

Scheinargumente in der Abwehrschlacht

Diese drei im Gesetz vorgesehenen Zugangsschranken scheinen auf dem Papier klar. In der Praxis verhält es sich indes anders, wie bei den erwähnten aktuellen Auseinandersetzungen als Beispiele ersichtlich wird. Ausserdem scheint verschiedenen Gesellschaften der heutige Wall von Vinkulierung noch nicht ausreichend. Einige Publikumsgesellschaften versuchen ihr Vinkulierungsregime auszudehnen, notabene ohne gesetzliche oder statutarische Grundlagen. Zwei Neukreationen findiger Wirtschaftsanwälte fallen in jüngster Zeit besonders auf:

- Meldepflichtverletzung als Grund für die Vinkulierung: Bei Sulzer und Implenia war und ist weiterhin umstritten, ob die in Frage stehenden Investoren ihre börsenrechtlichen Meldepflichten verletzt haben oder nicht. Das Überschreiten gewisser Beteiligungsschwellen bei kotierten Aktien (vor allem 5% und 10%) durch Investoren alleine oder in Gruppen muss offengelegt werden – verschiedene Verfahren wurden eingeleitet (etwa bei Sulzer, Implenia oder Scor/Converium). Die Thematik löste im Sommer 2007 sogar einen parlamentarischen Schnellschuss aus, der in eine Börsengesetzesrevision mündete, die bereits am 1. Dezember 2007 in Kraft treten wird.

Es wird nun durch Publikumsgesellschaften geltend gemacht, dass angesichts laufender Verfahren wegen Meldepflichtverletzungen eine Eintragung der verdächtigten Investoren unmöglich sei – eine Scheinargumentation. Selbst wenn börsenrechtliche Meldepflichten verletzt sein sollten, hätte dies einzig eine strafrechtliche Busse, nicht aber eine aktienrechtliche Suspendierung von Stimmrechten zur Folge. Eine Verletzung von Meldepflichten und eine Vinkulierung haben nämlich ähnlich viel miteinander gemein wie die «Euro 2008» und ein «Kopfsalat», nämlich überhaupt nichts. Die erwähnte Revision des Börsengesetzes, die keine Rückwirkung hat, ändert daran nichts, weil die künftige Kompetenz zur Suspendierung von Stimmrechten beim Richter und nicht beim VR liegt.

- Fernwirkung der Vinkulierung auf andere Aktionärsrechte: Die Vinkulierung hat eine Limitierung der Stimmrechte an der GV der Gesellschaft zur Folge, weil die betroffenen Aktionäre nicht oder nicht vollständig im Aktienbuch eingetragen werden. In einer gegenwärtigen Auseinandersetzung wird argumentiert, dass die Vinkulierung ausserdem zusätzliche Aktionärsrechte, die irgendwie mit dem GV-Stimmrecht «verwandt» seien, ausserhalb der GV ebenfalls beschränken könne. Valora verweigert basierend auf dieser Überlegung den Investoren nicht allein das Stimmrecht an der GV, sondern bereits das Recht für die Einberufung einer solchen GV.

Wie so oft sind sich die Juristen nicht wirklich einig. Doch wer eine sorgfältige Auslegung der anwendbaren aktienrechtlichen Normen zum GV-Einberufungs-Recht der Investoren vornimmt, kommt zum eindeutigen Schluss, dass es sich um ein weiteres Scheinargument einer Publikumsgesellschaft in einer Abwehrschlacht handelt – immerhin aufmunitioniert mit gewichtigen Lehrmeinungen. Für das Recht zur Einberufung einer GV bedarf es einzig einer 10%-Beteiligung am Aktienkapital, und zwar ungeachtet des damit verbundenen (sprich: verweigerten) Stimmrechts an der GV. Der Vinkulierung,

die angesichts ihres Ausnahmecharakters ohnehin restriktiv zu verstehen ist, eine Fernwirkung beispielsweise auf das Recht zur Einberufung einer GV zu geben, war nie Wille des Gesetzgebers.

