bei all diesen Entwicklungen ist etwas auffällig: Jede Revision beginnt mit der Analyse, die Stellung des Aktionärs liege im Argen. Und jede Revision verfolgt grossspurig das Ziel, die Rolle des Aktionärs zu stärken. Vielleicht muss auch einmal die Frage gestellt werden, weshalb denn offenbar jede Revision diese Zielsetzung verfehlt. Die Antwort ist offenkundig: Solange der Aktionär nicht auch mehr Pflichten hat, er insbesondere keiner Treuepflicht unterliegt, ist es *systemimmanent* und wird es deshalb immer so sein, dass auch seine *Rechtsstellung* im System der Aktiengesellschaft eine *beschränkte* ist.

⁷ Zum Ganzen vgl. Böckli 2010, § 6 N 165, S. 701.

⁸ Botschaft des Bundesrats über die Revision des Aktienrechts vom 23.02.1983, S. 23 f.

⁹ Botschaft des Bundesrats vom 21.12.2007, S. 2 und Zusatzbotschaft vom 05.12.2008, S. 2.

3.1.3 Fusion

Mit dem Inkrafttreten des Fusionsgesetzes im Jahr 2004 erfuhr der bis dato sakrosankte Grundsatz der mitgliederschaflichen Kontinuität in der Schweiz eine Relativierung. Während bis dahin als ehernes Gesetz galt, dass Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft(en) mit der Fusion Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft werden und als einzige Ausnahme der Spitzenausgleich in bar bei nicht ganzzahligen Austauschverhältnissen zugelassen war,¹⁰ führte das Fusionsgesetz verschiedene Möglichkeiten ein, Gesellschafter bei der Fusion statt mit Aktien mit Barmitteln zu bedienen. So ist es gemäss Art. 7 Abs. 2 FusG neu zulässig, bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses für Aktien eine Ausgleichszahlung bis zu maximal einem Zehntel des wirklichen Wertes der Anteile vorzusehen. Weiter können die an der Fusion beteiligten Gesellschaften gemäss Art. 8 Abs. 1 FusG im Fusionsvertrag neu vorsehen, dass die Aktionäre zwischen Aktien und einer Abfindung wählen können, ihnen mithin ein Wahlrecht auf Abfindung einräumen. Und zum Dritten können die Gesellschaften gemäss Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG im Fusionsvertrag auch regeln, dass den Aktionären der übertragenden Gesellschaft nur eine Abfindung ausgerichtet wird, wobei ein solcher Beschluss der Zustimmung von mindestens 90% der stimmberechtigten Aktionäre der übertragenden Gesellschaft bedarf. Das Schweizer Recht lässt damit seit 2004 auch eine sog. *Squeeze-out-Fusion* zu. Und da als Abfindung nicht nur Bargeld, sondern auch andere Vermögenswerte angeboten werden können, ist nach Schweizer Recht neuerdings auch eine *Dreiecksfusion* möglich, indem den Aktionären Anteile einer dritten Gesellschaft, typischerweise der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft, zugeteilt werden.¹¹

Squeeze-out-Fusionen und Dreiecksfusionen sind auch nach amerikanischem und japanischem Recht zulässig. Die EU-Fusionsrichtlinie lässt dagegen beide Formen der Fusion nicht zu.

3.1.4 Spaltung

Das im Jahr 2004 in der Schweiz in Kraft getretene Fusionsgesetz heisst mit vollem Namen Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung und regelt damit alle Formen der Umstrukturierung von Gesellschaften, so insbesondere auch deren Spaltung. Bis zum Jahr 2004 war die Spaltung von Gesellschaften in der Schweiz nicht geregelt, und man behalf sich mit einem *Vorgehen in zwei Schritten*. In einem ersten Schritt wurden die Aktiven durch

Singularsukzession, die Passiven ebenfalls durch Singularsukzession oder durch Gesamtrechtsnachfolge nach Art. 181 OR in die übernehmende Gesellschaft übertragen, wobei die übernehmende Gesellschaft i. d. R. eine eigens zu diesem Zweck gegründete, u.U. aber auch eine bereits bestehende Tochtergesellschaft war. In einem zweiten Schritt wurden den Gesellschaftern der spaltenden Gesellschaft die Anteile der übernehmenden Gesellschaft zugeteilt, entweder durch Ausschüttung der Tochtergesellschaftsaktien als Sachdividende oder im Rahmen einer Kapitalherabsetzung oder Liquidation der spaltenden Gesellschaft.

Das Fusionsgesetz ermöglicht neu die Durchführung einer Spaltung in einem Schritt und den Verzicht auf die Vornahme unzähliger Singularsukzessionen. Allerdings wird dieser Vorteil ähnlich wie bei der Vermögensübertragung (vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 2.2) teuer erkaufte, nämlich mit einer *unbeschränkten solidarischen Haftung* sämtlicher an der Spaltung beteiligten Gesellschaften für die im Zeitpunkt der Spaltung bestehenden – bekannten und unbekannt – Schulden (Art. 47 Abs. 1 FusG). Diese solidarische Haftung ist gemäss Wortlaut des Gesetzes zeitlich nicht limitiert, einzige zeitliche Schranke bilden damit die allgemeinen Verjährungsvorschriften.¹² Diese Regelung hat zur Folge, dass alle an einer Spaltung beteiligten Gesellschaften für die vor der Spaltung bestandenen, mit der Spaltung übertragenen Schulden auch Jahre nach der Spaltung weiterhaften, und dies, obwohl die Spaltung eine Trennung der unternehmerischen Verantwortung der verschiedenen Gesellschaften bewirkt und zu einer Verminderung der Aktiven und damit des Haftungssubstrats jeder einzelnen Gesellschaft führt. Bezüglich Verbindlichkeiten werden die aus der Spaltung hervorgegangenen Gesellschaften während Jahren so behandelt, wie wenn sie nicht gespalten worden wären, wogegen auf der Aktivseite der Bilanz durch die Spaltung eine Schrumpfung des Vermögens jeder Gesellschaft stattfindet.

Ist ein Investor an einer Gesellschaft interessiert, die an einer Spaltung beteiligt war, hat dies zur Folge, dass er mit dem Erwerb dieser Gesellschaft nicht nur deren Aktiven und Passiven erwirbt, sondern zusätzlich die Passiven bzw. Risiken der übrigen an der Spaltung beteiligten Geschäftsbereiche bzw. Gesellschaften. Damit er weiss, auf welche Risiken er sich einlässt, muss er daher eine Due Diligence nicht nur des Kaufobjektes vornehmen, sondern auch aller anderen Gesellschaften, an denen er gar kein Interesse hat; unterlässt er dies, setzt er sich später u.U. dem Vorwurf aus, er hätte beim Er-

¹⁰ Vgl. Tschäni 2003, S. 232 f.

¹¹ Vgl. Tschäni/Papa 2005, N 6 zu Art. 8 FusG; für weitere Einzelheiten zur Fusion nach schweizerischem Fusionsgesetz vgl. Schenker 2010, Kap. 2.1, S. 554 ff.

¹² In der Literatur wird zum Teil mit Hilfe einer teleologischen Reduktion statt der ordentlichen zehnjährigen eine kürzere Verjährungsfrist von drei Jahren (wie bei der Vermögensübertragung) begründet; vgl. Böckli 2010, § 3 N 323, S. 451; Binder 2005, S. 33 ff.

werb der Gesellschaft unsorgfältig gehandelt. Wer hier einwendet, die Sache sei nicht so schlimm, in aller Regel könnten die Risiken, die mit einem Unternehmen verbunden sind, anhand der Passivseite der Bilanz gut abgeschätzt werden, verkennt die Realität: Mit jeder unternehmerischen Tätigkeit sind Risiken verbunden, die für das Unternehmen respektive die Gesellschaft als Rechtsträgerin des Unternehmens existentiell sein können und die doch in der Bilanz keine Abbildung erfahren; zu denken ist etwa an Umweltrisiken oder Risiken aus Produkthaftung. Solche Risiken können sehr wohl in der Vergangenheit, also vor der Spaltung, gesetzt worden sein, sich aber erst in u.U. ferner Zukunft – aber noch vor Eintritt der Verjährung – in Form von Haftpflichtansprüchen materialisieren.

Der Effekt dieser solidarischen Haftung ist eindrücklich: Die *Spaltung nach Fusionsgesetz* ist weitgehend *toter Buchstabe* geblieben. Eine Analyse der schweizerischen M&A-Praxis seit Inkrafttreten des Fusionsgesetzes zeigt, dass diese vom Institut der Spaltung nach Fusionsgesetz nur wenig Gebrauch macht.¹³ Überall zeigt sich das gleiche Bild: Man weicht der Spaltung¹⁴ nach Fusionsgesetz aus und strukturiert weiter nach alter Technik um, indem statt in einem in zwei Schritten gespalten wird. Dies ist – gemäss klar herrschender, wenn auch nicht unbestrittener Lehre¹⁵ – möglich, da der Gesetzgeber diesen Weg mit dem Fusionsgesetz nicht geschlossen hat.¹⁶

Interessant wäre in diesem Zusammenhang ein Vergleich mit der Praxis in anderen Jurisdiktionen, kennt doch die EU-Spaltungsrichtlinie im Wesentlichen ebenfalls ein Gebot der solidarischen Haftung der an einer Spaltung beteiligten Gesellschaften. Wie sieht die M&A-Spaltungspraxis in Deutschland, Frankreich oder England aus? Wird in diesen Ländern aus Gründen der Haftungseinschränkung ebenfalls häufig der Weg der Singularsukzessionen gewählt? In der Schweiz jedenfalls ist ein M&A-Berater nach verbreiteter Einschätzung nahe an einem Kunstfehler, wenn er eine Spaltung nach Fusionsgesetz empfiehlt.

3.1.5 Dekotierung (Going Private)

Ein in der Schweiz noch weitgehend unerkanntes Thema, welches interessanterweise trotz deren zentralen Ziels der markanten Stärkung der Stellung des Aktio-

närs als Eigentümer der Gesellschaft auch in die laufende Aktienrechtsrevision bisher keinen Eingang gefunden hat, ist die Problematik des Going Private mittels Dekotierung der Aktien einer Gesellschaft von der Börse.

Deutschland hat in dieser Frage Pionierarbeit geleistet, indem der Bundesgerichtshof mit dem *Macrotron-Entscheid* im Jahr 2002 klare Leitplanken aufgestellt hat. Zunächst hat er festgestellt, dass der Rückzug von der Börse wegen der damit verbundenen erheblichen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien das Aktieneigentum beeinträchtigt. Aus dieser Erkenntnis hat der Bundesgerichtshof abgeleitet, dass i) für einen solchen Entscheid nicht die Unternehmensleitung, sondern die Hauptversammlung der Aktionäre zuständig ist, ii) den aussenstehenden Aktionären ein Pflichtangebot zu einem angemessenen Preis unterbreitet werden muss und iii) dieser Preis – nicht aber der Beschluss der Dekotierung als solcher – einer gerichtlichen Überprüfung zugänglich ist.¹⁷

In der Schweiz ist dagegen für den Entscheid zur Dekotierung nicht die Generalversammlung, sondern der Verwaltungsrat zuständig, und es gibt auch kein Pflichtangebot zu einem angemessenen Preis an die Minderheitsaktionäre. Der Minderheitenschutz liegt damit hier tatsächlich noch im Argen.

