Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR

DISSERTATION
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissenschaften
sowie Internationale Beziehungen (HSG)
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Joshua Richard Taucher

von

Sennwald (St. Gallen)

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Urs Bertschinger

und

Prof. Dr. Lukas Glanzmann

Dissertation Nr. 4971

Dike Verlag AG Zürich/St. Gallen 2020

Die Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St. Gallen, den 24. Oktober 2019

Der Rektor:

Prof. Dr. Thomas Bieger

Die gleiche Arbeit ist erschienen als Band 18 der Schriftenreihe
«St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht»,
herausgegeben von Prof. Dr. Urs Bertschinger
ISBN 978-3-03891-175-3

Vorwort

Zum Gelingen der vorliegenden Arbeit haben verschiedene Menschen beigetragen, denen ich an dieser Stelle danken möchte.

Zunächst danke ich den Referenten, Herrn Prof. Dr. Urs Bertschinger und Herrn Prof. Dr. Lukas Glanzmann, für die Betreuung und für die grosse Freiheit, die sie mir beim Verfassen dieser Arbeit gewährt haben. Prof. Dr. Bertschinger danke ich zusätzlich für die Aufnahme der vorliegenden Arbeit in die St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht.

Herzlich danke ich sodann meinen Freunden RA M.A. HSG Thierry Burnens und RA MLaw Severin Harisberger für die wertvollen Anregungen und die kritische Durchsicht des Manuskripts. Ihre Gesellschaft und ihr Humor haben zusätzlich dazu beigetragen, dass ich die Zeit im RWI stets in positiver Erinnerung behalten werde.

Vor allem danke ich aber meiner Familie sowie Fabiana Margadant, welche mich in dieser arbeitsintensiven Zeit immer liebevoll unterstützt und damit viel zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Ganz besonderer Dank gebührt meinen Eltern. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Zürich, im November 2019 Joshua R. Taucher

Inhaltsübersicht

Vorwort III
Inhaltsverzeichnis VII
Zusammenfassung XXIII
Abstract XXIV
Résumé XXV
Abkürzungsverzeichnis XXVII
Literaturverzeichnis XXXIII
Materialienverzeichnis LV

Einleitung 1

1. Teil: Grundlagen 3

Grundtatbestand des Art. 685d Abs. 2 OR 5
Rechtsfolgen 66
Verhältnis der Treuhändervinkulierung zu anderen Rechtsinstituten 111
Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 OR 129
Handlungsmöglichkeiten der Gesellschaft nach erfolgter Anerkennung 141
Nachträgliche Einführung und Abschaffung der Treuhändervinkulierung 153

2. Teil: De lege ferenda 159

Geplante Revision der Treuhändervinkulierung 161
Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien 162
Einreichung des Gesuchs durch die Bank des Erwerbers 173
Würdigung 174

3. Teil: Ausgewählte Sachverhalte und deren Beurteilung unter Art. 685d Abs. 2 (E-)OR 177

Fiduziarischer Aktienerwerb 181

Stimmbindung 198

Juristische Personen als Erwerber 216

Trusts als Erwerber 227

Stimmrechtsberater und -vertreter 236

Finanzinstrumente 248

Derivate im Besonderen 277

Zusammenfassung 297

Ausblick 301

Inhaltsverzeichnis

Vorwort III
Zusammenfassung XXIII
Abstract XXIV
Résumé XXV
Abkürzungsverzeichnis XXVII
Literaturverzeichnis XXXIII
Materialienverzeichnis LV

Einleitung 1

1. Teil: Grundlagen 3

Grundtatbestand des Art. 685d Abs. 2 OR 5

I. Regelungszweck 5
1. Durchsetzung der anderen Vinkulierungsbestimmungen 5
2. Transparenzfunktion – Absicherung des Instituts der Namenaktie 7
3. Durchsetzung des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko? 9
3.1 Grundsatz des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko 9
3.2 Unmittelbarer Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR? 11
3.3 Mittelbar im Rahmen der Durchsetzung der anderen beiden Ablehnungsgründe? 12
a. Regelungszweck der Prozentvinkulierung (Art. 685d Abs. 1 OR) 12
b. Regelungszweck der Ausländervinkulierung (Art. 4 SchlB) 13
3.4 Ergebnis 13
3.5 Fazit 14

II. Anwendungsbereich 14
1. Anknüpfungspunkte der Treuhändervinkulierung 14
1.1 Namenaktien 14
a. Natur der Namenaktie 15
b. Aktienbuch 16

1.2 Börsenkotierung 18
a. Differenzierte Vinkulierungsordnung 18
b. Begriff der Börsenkotierung 19
c. Kotierung an einer ausländischen Börse 20
1.3 Bei der Übertragung von Namenaktien 21
1.4 Im Rahmen des Anerkennungsgesuchs 22
a. Bei der Beurteilung des Anerkennungsgesuchs 22
b. Aufforderung zur Abgabe der Offenlegungserklärung 22
1.5 Kein Erfordernis einer statutarischen Verankerung 23
2. Ausnahmen vom Anwendungsbereich der Treuhändervinkulierung 24
2.1 Besondere Erwerbstatbestände gemäss Art. 685d Abs. 3 OR 25
a. Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht 25
b. Zwangsvollstreckung? 27
c. Erwerb durch Fusion, Spaltung oder Vermögensübertragung 29
aa. Erwerb von vinkulierten Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaften befinden 29
bb. Erwerb von Aktien der übernehmenden Gesellschaft 32
aaa. Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität 32
bbb. Zustimmung zum Fusionsbeschluss 32
ccc. Differenzierte Anwendung der Vinkulierung 34
cc. Fazit 35
2.2 Erwerb von Bezugs-, Wandel- und Optionsrechten im Rahmen einer Kapitalerhöhung 35
a. Bezugsrechte 35
b. Wandel- und Optionsrechte 38
2.3 Nutzniessung und Verpfändung 39
a. Nutzniessung 39
b. Verpfändung 40
c. Sicherungsübereignung und Sicherungszession 42
2.4 Liquidation 43
2.5 Anlagefonds und andere Kollektivanlagen 43
III. Erwerb von Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung 44
1. Entstehungsgeschichte der Vinkulierungsordnung 44