Wer die heutige Übernahme-Szene in der Schweiz beobachtet, kommt nicht um die Frage herum, weshalb zahlreiche Publikumsgesellschaften mit hohem Prestige und bester Reputation solche juristisch eher fragwürdige Methoden anwenden. Die Antwort dürfte nicht zuletzt lauten, dass die Gesellschaften kaum je mit Prozessniederlagen zu rechnen haben, weil die Aktionäre schlicht nicht klagen – und zwar nicht, weil sie im Unrecht wären, sondern weil der gerichtliche Rechtsschutz vielmehr zu lange dauern würde. Ein Investor in kotierte Aktien kann es sich im Ernst wohl kaum jemals leisten, mehrere Jahre zu prozessieren und allenfalls erst vor Bundesgericht zu gewinnen, während er nicht im Aktienbuch eingetragen wird. Nicht zuletzt aus diesem Grund dürfte dann eine aussergerichtliche Einigung (etwa ein «Stillhalteabkommen» wie bei Sulzer/Renova, das rechtlich ebenfalls heikel sein könnte) näherliegen. Bedenklich wird die Situation dann, wenn eine Publikumsgesellschaft ein solches Aussitzen als bewussten Teil der Abwehrstrategie (miss)braucht.

Wider die Vinkulierung kotierter Aktien

Die letzte umfassende Aktienrechtsrevision fand zu Beginn der 1990er Jahre statt. Eines der umstrittensten Themen in den Beratungen des Parlaments war damals die Vinkulierung. Eine parlamentarische Kommission machte den fast schon revolutionären Vorschlag, die Vinkulierung bei Gesellschaften mit kotierten Aktien zu beseitigen – doch die Kommissionsmehrheit scheiterte. Diese Revolution könnte und sollte nun nachgeholt werden. Zurzeit findet nämlich eine weitere grosse Revision des Aktienrechts statt. Die Botschaft des Bundesrats wird in den nächsten Wochen publiziert. Im Rahmen dieser Aktienrechtsrevision sollten einige Neuerungen eingeführt werden.

- Abschaffung der Vinkulierung bei Publikumsgesellschaften: Die Möglichkeit zur Vinkulierung bei kotierten Namenaktien müsste gestrichen werden. Diese «heilige Kuh» des Schweizer Aktienrechts gibt nur noch saure Milch und sollte nicht weiter gefüttert, sondern abgeschafft werden. Entsprechende Eingangsschleusen sind international verpönt und beeinträchtigen auf lange Sicht die Attraktivität des Schweizer Finanzmarktes als Nachfrager von internationalem Kapital. Als Alternative zur Abschaffung der Vinkulierung käme immerhin die Gewährung eines formellen Austrittsrechts für Aktionäre in Frage, wie dies bereits heute bei GmbH der Fall ist.
- Beschleunigung des Rechtsschutzes: Der gerichtliche Rechtsschutz bei Aktionärsstreitigkeiten sollte beschleunigt werden. Es könnte ein vorsorglicher Rechtsschutz mit Möglichkeiten von einstweiligen Verfügungen vorgesehen werden. Ein Recht verkommt zur Farce, wenn es nicht genutzt wird, weil es «zu lange dauert». Entsprechende Massnahmen der Beschleunigung drängen sich nicht allein bei Beibehaltung der Vinkulierung auf, sondern sollten ebenfalls bei anderen Aktionärsrechten (etwa beim GV-Einberufungs-Recht) geprüft werden. Eine be-

wusste Hinhaltetaktik durch VR oder Management angesichts einer langen Prozessdauer ist keine Strategie, sondern im besten Fall peinliche Konzeptlosigkeit.

Schweizerische Publikumsgesellschaften erleben zurzeit einen Weckruf, indem sie mit aktiven und teilweise aggressiven Investoren konfrontiert werden. Der bis anhin im Ausland bekannte «shareholder activism» führt zu zahlreichen behördlichen und gerichtlichen Verfahren, weil (ausländische) Grossinvestoren nicht zuletzt gewohnt sind, ihre Rechte mit Nachdruck durchzusetzen. Dies ist nicht notwendigerweise schlecht, sondern bedeutet eine Wiederbelebung des Marktes für Unternehmenskontrolle.

Angebliche «Raider» und «Heuschrecken» müssen sich ebenfalls auf den Schutz ihrer Aktionärsrechte und damit ihrer Investments verlassen können. Ein kurzfristiger Anlagehorizont ist aktienrechtlich nicht verwerflich. Von einer Waffengleichheit zwischen «Angreifern» und «Verteidigern» kann heute allerdings im Ernst nicht die Rede sein, solange nämlich Verwaltungsräte und das Management den Hurrikan eines Streits mit Investoren im Bunker der Vinkulierung aussitzen können – ohne notabene die übrigen Aktionäre als Eigentümer der Gesellschaft zu befragen. Nur durch einen legislativen Interventionismus kann der mögliche Interventionismus von Verwaltungsrat und Management, die nicht selten in einem persönlichen Interessenkonflikt stehen, angemessen ausbalanciert werden. Das Parlament erhält schon bald die Möglichkeit, die Karten neu zu mischen.