3.2 Übernahmerecht

Im Bereich des Übernahmerechts haben in den vergangenen rund 20 Jahren zweifellos die *markantesten regulatorischen Veränderungen* stattgefunden. Die Regelung des Übernahmerechts kann in drei Phasen unterteilt werden. Eine erste Phase dauerte bis Ende der 1980er Jahre und kennzeichnete sich durch ein vollständiges Fehlen übernahmerechtlicher Sondervorschriften. Dann folgte in den 1990er Jahren eine erste Welle der Regulierung im Bereich des Übernahmerechts in der Form von grundsätzlich nicht verbindlichen Selbstregulierungsregelwerken der Börsen und damit als sog. Soft Law. Dieses Soft Law wurde schliesslich in diesem Jahrtausend durch staatliche Vorschriften abgelöst.

3.2.1 Erste Phase der Regulierung: Keine übernahmerechtlichen Sonderregeln

Das *Übernahmerecht* war während vieler Jahrzehnte im Aktienrecht überhaupt *kein Thema*. Es gab bis in die 1980er Jahre in Kontinentaleuropa keinen als solchen bezeichneten, in Praxis, Wissenschaft und Recht thematisierten Markt für Unternehmenskontrolle. Öffentliche Übernahmeangebote gab es kaum, Aktionäre verstanden sich als Langfristinvestoren, die Aktienpa-

¹³ Vgl. Binder 2005, S. 2f.; Schenker 2010, Kap. 2.2, S. 557.

¹⁴ Und der Vermögensübertragung.

¹⁵ Vgl. die Übersicht bei Böckli 2010, § 3 N 342aff.

¹⁶ Auch das deutsche Recht lässt die Übertragung von Aktiven und Passiven durch Singularsukzession als Alternative zur Spaltung nach dem im Jahr 1994 geschaffenen Umwandlungsgesetz zu. Das deutsche Umwandlungsgesetz stellt keine abschliessende Kodifikation des Umwandlungsrechts dar, weshalb die durch das Umwandlungsgesetz eröffneten Möglichkeiten neben die nach allgemeinem Zivil- und Handelsrecht möglichen Methoden treten; vgl. Lutter 2004, Einleitung N 43f.

¹⁷ BGH-Urteil vom 25.11.2002 i.S. Macrotron, II ZR 133/01.

kete der börsenkotierten Unternehmen befanden sich in den Unternehmensleitungen genehmen Händen, man kannte sich, die Globalisierung war noch kein Thema, das Internet unbekannt, alles war überschaubar und unter Kontrolle. In Standardwerken des Aktien- und Gesellschaftsrechts der 1980er Jahre kamen Begriffe wie Übernahme, öffentliche Übernahme, unfreundliche Übernahme, Unternehmenskontrolle, Kontrollwechsel oder dergleichen nicht vor. Es gab zwar erste Kämpfe um die Macht im Unternehmen im Sinne unfreundlicher Übernahmeveruche, aber das Thema war bestenfalls als angloamerikanisches Phänomen bekannt.

In rechtlicher Hinsicht bedeutete dieses vollständige Fehlen übernahmerechtlicher Vorschriften, dass für den Kauf von Aktien einzig die Vorschriften des allgemeinen Vertragsrechts zur Anwendung gelangten. Massgebend waren also wie für irgendeinen anderen Vertrag ein Konsens zwischen bisherigem und neuem Aktionär über Kaufgegenstand (Anzahl Aktien einer bestimmten Gesellschaft) und Kaufpreis. Ein Interessent an bestimmten Aktien machte eine Offerte, ein verkaufswilliger Aktionär konnte dieses Angebot akzeptieren, und wenn er dies tat, war der Kaufvertrag perfekt. Nach diesem Prinzip konnte ein Interessent ebenso einzelne Aktien wie eine Vielzahl von Aktien einer Gesellschaft erwerben. Alles spielte sich im Verborgenen ab, Transparenz war ein Fremdwort, schliesslich hiess die Aktiengesellschaft nicht von ungefähr *Société Anonyme*. Weder gab es Meldepflichten bei Erreichung gewisser Schwellenwerte an Aktien einer Gesellschaft noch Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität, und ein öffentliches Zurschaustellen von Managementtransaktionen in Aktien der vom Management geführten Gesellschaften gab es schon gar nicht. Insiderhandel war nicht verboten und strafbar. Und es gab keine Verfahrensregeln für öffentliche Übernahmeangebote, keine Vorschriften zu den zu offerierenden Preisen und erst recht keine Pflicht, bei Erreichung der Kontrolle über ein Unternehmen sämtlichen verbliebenen Aktionären ein Kaufangebot unterbreiten zu müssen. Konkurrenzofferten waren praktisch ausgeschlossen, einerseits weil ein Aufkäufer in einer ersten Phase einen erheblichen Aktienanteil heimlich kaufen und sich so eine von einem Dritten kaum zu verdrängende Position in der Gesellschaft sichern konnte, andererseits weil ein Aktionär, sobald er ein Übernahmeangebot angenommen hatte, nicht mehr darauf zurückkommen konnte, falls später eine attraktivere konkurrierende Offerte lanciert werden sollte. Ein Squeeze-out im Sinne eines privaten Enteignungsrechts war schlicht unvorstellbar.

Und auf der anderen Seite war dies die Zeit der strengen Vinkulierungsregimes, die den Unternehmensleitungen viel Macht gegen unerwünschte Eindringlinge gaben.

3.2.2 Zweite Phase der Regulierung: Soft Law

Einzelne spektakuläre Übernahmen und Übernahmeveruche haben schliesslich offenkundig gemacht, dass systematische Unternehmensübernahmen und das völlig neuartige Corporate Governance-Element des Marktes für Unternehmenskontrolle auch in Kontinentaleuropa angekommen waren und hierzulande im Bereich der Unternehmensübernahmen ein Regulierungsdefizit bestand. Anders als Kontinentaleuropa kannten die USA und England beide bereits seit 1968 übernahmerechtliche Regeln. Während die USA mit dem Williams Act, welcher als Ergänzung des Securities Exchange Act (SEA) konzipiert war, bundesstaatliche Vorschriften zum Zweck des Schutzes der Aktionäre der Zielgesellschaften vor heimlichen Übernahmeveruchen, vor Ausübung zeitlichen Drucks und vor Übervorteilung eingeführt hatte, erliess die Londoner Börse zur gleichen Zeit den City Code on Takeovers and Mergers, einen Verhaltenskodex im Sinne einer Selbstregulierung mit den grundlegenden Prinzipien der umfassenden Information des Anlegers, des Verbots der Irreführung des Kapitalmarktes, des Handelns im Interesse der Anteilseigner, der Gleichbehandlung der Aktionäre sowie der weitgehenden Beschränkung des Managements in Abwehrmassnahmen.

Im Jahr 1989 erarbeitete die EU-Kommission einen ersten Vorschlag für eine 13. gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie zum Übernahmerecht. Aber die Zeit der grossen Würfe im Übernahmerecht war damals in Kontinentaleuropa noch nicht gekommen – es dauerte bis zum Jahr 2004, bis eine stark überarbeitete Übernahmerrichtlinie verabschiedet und in Kraft gesetzt werden konnte –, und so näherte man sich dem Thema deshalb statt auf dem Weg der Gesetzgebung auf dem Weg der Selbstregulierung.

In der Schweiz erliess die Vereinigung der Schweizer Börsen, ein privatrechtlicher Verein, im Jahr 1989 mit dem *Schweizerischen Übernahmekodex* ein Selbstregulierungsregelwerk, welches Verhaltensvorschriften bei Übernahmen enthielt.¹⁸ Diese Verhaltensvorschriften banden die Börsen und deren Mitglieder, namentlich die Börsenbanken, auf der Basis privatrechtlicher Verpflichtungen. Die Banken mussten sich für die Einhaltung des Kodex einsetzen und durften an einem ihm widersprechenden Angebot nicht mitwirken. Eine Kommission für Regulierungsfragen überwachte dessen Einhaltung. In der Praxis fand der Kodex eine relativ breite Akzeptanz, indem sich Übernahminteressenten häufig seinen Regeln unterwarfen. In rechtlicher Hinsicht erfolgte dies, indem ein Anbieter sich in seiner öffentlichen Kaufofferte verpflichtete, die Bestimmungen des Kodex einzuhalten, womit die in die-

¹⁸ Übernahmekodex der Vereinigung der Schweizer Börsen vom 01.09.1989.

sem enthaltenen, von den allgemeinen Bestimmungen des Vertragsrechts abweichenden Regeln bei Akzept des Verkäufers Inhalt des betreffenden Kaufvertrages wurden. Der Kodex statuierte, wenn auch noch zurückhaltend, die Grundsätze der Information und Transparenz sowie der Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft und enthielt Verfahrensvorschriften, wobei er dem Anbieter verschiedene Möglichkeiten offenliess, Aktien ausserhalb des Anwendungsbereichs des Kodex zu erwerben. Andererseits enthielt der Kodex den Grundsatz der Handlungsfreiheit des Managements, wonach die zuständigen Organe der Zielgesellschaft im Rahmen des Gesetzes und der Statuten in der Wahl von Gegenmassnahmen frei waren.¹⁹

In *Deutschland* erliess die Börsensachverständigenkommission im Jahr 1995 mit dem *Übernahmekodex* ebenfalls ein Regelwerk auf Basis der Selbstregulierung.²⁰ Es wurde eine Übernahmekommission geschaffen, welche als Überwachungsorgan wirkte und damit zu einer weitergehenden Wirkung beitrug, auch wenn viele Unternehmen den Kodex entweder generell nicht als für sich verbindlich anerkannten oder trotz grundsätzlicher Verbindlichkeit dagegen versties. Als Vorläufer zu diesem Kodex hatte die Börsensachverständigenkommission schon im Jahr 1979 Leitsätze für Übernahmeangebote erlassen, welche jedoch mangels Einsetzung eines Überwachungsorgans und deshalb fehlender Überwachung nur eine sehr beschränkte Wirkung entfalteten.²¹

3.2.3 Dritte Phase der Regulierung: Hard Law

3.2.3.1 Überblick

In der Periode der Selbstregulierung konnte sich in der Schweiz und in Deutschland eine *neue Übernahmekultur* entwickeln. Die Regeln waren in einzelnen Bereichen bereits weitgehend ausgefeilt, in anderen tastete man sich behutsamer an das aus der neuen Welt herübergekommene neue Zeitalter heran. Die Einhaltung der Regeln war grundsätzlich freiwillig, aber Überwachungsorgane, welche deren Einhaltung generell und auch im Einzelfall würdigten, die unaufhaltsam zunehmende Transparenz sowie die enge Beobachtung aller Akteure durch die Finanzmarktteilnehmer und die Wirtschaftsmedien sorgten dafür, dass in den 1990er Jahren der Boden für gesetzliche Regeln geschaffen wurde. So folgte im Bereich des Übernahmerechts gegen Ende des ausgehenden und zu Beginn des neuen Jahrtausends die dritte Phase, welche durch die Ablösung von Soft Law durch Hard Law gekennzeichnet war.