2. Folgen des Entstehungsprozesses 45
3. Auslegung des Begriffs *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung* 46
3.1 Das grammatikalische Element 47
a. Sprachgebrauch im Obligationenrecht 47
b. Sprachgebrauch im Offenlegungsrecht 50
c. Fazit 51
3.2 Das systematische Element 52
a. In der Systematik der Vinkulierungsordnung 52
b. In der Systematik des Aktienrechts 53
c. Fazit 53
3.3 Das historische Element 54
a. Entstehungsgeschichte von Art. 685d Abs. 2 OR 54
aa. Keine Hinweise in der Botschaft 1983 54
bb. Vorschlag des EJPD von 1988 55
cc. Beratung in der Ständeratskommission 55
dd. Beratung in der Nationalratskommission 56
b. Fazit 57
3.4 Das teleologische Element 57
a. Zweck der Treuhändervinkulierung 58
aa. Übersicht 58
bb. Prozentvinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 1 OR 58
cc. Ausländervinkulierung gemäss Art. 4 SchlB 59
dd. Schlussfolgerungen in Bezug auf die Durchsetzungsfunktion 61
b. Transparenzfunktion der Treuhändervinkulierung 62
3.5 Analyse aller Auslegungselemente 62
4. Offenlegungserklärung 64

Rechtsfolgen 66

I. Rechtsübergang bei der Übertragung von kotierten vinkulierten Namenaktien 66
1. Übersicht 66
2. Börsenmässiger Erwerb 67
2.1 Begriff des börsenmässigen Erwerbs 67
2.2 Rechtsübergang 68

2.3 Meldepflicht der involvierten Parteien 69
a. Meldepflicht der Veräussererbank 69
b. Keine Meldepflicht des Erwerbers 70
3. Ausserbörslicher Erwerb 71
3.1 Begriff des ausserbörslichen Erwerbs 72
3.2 Rechtsübergang 73
II. Ablehnung des Erwerbers 74
1. Entscheid über die Anerkennung bzw. Ablehnung des Erwerbers 74
1.1 Vorgehen bei Erhalt des Anerkennungsgesuchs 74
1.2 Zuständigkeit 75
1.3 Wirkung und rechtliche Qualifikation 76
a. Anerkennungsentscheid als Ausübung eines Gestaltungsrechts 76
b. Entscheid über die einzutragenden Aktien 77
c. Eintrag im Aktienbuch als Folge der Anerkennung 78
1.4 Bestandteile des Anerkennungsvorgangs 79
2. Bei der Verweigerung der Offenlegungserklärung 79
2.1 Verweigerung der Abgabe der Offenlegungserklärung 79
2.2 Sanktionsmöglichkeit der Gesellschaft 80
a. Eintrag als Aktionär ohne Stimmrecht 80
b. Vermögensmässige Rechte: Theorie und Praxis 80
3. Wenn der Erwerber nicht selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt 81
3.1 Das grammatikalische Element 81
3.2 Das systematische Element 82
a. In der Systematik von Art. 685d OR 82
b. In der Systematik des Aktienrechts 82
3.3 Das historische und teleologische Element 82
3.4 Analyse aller Auslegungselemente 84
4. Ablehnung bei falschen Angaben 84
4.1 Falsche Angaben 84
4.2 Eintragung als Aktionär ohne Stimmrecht 85
5. Recht auf Wiedereinreichung des Gesuchs 86

III. Die widerrechtliche Ablehnung ... 87
1. Formen der widerrechtlichen Ablehnung ... 87
2. Rechtliche Einordnung der zu Unrecht erfolgten Ablehnung ... 88
2.1 Verletzung des Gleichbehandlungsgebots ... 88
2.2 Beschränkung des Rechts auf Teilnahme an der Generalversammlung ... 89
2.3 Nichtigkeit des Ablehnungsentscheids ... 89
2.4 Zwischenfazit ... 90
3. Rechtsbehelfe gegen eine zu Unrecht erfolgte Ablehnung ... 91
3.1 Leistungsklage auf Vornahme der Berichtigung der Aktionärsstellung im Aktienbuch ... 91
3.2 Weitere Rechtsbehelfe ... 92
3.3 Fazit ... 92
4. Die nicht rechtsgenügend erfolgte Ablehnung ... 92
IV. Die widerrechtliche Anerkennung ... 93
1. Begriff der widerrechtlichen Anerkennung ... 93
2. Die widerrechtliche Anerkennung ohne Vorliegen eines Ermessensspielraums ... 94
2.1 Anfechtungsklage gemäss Art. 706 f. OR ... 94
2.2 Nichtigkeitsklage gemäss Art. 706b OR i.V.m. Art. 714 OR ... 95
a. Ansichten zum Anwendungsbereich der Nichtigkeitsklage ... 95
b. Nichtigkeit der zu Unrecht erfolgten Anerkennung ... 96
aa. Widerrechtlichkeit der Anerkennung ... 96
bb. Interesse der übrigen Aktionäre an der Durchsetzung der Vinkulierungsbestimmungen ... 97
cc. Bedürfnis nach Rechtssicherheit ... 98
aaa. Folgen bei Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids ... 98
bbb. Folgen bei Verneinen der Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids ... 99
ccc. Betrachtung der Folgen ... 100
dd. Interesse des zu Unrecht anerkannten Erwerbers ... 101
c. Ergebnis ... 102
2.3 Wirkung der Nichtigkeit ... 102
3. Die widerrechtliche Anerkennung bei einem Ermessensentscheid ... 103

