

Die Vinkulierung als Geheimwaffe gegen unfreundliche Übernahmeveruche

Plädoyer für die Ergänzung der laufenden Aktienrechtsrevision um eine Vinkulierungs-Debatte

Von Peter V. Kunz*

In jüngerer Zeit haben Verwaltungsräte etlicher börsenkotierter Unternehmen Massnahmen gegen unwillkommene Investoren ergriffen, die mit der Vinkulierung in Verbindung stehen. Der Autor des folgenden Beitrags skizziert Spielarten dieser Abwehrinstrumente, beurteilt sie vor dem Hintergrund einer liberalen Wirtschaftsordnung und leitet daraus brisante Forderungen im Zusammenhang mit der laufenden Aktienrechtsrevision ab. (Red.)

Die Gemütlichkeit im Schweizer Wirtschaftsalltag ist spätestens seit diesem Jahr vorbei. Verschiedene Übernahmen und Übernahmeveruche gegenüber Gesellschaften, die an einer schweizerischen Börse kotiert sind, haben im Jahre 2007 den Markt für Unternehmenskontrolle ins Gespräch gebracht. Ob dieser Kontrollmarkt heute noch funktioniert, muss angesichts jüngster Entwicklungen ernsthaft bezweifelt werden. Den aktiven (oft ausländischen) Aktionären stehen defensive Verwaltungsräte (VR) und Managements gegenüber, die «ihre Aktionäre» vor «Raidern» oder auch vor «Heuschrecken» zu verteidigen vorgeben.

Verwaltungsräte als Schleusenwärter

Als Abwehrstrategie gegen solche «unfreundliche Aktionäre» scheint in jüngster Zeit eine juristische Geheimwaffe wiederentdeckt worden zu sein, nämlich die Vinkulierung und damit die Nichteintragung von Investoren im Aktienregister der Gesellschaft. Als drei prominente Beispiele für die Nutzbarmachung dieser aktienrechtlichen Eingangsschleuse können Sulzer, Implanzia sowie Valora erwähnt werden. Vinkulierung bedeutet im Wesentlichen die statutarische Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien zwischen Verkäufer und Käufer. Die Gesellschaft, um deren Aktien es geht, kann in diese Dritt-Transaktion eingreifen. Zur Eintragung im Aktienbuch und damit zum vollständigen Transfer der Aktionärsrechte (vor allem des Stimmrechts) bedarf es nämlich der Zustimmung der Gesellschaft. Der VR kann somit die Eingangsschleuse öffnen oder schliessen – und ohne Registereintrag hat der Investor kein Stimmrecht an der Generalversammlung (GV) der Gesellschaft. Dass ein solches Rechtsinstitut einen inneren Widerspruch zum Aktienrecht und erst recht zum Börsenrecht darstellt, erscheint offensichtlich.

Der Kapitalmarkt zur Finanzierung von Publikumsgesellschaften basiert national und international auf der Freiheit des Kapitalflusses zwischen Aktionär und Aktiengesellschaft (AG). Geld stinkt nicht nur nicht, sondern es kennt ausserdem keine Grenzen. Ohne Eingang («Entry») und Ausgang («Exit») für die Investoren – beispielsweise also die Möglichkeit der Veräusserung an Dritte – wird der Markt ganz grundsätzlich in Frage gestellt. Das heutige Recht sieht für die Aktionäre kein formelles Austrittsrecht (sozusagen ein Rückgaberecht) gegenüber der AG vor.

Dies wird indes durch das Recht zur jederzeitigen Veräusserung von Aktien durch einen Aktionär an einen Dritten, also an einen anderen künftigen Aktionär, kompensiert.

Begrenzte Zahl von Ausschlussgründen

Die Vinkulierung beschränkt diese Mechanismen des freien Kapitalflusses ganz erheblich, was bei kotierten Gesellschaften, die dem Publikum angeblich offenstehen, äusserst bedenklich erscheint. Aus diesem Grund sind heute in der Schweiz bei kotierten Gesellschaften nur, aber immerhin drei Vinkulierungsgründe von Gesetz wegen anerkannt:

1. Prozent-Vinkulierung: Zahlreiche Publikumsgesellschaften sehen in ihren Statuten vor, dass sie Investoren nur bis zu einer bestimmten prozentualen Beteiligungsschwelle im Aktienregister eintragen und somit zum Stimmrecht an der GV bloss limitiert zulassen. Die Idee hinter solchen Prozentklauseln ist die Schaffung einer Machtbalance zwischen den Investoren und dem Schutz der Minderheitsaktionäre, während die persönliche Interessenlage des VR nicht interessiert. Häufig kommen in der Realität 5%-Limiten vor (etwa bei Valora). Rechnen ist normalerweise simpel, so dass die Handhabung von Prozentklauseln kaum zu Streit veranlasst – ausser allerdings für den Fall, dass der Vinkulierung eine sogenannte Fernwirkung auf andere Aktionärsrechte gegeben werden soll.
2. Ausländer-Vinkulierung: Die Statuten können des Weiteren die Ablehnung der Eintragung von Aktionären im Aktienbuch vorsehen, wenn sonst die Gesellschaft daran gehindert würde, die durch Bundesgesetze – etwa durch die Lex Koller betreffend den Erwerb von Immobilien durch Ausländer – geforderten Nachweise über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen. Unter anderem mit diesem Argument verweigert Implanzia die Eintragung des britischen Investors Laxey.
3. Treuhänder-Vinkulierung: Nach der Idee des Gesetzgebers sollen nicht bloss die Publikumsgesellschaften, sondern ebenfalls die Publikumsaktionäre mit offenem Visier auftreten. Die wirklichen Eigentumsverhältnisse müssen also klar dargelegt werden, so dass die realen Eigentümer («beneficial owner») der erworbenen Aktien und nicht die vorgeschobenen Treuhänder im Aktienregister aufgeführt werden. Treuhänderische Investoren, die nicht erklären, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, werden nicht eingetragen. Unter diesem Aspekt hat Sulzer vor einigen Monaten die Eintragung des österreichischen Investors Victory abgelehnt. Die Rechtslehre argumentiert seit kurzem ausserdem für eine Ausdehnung der Treuhänder-Vinkulierung. Die Offenlegung des wirtschaftlichen Berechtigten stelle eine Anerkennungs-Voraussetzung und somit einen selbständigen

Vinkulierungszweck dar. Wenig überraschend haben erste Publikumsgesellschaften ein entsprechendes Regime der Abwehr in Reglementen zum Aktionärsbeitrag implementiert.

* Peter V. Kunz, Fürsprecher, LL.M., ist ordentlicher Professor für Wirtschaftsrecht und für Rechtsvergleichung und Direktor des Instituts für Wirtschaftsrecht an der Universität Bern.