Einen diesbezüglichen *Meilenstein* setzte der schweizerische Gesetzgeber mit dem ersten gesamtschweizerischen *Börsengesetz*, welches 1998 in Kraft trat. Das Börsengesetz basierte zu einem wesentlichen Teil auf dem Entwurf der 13. gesellschaftsrechtlichen EU-Richtlinie über Übernahmeangebote aus dem Jahr 1989, und pikanterweise setzte das Nicht-EU-Mitgliedsland Schweiz den wesentlichen Gehalt dieses Richtlinienentwurfs zu einem Zeitpunkt um, als die Mitglieder der EU noch weit weg waren von einem Konsens über den Inhalt einer Übernahmerichtlinie.

In der EU hatte die Gesetzgebung immerhin in einem Teilbereich des Übernahmerechts schon früher eingesetzt, nämlich in der Transparenz bei Erwerb oder Veräusserung wesentlicher Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften. Im Jahr 1988 wurde die Richtlinie über die bei Erwerb und Veräusserung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsenkotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, die sog. *Transparenzrichtlinie* verabschiedet. In der Schweiz wurden entsprechende Vorschriften, welche heute zum weltweiten übernahmerechtlichen Standard gehören, erst 1998 mit dem Börsengesetz eingeführt.

Aber mit dem Kerngehalt des Übernahmerechts tat man sich in der EU schwer. Der ursprüngliche Vorschlag aus dem Jahr 1989, welcher mit detaillierten Regelungen eine starke Harmonisierung angestrebt hatte, war äusserst umstritten. Deshalb legte die Kommission in den Jahren 1996 und 1997 einen geänderten Vorschlag vor, der im Gegensatz zum ursprünglichen Entwurf keine bis ins Einzelne gehende Harmonisierung anstrebte und die Beibehaltung nationaler Unterschiede im Rahmen allgemeiner Grundsätze zulies. Zentrale Änderung war die Abkehr von der Vorgabe an alle Mitgliedsländer, Regeln zum Pflichtangebot zu erlassen. Doch auch dieser abgeschwächte Vorschlag scheiterte und wurde 2001 im Europäischen Parlament abgelehnt. Der Grundsatz, wonach die Leitungsorgane der Zielgesellschaft für Abwehrmassnahmen gegen ein Übernahmeangebot nach Bekanntgabe des Angebots die Zustimmung der Aktionäre benötigten, fand Ablehnung, solange es für europäische Gesellschaften kein «Level Playing Field» bei öffentlichen Übernahmeangeboten gebe. Moniert wurden auch die unterschiedlichen Ausgangsbedingungen in den USA und Europa sowie der unzureichende Schutz der Arbeitnehmer der Zielgesellschaften. Schliesslich war erst der dritte Anlauf der Kommission erfolgreich, und so wurde im Jahr 2004 die nunmehr *Übernahmerichtlinie* genannte Richtlinie mit den Kernelementen Verfahrensvorschriften, Pflichtangebot bei Kontrollerwerb sowie Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft, letztere allerdings mit einer – viel benutzten – Opting-out-Möglichkeit der Mitgliedstaaten (vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 3.2.3.4) erlassen.

¹⁹ Für Einzelheiten vgl. Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 2, S. 595 ff.

²⁰ Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14.07.1995.

²¹ Für Einzelheiten vgl. Menke 2010, Kap. 2, S. 576 f.

Auch wenn heute weder in Europa noch weltweit von einem «Level Playing Field» im Übernahmerecht gesprochen werden kann, so haben sich doch einige Elemente als breit anerkannte Grundsätze durchgesetzt, die im Folgenden dargestellt werden.

3.2.3.2 Transparenz

Ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle bedingt einen hohen Grad an Transparenz. Nur wenn alle Marktteilnehmer über alle für ihre Anlageentscheide wesentlichen Informationen gleichzeitig verfügen, kann sich das freie Spiel der Marktkräfte entfalten. Die Gesetzgeber schafften insbesondere in drei Bereichen Transparenz: i) Meldepflichten über wesentliche Aktientransaktionen;²² ii) Ad-hoc-Publizität bei börsenrelevanten Vorgängen; iii) Information über Transaktionen der Mitglieder der Unternehmensleitungen in Aktien der von ihnen geführten Gesellschaft.

3.2.3.3 Verbotene Verhaltensweisen

Insiderhandel und Marktmanipulation sind heute weitgehend verboten, auch wenn die konkrete Ausgestaltung der Verbote und namentlich auch die Ausstattung der überwachenden und sanktionierenden Organe mit Kompetenzen und Ressourcen zum Teil stark unterschiedlich sind.

3.2.3.4 Regeln für öffentliche Übernahmeangebote

Die meisten Jurisdiktionen kennen heute Verfahrensvorschriften wie Angaben zum Bieter, zulässige Bedingungen, Fristen, Prüfung des Angebots, Bericht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft, Meldung von Transaktionen in Aktien, Veröffentlichung des Zwischenergebnisses und Nachfrist an die Aktionäre zur Annahme des Angebots, Umgang mit Konkurrenzangeboten etc. Es hat sich in diesen Fragen weitgehend ein *weltweiter Standard* entwickelt.²³

Bemerkenswert sind zwei aktuelle Entwicklungen: Die Regulierung im Bereich potentieller Angebote sowie die Gewährung der Parteistellung an Minderheitsaktionäre im Übernahmeverfahren. So kann bspw. die schweizerische Übernahmekommission gemäss Art. 53 der Übernahmeverordnung neu eine Person, die öffentlich bekannt gibt, sie ziehe die Möglichkeit in Betracht, ein öffentliches Angebot zu unterbreiten (*potentieller Anbieter*), verpflichten, innerhalb einer bestimmten Frist entweder ein Angebot für die Zielgesellschaft zu veröffentlichen oder öffentlich zu erklären, innerhalb von sechs Monaten weder ein Angebot zu unterbreiten

noch eine die Angebotspflicht auslösende Beteiligungsschwelle zu überschreiten.²⁴ Auch der englische Takeover Code kennt das Institut des potentiellen Angebots. Damit soll das mittlerweile häufig zu beobachtende Spiel unterbunden werden, sich als potentieller Mitbieter oder White Knight in Stellung zu bringen und sich gleichzeitig alle Optionen offen zu halten. Und gemäss Art. 56 der schweizerischen Übernahmeverordnung kann ein *qualifizierter Aktionär*, welcher im Zeitpunkt der Publikation des Übernahmeangebots eine Beteiligung von lediglich 2% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hat, im Verfahren *Parteistellung* erlangen mit der Wirkung, dass ihm die vollen Verfahrensrechte zukommen, so insbesondere die Ansprüche auf rechtliches Gehör, auf umfassende Akteneinsicht und auf die Ergreifung von Rechtsmitteln.²⁵ Diese Schwelle erscheint ausserordentlich niedrig, zumal eingedenk dessen, dass die Parteistellung auch jenem Aktionär zukommt, der die Stimmrechte infolge Vinkulierung oder freiwilliger Nichtanmeldung bei der Gesellschaft (sog. Dispoaktien)²⁶ nicht ausüben kann. Auch diese Änderung, über deren Sinn und Berechtigung gestritten werden kann,²⁷ liegt im Zug des weltweiten Trends zur Stärkung der Aktionärsstellung.

Höchst uneinheitlich ist dagegen der Umgang mit zwei zentralen Fragen im Übernahmerecht: Der Frage der *Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft*, d.h. der Frage, ob die Leitungsorgane der Zielgesellschaft gegen einen nicht genehmen Übernahmeversuch Abwehrmassnahmen ergreifen und welcher Art diese ggf. sein dürfen,²⁸ sowie der Frage des *Pflichtangebots bei Kontrollerwerb*. Es sind in diesen Fragen *weltweit zwei unterschiedliche Philosophien* auszumachen: Die USA und Japan kennen weder die Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung noch das Pflichtangebot bei Erlangung der Kontrolle. England dagegen hat sich seit jeher für eine strikte Neutralitätspflicht der Unternehmensleitung und für ein Pflichtangebot beim Kontrollerwerb ausgesprochen. Die Schweiz kennt eine sehr strenge Neutralitätspflicht und grundsätzlich auch ein Pflichtangebot, wobei sie den Unternehmen die Möglichkeit gibt, die Schwelle des Pflichtangebots mit einem Opting-up von 33¹/₃ % auf 49 % anzuheben oder mit einem Opting-out allfällige Erwerber der Kontrolle über das Unternehmen gänzlich vom Pflichtangebot zu befreien (Art. 32 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG). Zusätzlich ist in der Schweiz, anders als in

²⁴ Vgl. Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 4.3.2, S.610f.

²⁵ Vgl. Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 4.5, S.611 f.

²⁶ Vgl. die Ausführungen in Kap. 3.1.1.

²⁷ Vgl. die Ausführungen in Kap. 5.3.3.

²⁸ Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft bedeutet dagegen – entgegen gelegentlicher fälschlicher Annahme – nicht, dass diese bei Vorliegen konkurrierender Offerten keine der anderen vorziehen und den Aktionären zur Annahme empfehlen dürften.

²² Vgl. zur Regelung in Deutschland Classen 2010, Kap. 2, S. 616 ff. und zur Regelung in der Schweiz Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 3.2.3 und 3.2.4, S. 602 f.

²³ Vgl. zur Regelung in Deutschland Menke 2010, Kap. 3.1, S. 578 ff.

England, eine Preisdifferenzierung zulässig, indem das Pflichtangebot gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG bis zu 25 % unter dem durch den Anbieter vor dem Pflichtangebot maximal bezahlten Preis liegen darf. In England ist eine solche Preisdifferenzierung mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre seit jeher nicht zu vereinbaren. In der EU ist mit Art. 5 Übernahmerichtlinie nach langem politischem Kampf das Pflichtangebot ohne Opting-out und ohne Preisdifferenzierung eingeführt worden. Die Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft ist dagegen als Grundsatz wohl in der Richtlinie festgeschrieben, Art. 12 gibt den Mitgliedsländern aber die Möglichkeit, ihre Unternehmen mittels Opting-out von der Neutralitätspflicht zu befreien. Und tatsächlich haben nicht wenige Länder von dieser Opting-out-Möglichkeit Gebrauch gemacht, so Deutschland, Italien, Holland, Belgien, Luxemburg, Dänemark oder Polen.²⁹

4. Öffentliches Recht

4.1 Wachsende Bedeutung behördlicher Bewilligungen bei M&A-Transaktionen

Im M&A-Bereich ist in den vergangenen 20 Jahren weltweit ein Trend zu einer immer grösseren Bedeutung staatlicher Institutionen auszumachen. Dieser Trend hat sich in den letzten Jahren verstärkt und wird im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise weiter zunehmen.