V. Falschbeurkundung durch falsche Angaben in der Offenlegungserklärung 104
1. Tathandlung der Falschbeurkundung 104
2. Urkunde i.S.v. Art. 110 Abs. 4 StGB 105
2.1 Urkundencharakter der Offenlegungserklärung 105
2.2 Zur Beweiseignung und -bestimmung im Besonderen 106
a. Beweisbestimmung 106
b. Beweiseignung 107
aa. Objektive Beweistauglichkeit 107
bb. Erhöhte Glaubwürdigkeit der Offenlegungserklärung 108
c. Erkennbarkeit des Ausstellers 109
3. Vorsatz sowie Täuschungs- und Vorteilsabsicht 110
4. Fazit 110

Verhältnis der Treuhändervinkulierung zu anderen Rechtsinstituten 111

I. Art. 685b Abs. 3 OR 111
II. Höchststimmklausel gemäss Art. 692 Abs. 2 OR 111
III. Gesetzes- und Statutenumgehung 113
1. Begriff der Normumgehung 114
2. Gesetzes- und Statutenumgehungstatbestände zur unerlaubten Einflussnahme auf die Willensbildung in der Generalversammlung 115
2.1 Art. 691 Abs. 1 OR – unstatthafte Überlassung von Aktien 115
2.2 Rechtsfolgen der Umgehung 117
a. Rechtsfolgen für das Umgehungsgeschäft und die Aktionärsstellung 117
b. Rechtsfolgen für die abgegebenen Stimmen 118
2.3 Einspruchs- und Klagemöglichkeit gemäss Art. 691 Abs. 2 und 3 OR ... 119
2.4 Verhältnis der Umgehung zu Art. 685d Abs. 2 OR 120
IV. Verschiedene Offenlegungspflichten 121
1. Börsenrechtliche Offenlegungspflicht nach Art. 120 FinfraG 121
2. Aktienrechtliche Offenlegungspflichten 124
3. Offenlegungspflicht gemäss Art. 697i ff. OR 125
3.1 Übersicht 125

3.2 Art. 697i OR ... 125
3.3 Art. 697j OR ... 126

Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 OR ... 129

I. Zulässigkeit der Gewährung von Ausnahmen ... 129
II. Art der Ausnahmegewährung ... 130
III. Voraussetzungen und Schranken der Ausnahmegewährung ... 131
1. Gleichbehandlungsgebot ... 131
1.1 Grundsatz der relativen Gleichbehandlung ... 131
1.2 Zweck der Treuhändervinkulierung als Schranke ... 132
1.3 Sachliche Gründe ... 133
a. Interesse an einer breit abgestützten Willensbildung ... 133
b. Kontakt zu den Aktionären ... 135
c. Zwischenfazit ... 135
2. Ausnahmegewährung statutarisch vorgesehen ... 136
2.1 Zustimmung durch die Generalversammlung ... 136
2.2 Rechtssicherheit ... 136
3. Fazit ... 138
IV. Ausgestaltung einer Ausnahmeklausel für Nominees ... 138
V. Möglichkeit des Widerrufs der gewährten Ausnahme? ... 139

Handlungsmöglichkeiten der Gesellschaft nach erfolgter Anerkennung ... 141

I. Nachträgliche Streichung aus dem Aktienbuch nach Art. 686a OR ... 141
1. Gesetzliche Grundlage ... 141
2. Voraussetzungen der Berichtigung gemäss Art. 686a OR ... 142
3. Entscheidungsfreiheit und Frist ... 143
4. Wirkung der Aberkennung ... 144
4.1 Inhaltlich ... 144
4.2 Zeitlich ... 145
5. Anhörungsrecht des Aktionärs und Informationspflicht der Gesellschaft ... 145
6. Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen ... 146

II. Nachträgliche Anwendung der Treuhändervinkulierung? 147
1. Konzeption der gesetzlichen Vinkulierungsordnung 147
1.1 Übertragung als Anknüpfungspunkt 147
1.2 Vinkulierung als Zugangskontrolle 148
1.3 Keine statutarische Erweiterung des Anwendungsbereichs 149
2. Bewertung der aktuellen Vinkulierungsordnung betreffend die nachträgliche Anwendung der Treuhändervinkulierung 150
2.1 Vorteile der geltenden Konzeption 150
2.2 Nachteile der geltenden Konzeption 151
2.3 Vorschlag einer möglichen Regelung de lege ferenda 151
3. Fazit 152

Nachträgliche Einführung und Abschaffung der Treuhändervinkulierung 153

I. Übersicht und Problematik 153
II. Formelle Voraussetzungen der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung 154
III. Materielle Voraussetzungen der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung 154
IV. Rückwirkungsverbot 156
V. Nachträgliche Lockerung oder Abschaffung der Vinkulierung 158

2. Teil: De lege ferenda 159

Geplante Revision der Treuhändervinkulierung 161

Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien 162

I. Überblick 162
II. Vereinbarung über die Rücknahme oder Rückgabe entsprechender Aktien 163
1. Das grammatikalische Element 163
2. Das historische Element 164
3. Das systematische Element 164
4. Das teleologische Element 165
5. Analyse aller Auslegungselemente 166

III. Erfordernis einer statutarischen Grundlage 167
IV. Ablehnung bei Offenlegung der Tatsache, dass eine Vereinbarung besteht 167
V. Ausmass des Stimmrechtsausschlusses 168
VI. Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 E-OR 169
1. Zulässigkeit der Ausnahmegewährung 169
2. Erfordernis einer statutarischen Ausnahmeregelung 169
VII. Sanktionen bei falschen Angaben in der abgegebenen Erklärung 170
1. Keine neue aktienrechtliche Sanktion 170
2. Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses wegen unbefugter Teilnahme 171
2.1 Fragestellung 171
2.2 Botschaft 2007 171
2.3 Stellungnahme 172
Einreichung des Gesuchs durch die Bank des Erwerbers 173
Würdigung 174
I. Übersicht 174
1. Rechtsunsicherheit 174
2. Verortung 174
3. Eingriff in die Verfügungsfreiheit des Aktionärs 175
II. Grundlegendes Revisionspotential 175

3. Teil: Ausgewählte Sachverhalte und deren Beurteilung unter Art. 685d Abs. 2 (E-)OR 177

Fiduziarischer Aktienerwerb 181
I. Der Treuhänder 181
1. Übersicht 181
1.1 Begriff 181
1.2 Funktionen der Treuhand 182
1.3 Rechtliche Qualifikation 183
a. Treuhandvertrag (pactum fiduciae) 183

b. Verwaltungstreuhand und Sicherungstreuhand 184
aa. Verwaltungstreuhand 184
bb. Sicherungstreuhand 184
1.4 Stellung der Parteien 186
a. Rechtsstellung des Treugebers 186
b. Rechtsstellung des Treuhänders 187
2. Fiduziarischer Aktienerwerb unter Art. 685d Abs. 2 OR 188
2.1 Übersicht 188
2.2 Zurechnung des Stimmrechts 188
2.3 Ergebnis 190
3. Fiduziarischer Aktienerwerb unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 191
3.1 Treuhandvertrag als Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 E-OR 191
3.2 Teleologische Reduktion 191
II. Nominee 192
1. Übersicht 192
1.1 Begriff 192
1.2 Funktion des Nominee 193
1.3 Rechtliche Qualifikation 194
2. Aktienerwerb durch einen Nominee unter Art. 685d Abs. 2 OR 195
3. Aktienerwerb durch einen Nominee unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 197

Stimmbindung 198

I. Stimmenkauf 198
1. Übersicht 198
2. Stimmenkauf unter Art. 685d Abs. 2 OR 201
2.1 Übersicht 201
2.2 Zurechnung des Stimmrechts 201
3. Stimmenkauf unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 203
II. Stimmbindungsvereinbarungen 203
1. Übersicht 203
1.1 Begriff 203

1.2 Funktion von Stimmbindungsvereinbarungen 204
1.3 Rechtliche Qualifikation 205
2. Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR 206
2.1 Übersicht 206
2.2 Aktienerwerb bei Bestehen einer einseitigen Stimmbindungsvereinbarung 206
a. Begriff 206
b. Rechtliche Qualifikation 207
c. Einseitige Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR 207
2.3 Aktienerwerb bei Bestehen einer mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarung 208
a. Begriff 208
b. Rechtliche Qualifikation 208
aa. Übersicht 208
bb. Synallagmatische Stimmbindungsvereinbarungen 208
cc. Gesellschaftsrechtliche Stimmbindungsvereinbarungen 209
c. Mehrseitige Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR 210
aa. Stimmbindungsvereinbarungen mit Einstimmigkeitserfordernis unter Art. 685d Abs. 2 OR 211
bb. Stimmbindungsvereinbarungen mit Mehrheitsbeschluss unter Art. 685d Abs. 2 OR 211
3. Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 215

Juristische Personen als Erwerber 216

I. Körperschaften 216
1. Übersicht 216
2. Aktienerwerb durch juristische Personen unter Art. 685d Abs. 2 OR 217
2.1 Übersicht 217
2.2 Zurechnung des Stimmrechts 217
a. Beherrschung der juristischen Person durch Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung 217
b. Vermutung der Beherrschung 218
2.3 Fazit 220

3. Statutarische Grundlage 220
II. Stiftungen 221
1. Übersicht 221
2. Aktienerwerb durch Stiftungen unter Art. 685d Abs. 2 OR 222
2.1 Zurechnung des Stimmrechts 222
a. Entscheid über die Ausübung des Stimmrechts innerhalb der Stiftung 222
b. Möglichkeit der Einflussnahme auf den Stiftungsrat 223
2.2 Fazit 226
Trusts als Erwerber 227
I. Übersicht 227
II. Abgrenzung 227
1. Abgrenzung zur Treuhand 227
2. Abgrenzung zur Stiftung 228
III. Parteien eines Trusts 229
1. Überblick 229
2. Settlor 229
3. Trustee 230
4. Beneficiary 231
5. Protector 232
IV. Aktienerwerb durch Trusts unter Art. 685d Abs. 2 OR 232
1. Übersicht 232
2. Zurechnung des Stimmrechts 233
V. Aktienerwerb durch revocable Trusts unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 235
Stimmrechtsberater und -vertreter 236
I. Übersicht 236
II. Stimmrechtsberater und -vertreter unter Art. 685d Abs. 2 OR 238
1. Stimmrechtsberatung 238
1.1 Übersicht 238

1.2 Zurechnung des Stimmrechts 239
1.3 Ergebnis 242
2. Stimmrechtsvertretung 243
2.1 Übersicht 243
2.2 Stimmrechtsvertretung mittels konkreter Stimmanweisung 244
2.3 Stimmrechtsvertretung mittels Verweis auf eine generelle Richtlinie 245
a. Sorgfaltspflichten der institutionellen Investoren 245
b. Verweis auf eine generelle Richtlinie 245