Zu nennen sind zunächst Vorschriften und Bewilligungsverfahren in verschiedenen Industriebereichen wie Finanzdienstleistungen, Versicherungen, Luftfahrt oder Telekommunikation. Solche Vorschriften hat es allerdings weitgehend schon früher gegeben.

Ein zentraler Regelungsgegenstand beschlägt die Frage der *Investitionen durch Ausländer in inländischen Unternehmen*. Mit nationalistischen Schutzmassnahmen auf Gesetzesstufe und auch mittels Interventionen im Einzelfall werden Unternehmensübernahmen durch Ausländer zunehmend erschwert oder unterbunden (vgl. die Ausführungen in Kapitel 5.1.8). Dass es früher weniger solche Vorschriften gab, ist allerdings primär auf die Realien zurückzuführen: Es gab schlicht viel weniger internationale Übernahmen. Sei es, weil die Vinkulierungsvorschriften in vielen Ländern noch wesentlich schärfer waren, so dass sich Unternehmen auch ohne staatliche Unterstützung fremder Eindringlinge erwehren konnten, sei es, weil Aktien wichtiger

Unternehmen in den Händen von langfristig orientierten freundlichen Aktionären lagen, häufig in Form von Kreuzbeteiligungen, und deshalb gar nicht käuflich waren, oder sei es, weil es vor dem Zeitalter der Globalisierung noch keine internationale Nachfrage und keinen internationalen Markt für Unternehmenskontrolle gab.

Gegen diesen internationalen Trend hat die Schweiz den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland und damit auch den Erwerb von Unternehmen mit grossem Immobilienportefeuille durch Ausländer in der gleichen Zeit erleichtert. Während bis 1997 viele M&A-Transaktionen einer diesbezüglichen behördlichen Bewilligung bedurften, sind seither die meisten Unternehmenskäufe ohne entsprechende Bewilligung möglich.

Einen zentralen Faktor bei M&A-Transaktionen bildet heute das *Wettbewerbsrecht*. Da dieses auf dem Auswirkungsprinzip beruht, sind alle Jurisdiktionen für die Prüfung eines Zusammenschlusses im Hinblick auf den Wettbewerb auf dem relevanten Markt kompetent, in denen der Zusammenschluss Auswirkungen auf das Funktionieren des Wettbewerbs zeitigt oder zeitigen kann. Bei grossen Zusammenschlüssen kommt es daher nicht selten vor, dass Bewilligungen bei den Wettbewerbsbehörden in Dutzenden von Jurisdiktionen eingeholt werden müssen. Zum Teil kann dabei beobachtet werden, dass die Zusammenschlusskontrolle durch die Wettbewerbsbehörde auch wirtschaftspolitisch eingesetzt wird, als weitere mögliche Abwehrfront zum Schutz der einheimischen Industrie gegen unerwünschte Eindringlinge. Einige Länder, welche tiefe Umschwellen als Aufgreifkriterien für die Prüfung eines Zusammenschlusses statuiert haben, scheinen das Wettbewerbsrecht auch als lukrativen Generator für die Erhebung von Gebühren zu missbrauchen.

4.2 Wettbewerbsrecht

Im Wettbewerbsrecht der Schweiz hat sich in den vergangenen 20 Jahren ein eigentlicher *Paradigmawechsel* abgespielt, und zwar *über vier Phasen*:

Bis zum Jahr 1986 kannte die Schweiz keinerlei wettbewerbliche Zusammenschlusskontrolle.

Mit der Revision des Kartellgesetzes im Jahr 1986 wurde dann erstmals, allerdings noch äusserst zaghaft, eine Zusammenschlusskontrolle eingeführt. Die Wettbewerbsbehörde konnte neu Unternehmenszusammenschlüsse untersuchen, wenn durch den Zusammenschluss eine den Markt massgeblich beeinflussende Stellung begründet oder verstärkt wurde und überdies Anhaltspunkte für volkswirtschaftlich oder sozial schädliche Auswirkungen bestanden. Es gab aber unter jenem Regime noch keine Meldepflicht bei einem Zusammenschluss, keine Bewilligungspflicht und damit natürlich auch kein Vollzugsverbot bis zu deren Vor-

²⁹ Vgl. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids der EU-Kommission vom 21.02.2007; zur Rechtslage in Deutschland Menke 2010, Kap. 3.1.3.4, S. 582; zur Rechtslage in der Schweiz Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 3.4 und 4.4, S. 606 f. und 611.

liegen. Die Wettbewerbsbehörde war einzig berechtigt, im Nachhinein einen Zusammenschluss bei Vorliegen der gesetzlichen Kriterien – welche wohlgerne keine formellen Aufgreifkriterien wie Umsatzschwellen beinhalteten – zu untersuchen. Stellten die Behörden im Rahmen der Untersuchung fest, dass ein Zusammenschluss volkswirtschaftlich oder sozial schädliche Auswirkungen hatte, konnten sie vom Unternehmen verlangen, gewisse Abreden abzuändern oder aufzuheben oder bestimmte Verhaltensweisen zu unterlassen. Es lag dagegen ausserhalb ihrer Kompetenz, den Zusammenschluss rückgängig zu machen. Das schweizerische Wettbewerbsrecht kannte damit in dieser Zeit einzig eine Verhaltens-, dagegen keine Strukturkontrolle bei Zusammenschlüssen.

Mit den weiteren Revisionen des Kartellgesetzes in den Jahren 1996 und 2005 wurde dieses dann in zwei Schritten auf das europäische Niveau gebracht, zunächst mit Einführung einer vorgängigen Zusammenschlusskontrolle, einer Meldepflicht vor Vollzug und der Möglichkeit, Zusammenschlüsse zu untersagen oder mit Bedingungen oder Auflagen zu versehen, später mit der Einführung direkter Sanktionen, einer Bonusregelung bei Selbstanzeige sowie einer klaren gesetzlichen Grundlage für Hausdurchsuchungen durch die Wettbewerbsbehörde.

Seit 2004 ist damit das schweizerische Wettbewerbsrecht weitgehend mit jenem in den EU-Ländern vergleichbar.³⁰

4.3 Steuerrecht

Das Steuerrecht nimmt seit je eine zentrale Rolle bei jeder M&A-Transaktion ein. Neben den drei Polen Transparenz, Kaufpreis und Gewährleistungen bildet der Steueraspekt einen vierten Pol, welcher infolge hoher Steuerlast Transaktionen verhindern oder wegen optimierter Geschäftsgestaltung ermöglichen kann. Neben dem Haftungsaspekt ist die Steuerfrage der zweite wichtige Faktor bei der Strukturierung und Gestaltung einer M&A-Transaktion, wobei im Allgemeinen der Einfluss der Steuerberater auf die Transaktionsstruktur deutlich grösser ist als jener der Rechtsanwälte.

Schlecht beraten sind allerdings Parteien, welche die Steuerfrage bei einem M&A-Geschäft übergewichten. Manche Geschäfte, die stark von steuerlichen Aspekten getrieben sind, erweisen sich später als höchst unattraktiv. Das Primat muss kompromisslos bei der industriellen Logik eines Geschäfts, der Analyse allfälliger Unverträglichkeiten der Unternehmenskulturen und einer konsequenten Post Merger Integration liegen. Und oft

müssen Parteien feststellen, dass Geld nicht nur beim Fiskus, sondern auch in teuren Haftungssituationen verloren werden kann, denen vor dem Geschäftsabschluss zu nonchalant begegnet wurde.

Steuerrecht ist eine weitgehend nationale Angelegenheit. Anders als in anderen Rechtsgebieten gibt es *kein internationales Unternehmenssteuerrecht*. Aber trotz aller Unterschiede in verschiedenen Ländern gibt es auch Gemeinsamkeiten.³¹

5. Ausblick auf die nächsten 20 Jahre: Corporate Governance vor einem Paradigmawechsel

5.1 Aktuelle Entwicklungen im Markt für Unternehmenskontrolle

5.1.1 Überblick

Ein Rückblick auf die letzten 20 Jahre zeigt im Wesentlichen die folgenden weltweit zu beobachtenden Entwicklungslinien im M&A-Markt und in dessen Regulierung: Die Etablierung eines Unternehmenskontrollrechts, die Stärkung der Stellung der Aktionäre, das Aufkommen von Private Equity und Hedgefonds als neue Investoren, das neue Phänomen des Empty Voting, zunehmende Interessenkonfliktpotentiale, eine wachsende Bedeutung des regulatorischen Rahmens, das Aufkommen nationalistischer Schutzmassnahmen sowie eine Zunahme unfreundlicher Übernahmeveruche. Diese Entwicklungslinien sollen im Folgenden kurz dargestellt werden.

5.1.2 Etablierung eines Rechts für Unternehmenskontrolle

Die Gesetzgeber haben auf den neu entstandenen Markt für Unternehmenskontrolle reagiert und ein eigentliches *Recht der Unternehmenskontrolle* geschaffen, mit den zentralen Elementen Transparenz, Gleichbehandlung, geordnetes Verfahren, Unterbindung von Missbräuchen sowie, in unterschiedlicher Ausprägung, mit Regeln zur Neutralität der Leitungsorgane der Zielgesellschaft sowie zum Pflichtangebot bei Kontrollerwerb.

Damit wurde ein wesentliches neues Element in das Corporate Governance-System von Publikumsgesellschaften eingefügt, nämlich eine Kontrolle der Unternehmensleitung über einen – mehr oder weniger regulierten – Markt statt wie früher primär über Rechte und Pflichten der Leitungsorgane und der Aktionäre. Im

³⁰ Für die Darstellung des europäischen Wettbewerbsrechts vgl. Seeliger/Heinen 2010, S. 631 ff.

³¹ Für Deutschland vgl. Köhler/Vogel/Adolf 2010, S. 655 ff.; für Österreich vgl. Schragl/Demschner 2010, S. 667 ff.; für die Schweiz vgl. Lutz/Poltera 2010, S. 677 ff.

Ergebnis führte dieses neue Corporate Governance-Element zu einer bedeutsamen Verlagerung der Entscheidungsmacht im Unternehmen weg von den Leitungsorganen hin zu den Aktionären.