Finanzinstrumente 248

I. Securities Lending 248
1. Übersicht 248
2. Rechtliche Qualifikation 249
3. Rechtsübergang 251
4. Funktion von *securities lending*-Transaktionen 252
5. Zulässigkeit der Ausübung des Stimmrechts geliehener Aktien 253
6. Securities Lending unter Art. 685d Abs. 2 OR 256
6.1 Übersicht 256
6.2 Securities Lending ohne Stimmbindungsvereinbarung 256
6.3 Securities Lending bei Vorliegen einer Stimmbindungsvereinbarung 257
7. Securities Lending unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 258
II. Repurchase Agreements 259
1. Übersicht 259
2. Rechtliche Qualifikation 260
3. Rechtsübergang 261
4. Ähnlichkeiten mit der *securities lending*-Transaktion 262
5. Repo-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 OR 262
5.1 Repo-Geschäft ohne Stimmbindungsvereinbarung 262
5.2 Repo-Geschäft bei Vorliegen einer Stimmbindungsvereinbarung 263
6. Das Repo-Geschäft unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 264

III. Sell/buy-back-Geschäfte 265
1. Übersicht 265
2. Rechtliche Qualifikation 266
3. Rechtsübergang 267
4. Sell/buy-back-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 OR 268
5. Sell/buy-back-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 268
IV. Effektenlombard 269
1. Übersicht 269
2. Rechtliche Qualifikation 270
3. Effektenlombard unter Art. 685d Abs. 2 OR 270
4. Das uneigentliche Lombardgeschäft im Besonderen 272
4.1 Übersicht 272
4.2 Rechtsübergang 273
4.3 Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts unter Art. 685d Abs. 2 OR 274
a. Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts ohne Stimmbindungsvereinbarung 274
b. Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts mit Stimmbindungsvereinbarung 276
4.4 Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 276

Derivate im Besonderen 277

I. Terminverkauf 277
1. Übersicht 277
2. Rechtsübergang 278
3. Terminverkauf unter Art. 685d Abs. 2 OR 279
4. Terminverkauf unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 281
II. Optionen 282
1. Übersicht 282

2. Erwerb einer Put-Option 284
2.1 Erwerb einer Put-Option unter Art. 685d Abs. 2 OR 284
2.2 Erwerb einer Put-Option unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 285
3. Verkauf einer Call-Option 287
3.1 Verkauf einer Call-Option unter Art. 685d Abs. 2 OR 287
3.2 Verkauf einer Call-Option unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 288
III. Equity Swaps und Contracts for Difference 289
1. Equity Swaps 289
2. Contracts for Difference 290
3. Equity Swaps und Contracts for Difference unter Art. 685d Abs. 2 OR 291
3.1 Übersicht 291
3.2 Aktienerwerb mit gleichzeitiger Absicherung des wirtschaftlichen Risikos mit Hilfe von Equity Swaps oder CfDs 292
3.3 Aktienerwerb durch den Finanzintermediär zur Absicherung von Equity Swaps oder CfDs 293
4. Equity Swaps und Contracts for Difference unter Art. 685d Abs. 2 E-OR 295
Zusammenfassung 297
Ausblick 301

Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit unterzieht die Treuhändervinkulierung nach Art. 685d Abs. 2 OR sowie den neu geplanten Ablehnungsgrund nach Art. 685d Abs. 2 E-OR einer umfassenden Untersuchung. Nach Art. 685d Abs. 2 OR kann eine Gesellschaft die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Unter anderem wird untersucht, welche Informationen die Gesellschaft vom Erwerber gestützt auf die Offenlegungserklärung verlangen kann und unter welchen Umständen die Gesellschaft den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann.

Die Untersuchung zeigt, dass der Erwerber mit der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, offenlegen muss, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.* Dabei geht es um die tatsächliche Kontrolle über das Stimmrecht. Anders als es der Wortlaut von Art. 685d Abs. 2 OR vermuten lässt, kann eine Gesellschaft einen Erwerber aber nicht bloss deshalb ablehnen, weil er nicht selbst über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Legt der Erwerber in der Offenlegungserklärung offen, dass nicht er, sondern ein Dritter letztlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt und gibt er der Gesellschaft gegenüber die Identität dieses Dritten bekannt, hat ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* einzutragen, solange nicht andere Vinkulierungsgründe einer Eintragung entgegenstehen. Das Stimmrecht wird dabei zum Zweck der Vinkulierung dem Dritten zugerechnet. Ob der Erwerber oder der Dritte in vermögensrechtlicher Hinsicht den Nutzen und die Gefahr aus der Aktie trägt, ist dabei nicht von Bedeutung und muss der Gesellschaft auch nicht mitgeteilt werden. Gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR soll eine Gesellschaft einen Erwerber neu auch ablehnen können, wenn er nicht erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Die Untersuchung zeigt, dass eine Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR voraussetzt, dass (i) eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt und (ii) der Erwerber gestützt auf diese Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien ist.

Abstract

According to Art. 685d Para. 2 Code of Obligations (CO), the company may refuse entry in the share register when, at the company's request, the acquirer fails to declare expressly that he has acquired the shares in his own name and for his own account. This paper examines Art. 685d Para. 2 CO and the newly planned grounds for refusal pursuant to Art. 685d Para. 2 Draft-CO. Among other things, it examines what information the company can request from the acquirer on the basis of Art. 685d Para. 2 CO and under what circumstances the company can reject the acquirer as a shareholder with voting rights.

The examination shows that the acquirer, by declaring that he has acquired the shares in his own name and for his own account, must disclose who ultimately controls the voting rights. Contrary to what the wording of Art. 685d Para. 2 CO suggests, a company cannot reject an acquirer simply because he is not, himself, in control of the voting rights. If the acquirer discloses in the disclosure statement that it is not the acquirer but a third party who ultimately controls the voting rights and discloses the identity of this third party to the company, the company must register the acquirer as a shareholder with voting rights, as long as there are no other grounds for refusal. For the purpose of transfer restriction, the voting right is attributed to the third party. The identity of the beneficial owner is irrelevant and does not have to be disclosed to the company.