5.1.3 Stärkung der Aktionäre

Die Corporate Governance-Debatte läuft seit Beginn dieses Jahrtausends und dem Platzen der New Economy-Blase weltweit in eine Richtung: Stärkung der Aktionäre als Eigentümer der Gesellschaft. Ausgangspunkt und fundamentale Basis dieser Corporate Governance-Entwicklung ist die Positionierung des Aktionärs als Eigentümer des Unternehmens sowie die viel zitierte *Principal-Agent-Theorie* mit der Trennung von Eigentum und Führung im modernen, börsenkotierten Grossunternehmen. Die Theorie besagt, dass in grossen Unternehmen mit breit gestreutem Aktionariat niemand in der Lage ist, die Aufsichtsfunktion des Eigentümers (Principals) wahrzunehmen, und dass deshalb die Unternehmensleitung (Agent) dem Risiko und der Versuchung ausgesetzt ist, eigene Partikularinteressen den Interessen der Aktionäre voranzustellen.³² Diesem institutionellen Problem gilt es zu begegnen, indem der Aktionär mit schärferen Waffen als bisher ausgerüstet wird, damit er eine echte Kontrolle über die Unternehmensleitung ausüben kann.

Wesentliche Elemente der Machtverlagerung zu den Aktionären bildeten die Verbesserung der Information und Transparenz, die Einschränkung der zulässigen Vinkulierungen, Erleichterungen der Klagerechte der Aktionäre, das Übernahmerecht und insbesondere die mit der Neutralitätspflicht der Leitungsorgane mitgebrachte Kompetenzverschiebung zur Generalversammlung im Übernahmekampf.³³ Die zur Zeit in der Schweiz hängige grosse Revision des Aktienrechts verfolgt als ein Hauptziel die Verbesserung der Corporate Governance durch Stärkung der Stellung der Aktionäre als Eigentümer der Gesellschaft.³⁴ Und gemäss Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance der EU aus dem Jahr 2003 sollten die künftig auf EU-Ebene im Bereich des Gesellschaftsrechts getroffenen Massnahmen so weit wie möglich auf die Erreichung zweier Ziele abstellen, die Stärkung der Aktionärsrechte und die Verbesserung des Schutzes Dritter. Solide Schutzbestimmungen, die bei Aktionären und Dritten ein hohes Mass an Vertrauen in Geschäftsbeziehungen schaffen, seien Grundvoraussetzung für den Erfolg und die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens. Damit Gesellschaften so kostengünstig wie möglich Kapital aufnehmen könnten, bedürfe es insbesondere einer wirksamen Regelung

zum Schutz der Aktionäre und ihrer Rechte, die vor dem Hintergrund eines gestreuten Aktienbesitzes innerhalb der EU langfristig die Ersparnisse und Renten von Millionen von Menschen schützt.³⁵ Als erste Umsetzungsschritte der Empfehlungen des Aktionsplans hat die EU in den Jahren 2006 und 2007 zwei Richtlinien erlassen, welche das Vertrauen der Aktionäre und der anderen interessierten Parteien in die Jahresabschlüsse und Lageberichte europäischer Unternehmen weiter stärken³⁶ respektive die Stimmrechtsausübung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften durch Einführung technischer Möglichkeiten erleichtern³⁷ sollen.

5.1.4 Private Equity und Hedgefonds als neue Investoren

Das neue Jahrtausend hat zwei neue Investorenformen hervorgebracht, die es zwar schon früher auf die eine oder andere Art gegeben hat, die aber erst neuerdings kraftvoll und mächtig ins M&A-Geschehen eingreifen und neue Corporate Governance-Fragen aufwerfen: Private Equity und Hedgefonds. Auch wenn angesichts der Vielfalt an Private Equity- und Hedgefonds-Investortypen schwierig ist, können doch einige typische Unterschiede festgestellt werden:³⁸

Für Private Equity-Investoren ist die Erlangung der *Kontrolle* über die Zielgesellschaft zentral. Sie haben einen mittelfristigen Horizont von fünf bis acht Jahren und möchten in dieser Periode das Unternehmen entwickeln und nachher mit Gewinn weiterveräussern. Die Möglichkeit einer Due Diligence ist für Private Equity-Investoren meist unerlässlich, nicht zuletzt im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung des Geschäfts, und feindliche Übernahmen sind eher selten, da die Übernahme i. d. R. mit und nicht gegen das Management durchgeführt wird. Private Equity-Investoren benötigen einen Track Record, weshalb ihnen ihre Reputation meist wichtig ist.

Hedgefonds unterscheiden sich von diesem Investorenprofil in mancherlei Hinsicht. *Aktionärsaktivismus* ist in diesem Zusammenhang das Zauberwort. Hedgefonds haben i. d. R. einen kurz- bis sehr kurzfristigen Investitionshorizont, das schnelle Geld und der rasche Exit

³² Vgl. Berle/Means 1932.

³³ Vgl. auch Watter/Hoch Classen 2010, Kap. 1, S. 594.

³⁴ Botschaft des Bundesrats vom 21.12.2007, S. 2.

³⁵ Mitteilung der Kommission an den Rat und das europäische Parlament zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan (KOM 2003/284) vom 21.05.2003.

³⁶ Richtlinie 2006/46/EG zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen.

³⁷ Richtlinie 2007/36/EG.

³⁸ Vgl. Watter/Dubs 2008, S. 177.

sind ihnen wichtiger als die Kontrolle. Typische Techniken sind, die Gesellschaft auf irgend eine Weise ins Spiel zu bringen, ein Ereignis zu provozieren, bspw. mittels öffentlicher Kampagnen gegen alle oder gezielt gegen einzelne Personen der Unternehmensleitung oder mittels Drohung oder tatsächlichem Einsatz von Klagen. Häufig handelt es sich um unfreundliche Angriffe. Die Durchführung einer Due Diligence ist nebensächlich, die Reputation oft ebenso. Gelegentlich arbeiten verschiedene Hedgefonds auch zusammen, was aber meist schwierig nachzuweisen ist.

5.1.5 Empty Voting

Die weltweite Entstehung eines grossen Marktes für derivative Finanzprodukte hat neue, bisher ungeahnte Möglichkeiten eröffnet, wie kurzfristig interessierte Investoren mit relativ wenig Mitteln ein grosses Gewicht in einer Gesellschaft erlangen können. Die Stichworte dazu lauten Empty Voting, Hidden Ownership und Exaggerated Ownership. Der Begriff Empty Voting wurde geprägt durch die amerikanischen Professoren Henry Hu und Bernard Black, welche im Jahr 2006 unter dem Titel «The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership» eine aufsehenerregende Studie publizierten. Ihre Kernaussage lautete, neue derivative Finanzinstrumente sowie das Institut der Wertschriftenleihe würden es Investoren erlauben, das ökonomische Eigentum an Aktien und das rechtliche Eigentum an Aktien – welches Mitwirkungsrechte verschafft – zu entkoppeln (*decoupling of economic ownership and voting power*). *Empty Voting* umschreibt die Situation, welche einem Investor Stimmrechte in der Generalversammlung einer Gesellschaft verleiht unter gleichzeitigem Einsatz von weniger, im Extremfall unter Einsatz von null oder gar negativem ökonomischem Interesse. Dieses Resultat kann ein Investor bspw. über Put-Optionen an Aktien oder eine Wertschriftenleihe erzielen. Das umgekehrte Phänomen ist die *Hidden Ownership*, bei welcher der Investor kein ökonomisches Interesse und vordergründig auch kein Stimmrecht hat, aber die – rechtliche oder auch bloss tatsächliche³⁹ – Möglichkeit besitzt, Stimmrechte bspw. über Call-Optionen an Aktien oder Swap-Geschäfte zu erwerben. Das Element der *Exaggerated Ownership*, der übertriebenen Darstellung des wirtschaftlichen Eigentums an Aktien, kommt dann häufig in einer zweiten Phase eines Übernahmekampfes zum Einsatz, wenn der bisher verborgene Investor seine Karten offen legt und gleichzeitig neben einem grossen Aktienbesitz auch hohe Bestände an Call-Optionen auf weitere Aktien der Zielgesellschaft meldet, ohne dabei anzugeben, ob diese Optionen «in the money» und damit auch tatsächlich in Aktien wan-

delbar sind oder nicht. Das Ziel dieser Taktik ist klar: Der Angreifer will mit einer übertriebenen Darstellung der eigenen Aktionärsstellung potentielle Konkurrenten zum vornherein von der Erwägung eines Konkurrenzangebotes abhalten.⁴⁰

In einem späteren Aufsatz⁴¹ zeigen die gleichen Autoren auf, dass die beschriebenen Phänomene nicht nur in der Theorie denkbar, sondern in zunehmender Zahl weltweit zu beobachten sind. Sie führen darüber akribisch Buch, wobei die schweizerischen Fälle Saurer, Ascom, Converium, Implenla, Unaxis/Oerlikon und Sulzer der Jahre 2005 bis 2007 äusserst prominent und als typisch dargestellt werden.⁴² Zur Wertschriftenleihe gelangen sie in dieser Studie zum Schluss, sie spiele eine zentrale Rolle im Entkoppeln, weil erstens in einer typischen grossen amerikanischen Publikumsgesellschaft rund 20 % oder noch mehr Aktien ausgeliehen werden könnten und weil zweitens die Kosten der Wertschriftenleihe marginal seien, i.d.R. um 20 Basispunkte (0,2 %) oder ein Fünfhundertstel des Aktienpreises pro Jahr oder 0,0006 % (6/1.000.000) pro Tag.⁴³ Da ein aktiver Investor von der Wertschriftenleihe einzig für die Zeit über eine Generalversammlung Gebrauch machen muss, kann er somit *mit etwa 0,01 % oder einem Zehntausendstel der Kosten der Aktien die Stimmrechte dieser Aktien an einer Generalversammlung einsetzen*. Zur Veranschaulichung: Mit einem Einsatz von 1 Mio. Euro können auf diese Weise Aktien im Marktwert von 10 Mrd. Euro an einer Generalversammlung vertreten werden. Dass solche Entwicklungen für die Corporate Governance-Diskussion relevant sind, ist augenscheinlich.

Ebenfalls bedeutsam ist, dass von diesen neuen Möglichkeiten des Auftrennens von ökonomischem Interesse und Stimmrecht häufig im Geheimen und damit ohne Transparenz Gebrauch gemacht wird. Während die Leitungsorgane der Publikumsgesellschaften mit den vielen Publizitätsvorschriften heute im Scheinwerferlicht der Öffentlichkeit agieren, haben sie es mit einem Gegenüber zu tun, das weitgehend aus einer Welt der Dunkelheit operieren kann. Entspricht dies den im Übernahmerecht weltweit gepriesenen Geboten von Transparenz, Fairness und gleich langen Spiesen?

5.1.6 Zunehmende Interessenkonfliktpotentiale

Eine Entwicklung, welche sich seit Beginn dieses Jahrtausends akzentuiert hat, ist die Zunahme von Interessenkonfliktpotentialen bei M&A-Transaktionen. Die englische Financial Services Authority identifizierte in einem Bericht im Jahr 2006 als Hauptrisiken von

³⁹ Via Einsatz von Optionen mit Cash Settlement, Contracts for Difference oder Swaps mit Barausgleich; vgl. dazu Watter/Hinsen 2009, S. 9f.; Classen 2010, Kap. 3.2.4, S. 621 ff.