According to the newly planned grounds for refusal pursuant to Art. 685d Para. 2 Draft-CO, a company may reject an acquirer if the acquirer does not declare that there is no agreement on the redemption or return of corresponding shares. The investigation shows that a rejection based on Art. 685d Para. 2 Draft-CO presupposes (i) an agreement on the redemption or return of corresponding shares and (ii) that the acquirer, based on this agreement, is not the bearer of the economic risk in the shares.

Résumé

La présente contribution soumet à un examen approfondi la restriction à la transmissibilité des actions nominatives liées au sens de l'art. 685d al. 2 CO et le nouveau motif de refus prévu à l'art. 685d al. 2 P-CO. En vertu de l'art. 685d al. 2 CO, une société peut refuser de reconnaître un acquéreur d'actions en qualité d'actionnaire avec droit de vote si, sur sa demande, l'acquéreur n'a pas déclaré expressément avoir acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte. L'examen porte notamment sur les informations que la société peut exiger de l'acquéreur sur la base de cette déclaration et à quelles conditions elle peut refuser à l'acquéreur le statut d'actionnaire avec droit de vote.

Il s'avère qu'en déclarant avoir acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte, l'acquéreur doit divulguer qui décide en dernier lieu de l'exercice du droit de vote. La question porte sur le contrôle effectif du droit de vote. Contrairement à ce que peut laisser supposer la teneur de l'art. 685d al. 2 CO, une société ne peut toutefois pas refuser un acquéreur pour le simple motif qu'il n'a pas le contrôle de l'exercice des droits de vote. Si l'acquéreur déclare que c'est un tiers et non lui qui décide de l'exercice des droits de vote et s''il divulgue l'identité du tiers en question à la société, cette dernière doit l'inscrire comme actionnaire avec droit de vote à, moins que d'autres motifs ne s'y opposent. Dans ce cas, le droit de vote est imputé au tiers pour préserver la restriction de transmissibilité. Il importe peu en l'occurrence de savoir si c'est l'acquéreur ou le tiers qui assume les profits et les risques liés à l'action au regard des droits patrimoniaux et la société ne saurait exiger la divulgation de cette information. En vertu de l'art. 685d al. 2 P-CO, une société pourra désormais également refuser un acquéreur qui ne déclare pas qu'aucun contrat sur la reprise ou la restitution des actions n'a été conclu. L'examen révèle qu'un refus sur la base de l'art. 685d al. 2 P-CO suppose (i) qu'il y ait contrat sur la reprise ou la restitution des actions et (ii) qu'en vertu de ce contrat, l'acquéreur ne soit pas le porteur du risque économique lié aux actions.

Abkürzungsverzeichnis

A.	Auflage
Abs.	Absatz
AG	Die Aktiengesellschaft: Zeitschrift für deutsches, europäisches und internationales Aktien-, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (Köln)
AHW	Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht
AISUF	Arbeiten aus dem Iuristischen Seminar der Universität Freiburg Schweiz
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Zürich)
AktG	Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I 1089) (Deutschland)
Amtl. Bull.	Amtliches Bulletin des Nationalrats
a.M.	anderer Meinung
Amtl. Bull. NR	Amtliches Bulletin des Nationalrats
Amtl. Bull. StR	Amtliches Bulletin des Ständerats
Art.	Artikel
ASR	Abhandlungen zum Schweizerischen Recht
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz) vom 8. November 1934 (SR 952.0)
BBA	Berner Bankrechtliche Abhandlungen
BBl	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Bern)
Bd.	Band
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom 24. März 1995 (SR 954.1)
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung) vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11)
betr.	betreffend
BewG	Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 (SR 211.412.41)
BGBl.	Bundesgesetzblatt (Deutschland)

BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts, amtliche Sammlung
BGer	Bundesgericht
BJM	Basler Juristische Mitteilungen (Reinach)
BK	Berner Kommentar
BN	Der bernische Notar
BSK	Basler Kommentar
BStGer	Bundesstrafgericht
BVGer	Bundesverwaltungsgericht
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (SR 831.441.1)
bzw.	beziehungsweise
CHK	Handkommentar zum Schweizer Privatrecht
CO	Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations) du 30 mars 1911 (SR 220)
CR	Commentaire Romand
DB	Der Betrieb (Düsseldorf)
Ders.	Derselbe
Dies.	Dieselbe; Dieselben
Diss.	Dissertation
E	Entwurf
E.	Erwägung
EIW	Schriften zum europäischen und internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht
EIZ	Schriftenreihe des Europa-Instituts an der Universität Zürich
et al.	et alii
etc.	et cetera
f./ff.	und folgende (Artikel; Erwägung/Erwägungen; Note/Noten; Randziffer/Randziffern; Seite/Seiten etc.)
FATF	Financial Action Task Force
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz) vom 19. Juni 2015 (SR 958.1)
FinfraV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im

	Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA) vom 3. Dezember 2015 (SR 958.111)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz) vom 22. Juni 2007 (SR 956.1)
Fn.	Fussnote
F.u.F.	Schriftenreihe Finanzwirtschaft und Finanzrecht
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz) vom 3. Oktober 2003 (SR 221.301)
GAFI	Groupe d'action financière
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (Zürich)
gl.M.	gleicher Meinung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoA	Geschäftsführung ohne Auftrag
Grosskomm.	Grosskommentar
GV	Generalversammlung
Habil.	Habilitationsschrift
HGer	Handelsgericht
HRegV	Handelsregisterverordnung vom 17. Oktober 2007 (SR 221.411)
Hrsg.	Herausgeber
HSA	Handbuch Schweizer Aktienrecht
IPR	Internationales Privatrecht
IPRG	Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht (IPRG) vom 18. Dezember 1987 (SR 291)
i.S.	im Sinne
i.S.v.	im Sinne von
Jusletter	Jusletter (Bern)
JusPriv	Jus Privatum
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. Juni 2006 (SR 951.31)
KassH	Kassationshof
KGer	Kantonsgericht

KKG	Bundesgesetz über den Konsumkredit vom 23. März 2001 (SR 221.214.1)
Komm.	Kommentar
KuKo	Kurzkommentar
LBR	Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (Loi sur la fusion) du 3 octobre 2003 (SR 221.301)
LFV	Verordnung über die Luftfahrt (Luftfahrtverordnung) vom 14. November 1973 (SR 748.01)
LugÜ	Übereinkommen über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (Lugano-Übereinkommen), in Kraft getreten für die Schweiz am 1. Januar 2011 (SR 0.275.12)
m.E.	meines Erachtens
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
N	Note, Randnote
NR	Nationalrat
NRK	Kommission des Nationalrates
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (München)
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OFK	Orell Füssli Kommentar
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220)
PauRG	Bundesgesetz über Pauschalreisen vom 18. Juni 1993 (SR 944.3)
PK	Praxiskommentar
Prot.	Protokoll
REPRAX	Zeitschrift für Rechtsetzung und Praxis im Gesellschafts- und Handelsregisterrecht (Zürich)
Rz.	Randziffer(n)
S.	Seite
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft (Zürich); seit 1990: SZW
SCBP	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance

SGK B	Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen – Abteilung B: Rechtswissenschaft
SIR	Schriftenreihe des Instituts für Internationales Recht und Internationale Beziehungen (Basel)
SJ	Semaine Judiciaire (Genf)
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung (Zürich)
SK	Schulthess Kommentar
SnA	Schriften zum neuen Aktienrecht
SNB	Schweizerische Nationalbank
sog.	sogenannte/r
SR	Systematische Rechtssammlung des Bundesrechts
SSBR	Schweizer Schriften zum Bankrecht
SSF	St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht
SSFM	Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht
SSHW	Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht
SSPHW	St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht
SStR	Schriften zum Steuerrecht
SSVV	Schweizer Schriften zur Vermögensberatung und zum Vermögensrecht
ST	Der Schweizer Treuhänder (Zürich)
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (SR 311.0)
StR	Ständerat
StRK	Kommission des Ständerates
SWX	SWX Swiss Exchange (Schweizer Börse); seit 2008 SIX Swiss Exchange
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zürich); bis 1990: SAG
UK	United Kingdom
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts vom 22. September 2005 (BGBl. I 2802) (Deutschland)
UWG	Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb vom 19. Dezember 1986 (SR 241)
VE	Vorentwurf

VegüV	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013 (SR 221.331)
Vol.	Volume
VSB	Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 16)
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Frankfurt a.M.)
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Köln)
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (Bern)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (SR 210)
ZH	Zürich
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Frankfurt a.M.)
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
ZK	Zürcher Kommentar
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung (Zürich)
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht (Basel)
ZStrR	Schweizerische Zeitschrift für Strafrecht (Bern)

Literaturverzeichnis

AGGARWAL REENA/EREL ISIL/STARKS LAURA, Influence of Public Opinion on Investor Voting and Proxy Advisors, Fisher College of Business Working Paper Nr. 2014-03-12, 1 ff.

ALBERS-SCHÖNBERG MAX, Haftungsverhältnisse im Konzern, Diss. Zürich, Zürich 1980 (= SSHW Bd. 44)

AMSTUTZ MARC, Konzernorganisationsrecht, Diss. Zürich, Bern 1993 (= ASR Heft 551)

AMSTUTZ MARC/MABILLARD RAMON, Kommentar zum Fusionsgesetz (FusG), Basel 2008 (zit. FusG)

APPENZELLER HANSJÜRG, Stimmbindungsabsprachen in Kapitalgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSHW Bd. 173)

ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, Musterklauseln für vinkulierte Namenaktien bei börsenkotierten Gesellschaften, SZW 1993, 80 ff. (zit. SZW 1993)

ARTER OLIVER, Trusts und Bankbeziehungen – Wer ist «Wirtschaftlich Berechtigter»?, AJP 2012, 506 ff. (zit. AJP 2012)

ARZT GUNTHER, Strafbarkeit juristischer Personen: Andersen, vom Märchen zum Alptraum, SZW 2002, 226 ff. (zit. SZW 2002)

BACHMANN GREGOR, Rechtsfragen der Wertpapierleihe, ZHR 2009, 596 ff. (zit. ZHR 2009)

BÄR ROLF, Aktuelle Fragen des Aktienrechts, ZSR 1966, 321 ff. (zit. ZSR 1966)

Ders., Die Aktienrechtsreform unter dem Gesichtspunkt des Systems des Gesellschaftsrechts, in: Helbling Carl (Hrsg.), Rechtliche und betriebswirtschaftliche Aspekte der Aktienrechtsreform, Zürich 1984, 137 ff. (= SSHW Bd. 74) (zit. Aktienrechtsreform)

Ders., Wichtige Neuerungen im revidierten Aktienrecht, BN 1992, 391 ff. (zit. BN 1992)

BÄRTSCHI HARALD, Pfandrecht und Nutzniessung an Gesellschaftsanteilen, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VII, Bern 2012, 263 ff.