⁴⁰ Vgl. Watter/Dubs 2008, S. 180 ff.

⁴¹ Hu/Black 2008.

⁴² Hu/Black 2008, S. 655 ff.

⁴³ Hu/Black 2008, S. 708.

Private Equity potentielle Interessenkonflikte sowie Marktmissbrauch durch Ausnutzung preissensitiver Informationen.⁴⁴ Potentielle Interessenkonflikte treten bei Auktionen, Konsortiumtransaktionen («Clubdeals») oder gestaffelten, vom Verkäufer organisierten Finanzierungen auf. Auch die weltweite Konzentration bei den grossen Prüfgesellschaften mit dem Effekt, dass die gleiche Prüfgesellschaft verschiedene Parteien in der gleichen Transaktion vertritt, oder der Umstand, dass die gleiche Anwaltskanzlei verschiedene potentielle Käufer in der gleichen Auktion vertritt, sind in diesem Zusammenhang zu erwähnen.⁴⁵

Mit einiger Überraschung kann vermerkt werden, dass alle diese Entwicklungen in der gleichen Zeit erfolgten, in welcher die Toleranz für Interessenkonfliktsituationen nach den Skandalen der New Economy rapid abgenommen hatte, wie ein Blick auf die weltweiten Best Practice Codes on Corporate Governance oder den amerikanischen Sarbanes Oxley Act aus dem Jahr 2002 zeigt.

5.1.7 Wachsende Bedeutung des regulatorischen Rahmens

Eine Rahmenbedingung, die bei M&A-Transaktionen von zunehmender Wichtigkeit geworden ist, ist die Bedeutung des regulatorischen Rahmens. Das Thema wird namentlich in den Kapiteln 3.2.3 und 4 behandelt, weshalb hier die Auflistung einiger Stichworte genügen soll: Internationale Harmonisierung, IFRS- oder US-GAAP-Rechnungslegung, Sarbanes Oxley Act, Corporate Governance Codes, Marktmissbrauchsvorschriften, Offenlegungsregeln, Übernahmerecht, Börsenkotierungsregeln oder Regulierung der Finanzmärkte.⁴⁶

5.1.8 Nationalistische Schutzmassnahmen

Die Globalisierung hat in den letzten Jahren zu nationalistisch gefärbten Schutzmassnahmen in vielen Ländern geführt, sei es durch Einführung entsprechender Gesetze bspw. in Frankreich, Deutschland, Russland oder in den USA, sei es mittels direktem politischem Einfluss auf konkrete M&A-Transaktionen. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit seien in diesem Zusammenhang genannt: In Frankreich der Zusammenschluss Sanofi-Aventis unter Fernhaltung der schweizerischen Novartis, in Spanien die Vereitelung der Übernahme von Endesa durch die deutsche E.ON, in Luxemburg und Frankreich die – erfolglosen – Einflussnahmen auf die Übernahme von Arcelor durch die indische Mittal-Gruppe, in Italien die infolge unüberwindbarer, durch

die italienische Regierung aufgebaute Hindernisse abgesagte Übernahme von Autostrade durch die spanische Abertis, in den USA die auf Druck des Kongresses verhinderte Übernahme des Hafens von New York durch Investoren aus Dubai.

Festzustellen ist auch ein Trend zu einer rigoroseren Praxis vieler Wettbewerbsbehörden. Als Paradebeispiel wird oft die in der Folge eines weltweit verhängten Vollzugsverbots durch die deutschen Wettbewerbsbehörden geplante Übernahme der dänischen Hörmittelfirma Resound durch die schweizerische Hörmittelfirma Sonova im Jahr 2007 genannt, in welchem Zusammenhang verschiedentlich die Meinung zu hören war, es seien auch Interessen zum Schutz des deutschen Konkurrenten Siemens im Spiel gewesen.

Hauptsächlich getrieben durch die weltweiten makroökonomischen Ungleichgewichte haben *Staatsfonds* in den letzten Jahren massiv an Bedeutung gewonnen. Sie sind zu einem relevanten Teilnehmer auf dem M&A-Markt geworden. Die meisten Staatsfonds sind in Asien und im Nahen Osten angesiedelt, insbesondere in China, Singapur, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Saudi Arabien und Kuwait.⁴⁷ Und mit dem weltwirtschaftlichen Megatrend wird ihr Gewicht und Einfluss in den nächsten 20 Jahren massiv weiter zunehmen. Dies hat bereits Befürchtungen und Ängste in den westlichen Industrienationen geweckt und führt zu fundamentalen Fragen: Nach welchen Kriterien treffen Staatsfonds aus dirigistisch regierten Ländern ihre Investitionen? Geht es ihnen um klassische finanzielle Portfoliopolitik oder mischt der Staat mit und geht es um Industrie- und Machtpolitik? Und noch grundsätzlicher: Halten sich diese parastaatlichen Investoren dereinst an unsere Regeln und behalten sie die Unternehmen im freien Markt? Oder nehmen sie die Aktien aus dem Handel mit dem Effekt einer Verstaatlichung dieser Unternehmen durch ausländische Staaten? Grosse und schwierige Fragen kommen auf den Westen zu, und es ist anzunehmen, dass in jedem Land ein einziger grösserer Fall neue nationalistische Schutzmassnahmen nach sich ziehen wird.

5.1.9 Zunahme unfreundlicher Übernahmeversuche

Weltweit wachsend ist die Zahl unfreundlicher Übernahmeveruche. Dies hat zwei in die gleiche Richtung wirkende Effekte. Es gibt immer mehr erfolgreiche unfreundliche Übernahmen. Und zahlreiche nicht erfolgreiche unfreundliche Übernahmeveruche führen dennoch zu einem Kontrollwechsel, indem das bisher unabhängige Unternehmen neu in einen Konzern integriert wird oder unter die Fittiche eines Finanzinvestors

⁴⁴ Vgl. The Economist, Under the microscope, 11.11.2006.

⁴⁵ Vgl. Kurer 2006, S. 2.

⁴⁶ Vgl. Kurer 2008, S. 224f.

⁴⁷ Vgl. Hildebrand 2007.

gerät, einfach nicht unter jene des Angreifers. Beispielhaft seien die einschlägigen Fälle der letzten Jahre aus der Schweiz erwähnt: Saia-Burgess: Angriff von Sumida, Erfolg von Johnson Electric; Leica Geosystems: Angriff von Hexagon, Weisser Ritter Danaher, Erfolg von Hexagon; Unaxis/Oerlikon: Angriff und Erfolg von Victory; Saurer: Angriff von Laxey, Erfolg von Unaxis/Oerlikon; SIG Schweizerische Industrie-Gesellschaft: Angriff von Ferd und CVC Capital Partners, Erfolg von Rank; Sulzer: Angriff von Victory, Erfolg von Renova. In letzter Zeit erfolgreich gewehrt hat sich einzig Implenia gegen Laxey, welche ihre Aktien nach harter Übernahmeschlacht an diverse der Unternehmensleitung genehme langfristig orientierte Aktionäre weiterverkaufte.

Drei Gründe sind für diese Entwicklung zentral: Erstens können rechtliche Abwehrmassnahmen wegen des Instruments der *Bedingungen*, welche an ein Übernahmeangebot geknüpft werden können, jedenfalls in der Schweiz nicht mehr als sehr effektiv taxiert werden. Zweitens kommt es in Übernahmekämpfen häufig in kürzester Zeit zu einer starken *Veränderung der Aktionariatsstruktur*, indem institutionelle Anleger und Kleinaktionäre bei steigenden Kursen ihre Aktien verkaufen und diese von Hedgefonds erworben werden, welche das Ziel einer kurzfristigen Gewinnmaximierung verfolgen; häufig halten Hedgefonds vor Abschluss einer Transaktion 50 % und mehr der Aktien der Zielgesellschaft und entscheiden damit über deren Schicksal.⁴⁸ Und drittens führt die strikte *Neutralitätspflicht* nach schweizerischem Börsengesetz dazu, dass die Leitungsorgane der Zielgesellschaft im Übernahmekampf mehr und mehr zum blossen Auktionator werden und die Aufgabe haben, für die bisherigen Aktionäre den höchsten Preis herauszuholen.⁴⁹ Ob dies langfristig im Interesse des Unternehmens und seiner (neuen) Aktionäre und weiteren Stakeholder liegt, steht auf einem anderen Blatt geschrieben.

«The age of hostility is coming», prophezeit der Economist für die kommenden Jahre, die nächste Übernahmewelle bringe weltweit mehr feindliche Übernahmen denn je, diesmal würden diese aber weit häufiger getrieben durch eine Geschäftsstrategie als durch das günstige Schuldenmachen von Finanzinvestoren.⁵⁰

5.2 Gebot der Zeit: Langfristigkeit

5.2.1 Grosse Wende: Kredit- und Finanzkrise 2007 bis 2009

Die weltweite Kredit- und Finanzkrise brachte grosse Änderungen im M&A-Markt mit sich. Das Ansteigen der Finanzierungskosten führte zu einem massiven Abschwung der mit hohem Fremdkapitalanteil finanzierten Investitionen, Private Equity und Hedgefonds mussten tief unten durch, es gab eine Reflation der rechtlichen Standards in den M&A-Verträgen. Die grösste Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren führte zu einer enormen *Vertrauenskrise* in Unternehmen und Management. Einen Hauptgrund der Krise stellte nach weit verbreiteter Überzeugung die Kurzfristigkeit des Denkens und der entsprechend ausgerichteten Systeme dar, am Augenfälligsten im Bereich der exzessiven Bonuskultur der Banken, auch als «IBGYBG-Kultur»⁵¹ gebrandmarkt. Die Neue Zürcher Zeitung ortete in einem Leitartikel eine Krise der Werte: «Die Wirtschaftskrise wurzelt in einer Werte-Krise: zu kurzfristiges Denken, ungenügend klare Haftung, Vernachlässigung des Kundennutzens, zu wenig Sorge um die politische Akzeptanz»; der markante Verlust an Langfristen denken habe unser Wirtschaftssystem grundlegend untergraben.⁵²

5.2.2 Ausrichtung des Wirtschaftssystems auf Langfristigkeit

Heute besteht in weiten Teilen der Gesellschaft Einigkeit darüber, dass unser Wirtschaftssystem auf mehr Langfristigkeit umgestellt werden muss. Das ganze System muss hin zu einem längerfristigen Fokus verändert werden. Dies geht weit über die Salärdebatte hinaus und betrifft das ganze System der Corporate Governance, also die Frage, wie Unternehmen geführt und überwacht werden. Und damit erlebt die alte *Shareholder-versus-Stakeholder-Debatte* eine *Renaissance*: Ein Vergleich breit akzeptierter aktueller Aussagen mit Aussagen aus der Corporate Governance-Diskussion der 1970er und 1980er Jahre zeigt frappierende Ähnlichkeiten.

Damals und vor dem Aufkommen des Marktes für Unternehmenskontrolle entsprach es bspw. der herrschenden Meinung im Schweizer Aktienrecht, dass sich die Leitungsorgane bei ihren Entscheiden am sog. Unternehmensinteresse zu orientieren hätten. Das *Unternehmensinteresse* wurde verstanden als das Interesse am *langfristigen Gedeihen des Unternehmens*, welches zentrale Ziel allen beteiligten Interessen dient und in welchem sich alle Interessen vereinigen.⁵³ Mit der aktuellen Revision des Aktienrechts soll diese Richtschnur nun

⁴⁸ Vgl. Superina 2008, S. 253 f.; Kurer 2008, S. 231.

⁴⁹ Vgl. Tschäni/Diem 2006, S. 59.

⁵⁰ The Economist online, Business view, The age of hostility, 15.09.2009.

⁵¹ «I'll be gone, you'll be gone.»

⁵² Neue Zürcher Zeitung, 30./31.01.2010.

⁵³ Vgl. Binder 1987, S. 64f.

als dauerndes Gedeihen des Unternehmens im Zusammenhang mit der Festlegung der Vergütungen in Art. 717 Abs. 1a OR explizit gesetzlich verankert werden.

Der Deutsche Corporate Governance Kodex, welcher wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsenkotierter Gesellschaften darstellt und international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung enthält, wurde im Rahmen der Überarbeitung im Jahr 2009 mit folgenden Aussagen ergänzt: «Der Kodex verdeutlicht die *Verpflichtung* von *Vorstand und Aufsichtsrat*, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft für den Bestand des Unternehmens und seine *nachhaltige* Wertschöpfung zu sorgen (Unternehmensinteresse)». In der Fassung 2008 hiess es an dieser Stelle noch: «Der Kodex verdeutlicht die *Rechte* der *Aktionäre*, die der Gesellschaft das erforderliche Eigenkapital zur Verfügung stellen und das unternehmerische Risiko tragen.» Und unter den Aufgaben und Zuständigkeiten des Vorstandes heisst es neu unter Ziffer 4.1.1: «Der Vorstand leitet das Unternehmen mit dem Ziel *nachhaltiger* Wertschöpfung in eigener Verantwortung und *im Unternehmensinteresse*, also unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, seiner Arbeitnehmer und der sonstigen dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder).»

Und in England zeigt sich die gleiche Entwicklung. Das erste Hauptprinzip des im Jahr 2010 revidierten UK Corporate Governance Code lautet neu wie folgt: «Every company should be headed by an effective board which is collectively responsible for the *long-term* success of the company.»⁵⁴ In den bisherigen Fassungen war das Wort *long-term* in diesem Hauptprinzip nicht enthalten.

Damit aber akzentuiert sich ein Graben, der schon lange existiert hat, aber bisher nicht recht wahrgenommen wurde: Wie kann ein System funktionieren, das die Leitungsorgane auf das nachhaltige Unternehmensinteresse verpflichtet und gleichzeitig dem *Aktionär keine entsprechende Verpflichtung* auferlegt? Dieser Bruch im Corporate Governance-System mag solange hingenommen werden, wie die Rolle des Aktionärs im Unternehmen beschränkt ist. Aber mit der Stärkung der Macht des Aktionärs bei gleichzeitiger Forcierung kurzfristiger Verhaltensweisen eröffnet sich hier ein neues, bisher kaum bearbeitetes Feld in der Corporate Governance-Debatte: die neue Rolle des Aktionärs.

5.3 Neue Rolle des Aktionärs

5.3.1 Aktionär im Corporate Governance-System: Wirtschaftliche Verhaltenssteuerung

Die Corporate Governance der Aktiengesellschaften beruht fast weltweit auf der Leitidee, dass der Aktionär als Eigentümer der Gesellschaft das Recht zur Wahrnehmung der eigenen Interessen hat und keiner Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse im Sinne des dauernden Gedeihens des Unternehmens unterliegt. Er hat deshalb, im Gegensatz zur Unternehmensleitung, ja zu jedem Mitarbeitenden des Unternehmens, insbesondere *keine Sorgfalts- und Treuepflicht* zu beachten.

Fragt man sich, wie ein solches System ohne rechtliche Verhaltensvorgaben an den Aktionär funktionieren kann, stösst man auf zwei zentrale Verankerungen dieser Leitidee: Erstens: Der Aktionär ist *Langfristinvestor*, weshalb die eigenen Interessen i. d. R. den Interessen aller Aktionäre und den Unternehmensinteressen entsprechen. Denn auf lange Sicht vereinigen sich die Interessen aller Stakeholder im nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens.⁵⁵ Der Aktionär ist mithin im System der Aktiengesellschaft wirtschaftlich gesteuert. Und zweitens: *Wesentliche Kompetenzen* in der Aktiengesellschaft sind zwingend den Leitungsorganen zugewiesen und *dem Aktionariat entzogen*.

Der Aktionär steuert und überwacht das Unternehmen mittels der Mechanismen Voice, Exit und Change of Control: Er wirkt im Unternehmen mit unter Wahrnehmung seiner eigenen Interessen («Voice»), indem er die ihm vom Gesetz gewährten Mitbestimmungs-, Informations- und Klagerechte ausübt. Infolge der fehlenden Verpflichtung des Aktionärs auf das Unternehmensinteresse sind diese Rechte naturgemäss beschränkt, so dass der Aktionär seine Mitwirkungsrechte in erster Linie via Wahl oder Abwahl der Mitglieder des obersten Leitungsorgans wahrnimmt. Zum Zweiten kann der Aktionär einer Publikumsgesellschaft jederzeit Aktien verkaufen («Exit») oder hinzukaufen; Börse und Kapitalmarkt bilden damit einen Markt für Unternehmensüberwachung, die unsichtbare Hand des Marktes ist ein starkes Element im System der Corporate Governance einer Publikumsgesellschaft. Und schliesslich wirkt der Markt für Unternehmenskontrolle («Change of Control»), indem Interessenten an einem Zielunternehmen ein Übernahmeangebot lancieren können und auf diese Weise virtuell oder aktuell auf die Corporate Governance des Unternehmens einwirken.

⁵⁴ Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code 2010, Main Principle A1.

⁵⁵ Vgl. Forstmoser 2005, S. 220.

5.3.2 Leitungsorgane im Corporate Governance-System: Rechtliche Verhaltenssteuerung

Die Leitungsorgane sind im System der Aktiengesellschaft dagegen primär einer rechtlichen Verhaltenssteuerung unterworfen. Leitidee ist ihre Verpflichtung auf das Unternehmensinteresse im Sinne des dauernden Gedeihens des Unternehmens, in gewissen Ländern wie namentlich den USA auf das Aktionärsinteresse. Sie unterliegen einer umfassenden *Sorgfalts- und Treuepflicht* und machen sich haftbar, wenn sie diese Pflichten verletzen.

Die Wirkungskette verläuft in der Weise, dass den Leitungsorganen vom Gesetzgeber umfassende Führungskompetenzen zugewiesen sind, welche weder an die Generalversammlung übertragen noch von dieser an sich gezogen werden können. Zwecks Kontrolle und Korrektur dieser weit gehenden Führungskompetenz der Leitungsorgane sind diese den Aktionären in der Generalversammlung zu umfassender Rechenschaft verpflichtet, wobei die Rechenschaftsablage einer Kontrolle durch unabhängige Wirtschaftsprüfer unterliegt. Die Aktionäre können in der Schweiz die Verwaltungsräte jederzeit abwählen, selbst wenn diese auf eine Amtsdauer von mehreren Jahren gewählt sind. Und bei Pflichtverletzungen unterliegen die Organe der Verantwortlichkeit, und sie haften für der Gesellschaft zugefügten Schaden unbeschränkt mit ihrem ganzen Vermögen.

5.3.3 Neuer Aktionär im Corporate Governance-System: Mehr Rechte, mehr Pflichten

Einige Entwicklungen der letzten Jahre haben nun zwei Phänomene hervorgebracht, welche an den Grundfesten des Corporate Governance-Systems rütteln, indem sie die *Verankerung der Leitidee der wirtschaftlichen statt rechtlichen Verhaltenssteuerung des Aktionärs in Frage stellen*. Die in Kapitel 5.1.5 dargestellte Entkopplung von wirtschaftlichem Eigentum und Stimmrecht kann dazu führen, dass der über die Stimmrechte verfügende Aktionär fast oder gar nicht mehr Investor in der Gesellschaft ist. Und das kurzfristige Aktionärsdenken führt mehr und mehr dazu, dass der Aktionär nicht mehr Langfristinvestor ist. Damit aber gilt das Axiom nicht mehr, wonach die eigenen Interessen des Aktionärs i. d. R. den Interessen aller Aktionäre und den Unternehmensinteressen entsprechen.

Wenn aber die Verankerung der Leitidee ins Wanken gerät, stellt sich die Frage, ob damit nicht auch die daraus *abgeleiteten Mechanismen in Frage gestellt* werden. Ist der in den letzten Jahren weltweit festzustellende Trend der Stärkung der Stellung des Aktionärs vorbehaltlos richtig? Können ihm immer mehr Rechte und Kompetenzen übertragen werden, wenn nicht gewährleistet

ist, dass er von diesen im Interesse aller Aktionäre und Stakeholder Gebrauch macht? Was die Mitwirkungsrechte betrifft, so ist zudem zu bedenken, dass jede Kompetenzverlagerung von der Unternehmensleitung zum Aktionariat zu einer Verlangsamung von Entscheidungsprozessen führt, zu diffuser Verantwortlichkeit sowie zur – sanktionslosen – Zunahme von Interessenkonflikten. Im Bereich des Übernahmerechts haben die Gesetzgeber zum Teil durch Schaffung neuer Meldepflichten und zusätzlicher Transparenz bereits auf die neuen Entwicklungen reagiert.⁵⁶ Die Frage stellt sich, ob auch im Bereich des materiellen Übernahmerechts gewisse Anpassungen geboten sind, sei es bei der in der Schweiz und in anderen Ländern bestehenden strikten Neutralitätspflicht der Leitungsorgane der Zielgesellschaft, bei der ebenfalls in der Schweiz eingeführten äusserst grosszügigen Zuweisung der Parteistellung im Übernahmeverfahren an Aktionäre mit einem Aktienbesitz von lediglich 2 % oder bei der Festlegung der Kontrollschwelle im Übernahmerecht.

Und schliesslich stellt sich auch die Frage nach der *Infragestellung der Leitidee selbst*. Ist es noch richtig, dem Aktionär praktisch keine Pflichten aufzuerlegen, insbesondere auch keine Sorgfalts- und Treuepflicht, ihm aber auf der anderen Seite immer mehr Rechte einzuräumen? Drängen sich Überlegungen auf hinsichtlich einer *neuen Verantwortlichkeit auch des Aktionärs*, im doppelten Sinne verstanden als Responsibility und Accountability? Gemäss Economist trifft die institutionellen Aktionäre wie Pensionskassen, welche eine zunehmend dominante Stellung unter den Eigentümern der Gesellschaft einnehmen, einen grossen Teil der Schuld für das weit verbreitete Kurzfristverhalten. Sie hätten es bisher versäumt, nachhaltige Beziehungen mit den Gesellschaften aufzubauen, in die sie investierten, und von ihren Stimmrechten sorgfältigen Gebrauch im Interesse der wirtschaftlichen Eigentümer ihres Vermögens zu machen. Die Öffentlichkeit soll ihre Aufmerksamkeit darauf richten, wie diese Institutionen auf langfristige Wertschöpfung fokussiert werden könnten, was nicht zuletzt auch eine Neudefinition der Frage beinhalte, was es bedeutet, verantwortungsbewusster Treuhänder zu sein.⁵⁷ Und damit ist die Principal-Agent-Diskussion auf der nächst höheren Ebene angelangt, beim Phänomen der sog. *separation of ownership from ownership*.

Das Thema, welches während der ganzen bisherigen Corporate Governance-Debatte keines war, gewinnt rasch an Fahrt. Die OECD veröffentlichte im Jahr 2010 Good Practice-Empfehlungen zu den OECD-Grundsätzen der Corporate Governance aus dem Jahr 2004; von 25 Empfehlungen betreffen nicht weniger als 5 das Verhalten der Aktionäre bei der Ausübung der Aktio-

⁵⁶ Für das Schweizer Recht vgl. Watter/Hinslen 2009, S. 17 ff.

⁵⁷ The Economist, The World in 2010, Now for the long term.

närsrechte.⁵⁸ In den USA hat die Börsenaufsichtsbehörde SEC im Jahr 2009 ein Investor Advisory Committee gebildet, mit einem Subkomitee, welches sich mit den «Responsibilities of Shareholders» befasst. Die EU-Kommission publizierte im Jahr 2009 einen Bericht, welcher die Formulierung von Best Practice Codes für Investoren empfahl.⁵⁹ In England, wo bis und mit dem Combined Code in der Fassung 2008 die Stellung des Aktionärs nur ein Nebenthema war, hat das Institutional Shareholders' Committee im Jahr 2009 einen Code über die Verantwortlichkeiten von institutionellen Investoren erlassen, welcher im Jahr 2010 als Ergänzung zum neuen UK Corporate Governance Code als «The UK Stewardship Code for Institutional Investors» ebenso wie der Corporate Governance Code durch den Financial Reporting Council (FRC) als Soft Law erlassen worden ist.⁶⁰ Und auch in der Schweiz ist aktuell eine Debatte über das Verhalten der Pensionskassen als Aktionäre im Gang, die Forderungen reichen von einer Offenlegung des Abstimmungsverhaltens bis hin zu einer Stimmpflicht.

Darüber hinaus gehend und unabhängig von allfälligen gesetzlichen Initiativen stellt sich die Frage, ob die weitergehende Zuweisung von Kompetenzen an die Aktionäre vielleicht automatisch und ohne Aktivitäten des Gesetzgebers zu neuen Aktionärspflichten führen könnte. Internationale Entwicklungen zeigen durchaus in diese Richtung: Sehr weit ist diesbezüglich Deutschland, wo bereits ein Konsens besteht, dass Aktionäre auch Treuepflichten haben oder jedenfalls haben können.⁶¹ Und selbst in den USA wird neuerdings die These vertreten, die grössere Macht der Aktionäre sollte mit grösserer Verantwortlichkeit gekoppelt werden, weshalb Treuepflichten auch für aktivistische Aktionäre gelten sollten.⁶²

⁵⁸ OECD Steering Group on Corporate Governance, Corporate governance and the financial crisis, Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles, 24.02.2010.

⁵⁹ RiskMetrics, Study on monitoring and enforcement practices in Corporate Governance in the Member States, 2009.

⁶⁰ Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2010; Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code 2010, S. 2 und 36 (Fn. 28).

⁶¹ Vgl. Schmidt 2002, S. 591 ff.

⁶² Vgl. Anabtawi/Stout 2008, S. 1f.: «The most important trend in corporate governance today (...) is the move towards ›shareholder democracy‹. Changes in financial markets, in business practice and in corporate law have given minority shareholders in public companies greater power than they have ever enjoyed before. Activist investors, especially rapidly-growing hedge funds, are using this new power to pressure managers into pursuing corporate transactions ranging from share repurchases to special dividends to the sale of assets or even the entire firm. In many cases these transactions uniquely benefit the activist while failing to benefit, or even harming, the firm and other shareholders. (...) There is no reason to believe that newly-empowered activist shareholders are immune to the forces of greed and self-interest widely understood to tempt corporate officers and directors. Corporate law can, and should, adapt to this reality.»

Auch in der Schweiz gilt es zu beachten, dass die Grenze vom pflichtenlosen Aktionär zum pflichtbehafteten Organ fließend ist. Nimmt der Aktionär als faktisches Organ wie ein Verwaltungsrat auf die Willensbildung der Gesellschaft Einfluss, haftet er gemäss Art. 754 OR auch wie ein Verwaltungsrat. Nimmt jemand als Vertreter einer juristischen Person im Verwaltungsrat Einsitz und zieht er diese in seine Willensbildung ein, so kann die juristische Person ebenfalls als faktisches Organ qualifizieren. Und schliesslich schwebt über allen Handlungen des Aktionärs das Rechtsmissbrauchsverbot, als ultimative Schranke auch für dessen Verhalten.

Als Alternative oder Ergänzung zu neuen Pflichten des Aktionärs wird neuerdings auch diskutiert, einzelne seiner Rechte an eine gewisse *Haltedauer der Aktien* zu koppeln.⁶³ Der gleiche Gedanke findet sich interessanterweise bereits im Standardwerk Forstmoser/Meier-Hayoz zum schweizerischen Aktienrecht aus dem Jahr 1983, wo de lege ferenda die Frage aufgeworfen wurde, ob Aktionärsrechte wie etwa das Auskunftsrecht oder das Recht auf Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen nur demjenigen zustehen sollten, der sich über einen Aktienbesitz von längerer Dauer auszuweisen vermag.⁶⁴

Der Aktionär wird sich möglicherweise noch wundern, welche neue Verantwortung mit seiner stärkeren Stellung im System der Aktiengesellschaft daher kommen wird.

Literatur

Anabtawi, I./Stout, L. (2008): Fiduciary Duties for Activist Shareholders. UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper Series, Research Paper No. 08-02, 2008.

Berle, A. A./Means, G. C. (1932): The Modern Corporation and Private Property, Cambridge, MA, 1932.

Binder, A. (1987): Die Verfassung der Aktiengesellschaft. Diss., Basel, 1987.

Binder, A. (2005): Der Schutz der Gläubiger von Aktiengesellschaften bei Spaltung und Vermögensübertragung. Schulthess, Zürich u. a. 2005.

Böckli, P. (2010): Schweizer Aktienrecht. 4. Aufl., Schulthess, Zürich u. a. 2010.

Classen, D. (2010): Zurechnung von Stimmrechten bei M&A-Transaktionen nach deutschem Recht. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 614–628.

Forstmoser, P. (2005): Gewinnmaximierung oder soziale Verantwortung? In: Kiesow, R. M./Ogorek, R./Simitis, S. (Hrsg.): Summa – Dieter Simon zum 70. Geburtstag. Klostermann, Frankfurt a.M., 2005.

⁶³ Vgl. The Economist, A different class, 20.02.2010.

⁶⁴ Vgl. Forstmoser/Meier-Hayoz 1983, S. 63.

- Forstmoser, P./Meier-Hayoz, A. (1983): Einführung in das schweizerische Aktienrecht. 3. Aufl., Stämpfli, Bern, 1983.
- Hildebrand, P. (2007): The Challenge of Sovereign Wealth Funds. Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies in Geneva, 18.12.2007.
- Hu, H. T. C./Black, B. (2006): The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. In: Southern California Law Review, 79. Jg., 2006.
- Hu, H. T. C./Black, B. (2008): Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions. University of Pennsylvania Law Review, 156. Jg., 2008.
- Köhler, S./Vogel, M./Adolf, M. (2010): M&A-relevante Entwicklungen im Steuerrecht Deutschlands. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 653–666.
- Kurer, P. (2006): M&A: Alles anders. In: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (GesKR), Nr. 1, 2006.
- Kurer, P. (2008): M&A – Eine kleine rechtshistorische Untersuchung. In: Tschäni (Hrsg.): Mergers & Acquisitions X. Schulthess, Zürich u. a., 2008.
- Lutter, M. (2004): In: Lutter/Weber (2004, Hrsg.): Kommentar zum Umwandlungsgesetz. 3. Aufl., Schmidt, Köln, 2004.
- Lutz, G./Poltera, F. (2010): M&A-relevante Entwicklungen im Steuerrecht der Schweiz. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 677–686.
- Menke, T. (2010): Entwicklungen des deutschen Übernahmerechts – Von freiwilliger Selbstkontrolle zu staatlicher Regulierung. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 575–589.
- Picot, G. (2008): Handbuch Mergers & Acquisitions. 4. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2008.
- Picot, G. (2010): Entwicklungen des Unternehmenskaufrechts im deutschen Bürgerlichen Recht. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 513–533.
- Schenker, U. (2010): Entwicklungen im schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 553–563.
- Schmidt, K. (2002): Gesellschaftsrecht. 4. Aufl., Heymanns, Köln u. a. 2002.
- Schragl, M./Demschner, D. (2010): M&A-relevante Entwicklungen im Steuerrecht Österreichs. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 667–676.
- Seeliger, D./Heinen, A. (2010): Entwicklungen in der Praxis der europäischen Fusionskontrolle. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 631–647.
- Superina, M. (2008): 10 Jahre öffentliche Übernahme in der Schweiz. In: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X. Schulthess, Zürich u. a., 2008.
- Tschäni, R. (1989): Unternehmensübernahmen nach Schweizer Recht. Helbing & Lichtenhahn, Basel/Frankfurt a.M., 1989.
- Tschäni, R. (2003): M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht. Schulthess, Zürich u. a., 2003.
- Tschäni, R./Diem, H.-J. (2006): Übernahmekämpfe. In: Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (GesKR), Nr. 1, 2006.
- Tschäni, R./Papa, R. (2005): In: Watter, R./Vogt, N. P./Tschäni, R./Däniker, D. (Hrsg.): Basler Kommentar zum Fusionsgesetz. Helbing & Lichtenhahn, Basel, 2005.
- Watter, R./Dubs, D. (2008): Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen. In: Tschäni, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions X. Schulthess, Zürich u. a., 2008.
- Watter, R./Hinsen, A. (2009): Empty Voting und verwandte Techniken. In: Tschäni, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XI. Schulthess, Zürich u. a., 2009.
- Watter, R./Hoch Classen, M. (2010): Entwicklungen des schweizerischen Übernahmerechts – Von der Selbstregulierung zu einem praxisnahen Gesetz. In: Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 2010, S. 593–613.