Basler Kommentar zum Börsengesetz (BEHG) und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG), Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (Hrsg.), 2. A., Basel 2011 (zit. BSK BEHG)

Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) und zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), 3. A., Basel 2018 (zit. BSK FinfraG)

Basler Kommentar zum Fusionsgesetz (FusG), Watter Rolf/Vogt Nedim Peter/Tschäni Rudolf/Daeniker Daniel (Hrsg.), 2. A., Basel 2015 (zit. BSK FusG)

Basler Kommentar zum Internationalen Privatrecht (IPRG), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Schnyder Anton K./Berti Stephen V. (Hrsg.), 3. A., Basel 2013 (zit. BSK IPRG)

Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz (KAG), Bösch René/Rayroux François/Winzeler Christoph/Stupp Eric (Hrsg.), 2. A., Basel 2016 (zit. BSK KAG)

Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–1186 OR), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 1. A., Basel 1994 (zit. BSK OR (1994))

Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–1186 OR), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 2. A., Basel 2002 (zit. BSK OR (2002))

Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–1186 OR), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 3. A., Basel 2008 (zit. BSK OR (2008))

Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR)

Basler Kommentar zum Strafrecht I (Art. 1–136 StGB), Niggli Marcel Alexander/Wiprächtiger Hans (Hrsg.), 4. A., Basel 2019 (zit. BSK StGB)

Basler Kommentar zum Strafrecht II (Art. 137–392 StGB), Niggli Marcel Alexander/Wiprächtiger Hans (Hrsg.), 4. A., Basel 2019 (zit. BSK StGB)

Basler Kommentar zum Zivilgesetzbuch II (Art. 457–977 ZGB), Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Geiser Thomas (Hrsg.), 5. A., Basel 2015 (zit. BSK ZGB)

Basse-Simonsohn Detlev Michael, Geldwäschereibekämpfung und organisiertes Verbrechen, Diss. Bern, Bern 2002 (= BBA Bd. 11)

Bauen Marc/Bernet Robert, Schweizer Aktiengesellschaft, Zürich/Basel/Genf 2007

Bauer Thomas, Börsenmässige Termingeschäfte und Differenzeinwand im schweizerischen und deutschen IPR, Diss. Basel, Basel/Frankfurt am Main 1988 (= Schriftenreihe des Instituts für Internationales Recht und Internationale Beziehungen Bd. 41)

Baumann Maja R., Die Familienholding, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005 (= SSHW Bd. 244)

Baumann Max, Praktische Probleme der Nutzniessung an Aktien, Obligationen und Anlagefonds-Anteilscheinen, Diss. Zürich, Zürich 1980 (= SSHW Bd. 49)

Baumgartner Beat, Das Konzept des beneficial owner im internationalen Steuerrecht der Schweiz, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2010 (= SStR Bd. 21)

Baumgartner Urs L., Die Vinkulierungsvorschriften des neuen Aktienrechtes und das schweizerische Ausländerrecht, SZW 1992, 149 ff. (zit. SZW 1992)

Benz Ulrich, Aktienbuch und Aktionärswechsel, Diss. Zürich, Zürich 1981 (= SSHW Bd. 63)

Ders., Gelockerte Vinkulierung, in: Schluep Walter R./Isler Peter R. (Hrsg.), Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht – Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 1993, 55 ff. (zit. Vinkulierung)

BERNASCONI CHRISTOPHE, The Law applicable to Dispositions of Securities held through indirect Holding Systems, Report, Den Haag November 2000, verfügbar unter <https://www.hcch.net/en/publications-and-studies/details4/?pid=2859&dtid=35> (zuletzt besucht am 03.03.2019)

BERTSCHINGER URS, Für eine Neuorientierung bei der Aussonderung im Konkurs des Beauftragten, AJP 1993, 1440 ff. (zit. AJP 1993)

Ders., Securities Lending – ein neues Bankgeschäft, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 1, Bern 1993, 88 ff. (zit. Bankgeschäft)

Ders., Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Zürich 1994 (= SSBR Bd. 26) (zit. Securities Lending I)

Ders., Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band II: Spezialprobleme sowie internationales Privatrecht und internationales Konkursrecht, Zürich 1995 (= SSBR Bd. 27) (zit. Securities Lending II)

Ders., Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), AJP 1995, 426 ff. (zit. AJP 1995)

Ders., Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, 283 ff. (zit. AJP 1997)

Ders., Repurchase Agreements – ein neues Geldmarktgeschäft, AJP 1997, 466 ff. (zit. Repurchase Agreements)

Ders., Das Repo-Geschäft in seinen verschiedenen Aspekten, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 6, Bern 1998, 31 ff. (zit. Repo-Geschäft)

Ders., Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Zürich 1999 (zit. Arbeitsteilung)

Ders., Aktienrechtsrevision: Vinkulierung und Securities Lending, Repurchase Agreements etc., GesKR Sondernummer 2008, 71 ff. (zit. GesKR Sondernummer 2008)

Ders., Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision – Derivate, Securities Lending und Repurchase Agreements, SZW 2008, 208 ff. (zit. SZW 2008)

Ders., Aktienrecht im digitalen Zeitalter, in: Gschwend Lukas/Hettich Peter/Müller-Chen Markus/Schindler Benjamin/Wildhaber Isabelle (Hrsg.), Recht im digitalen Zeitalter – Festgabe Schweizerischer Juristentag 2015 in St. Gallen, St. Gallen 2015, 167 ff. (zit. Aktienrecht)

Ders., Proxy Advisors – Fluch oder Segen in der Corporate Governance?, SZW 2015, 506 ff. (zit. SZW 2015)

BIERI ADRIAN, Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2011 (=SSHW Bd. 303)

BIGGER CHRISTOPH, Anatomie und Risikoaspekte des Securities Lending, Bern/Stuttgart/Wien 1995 (= Publikation der Swiss Banking School Bd. 104)

BINDER ANDREAS, Die Verfassung der Aktiengesellschaft, Diss. Basel, Grüsch 1988 (= Reihe Handels- und Wirtschaftsrecht Bd. 20)

BLOCH OLIVIER, Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse, 2. A., Zürich/Basel 2011

BLUM OLIVER, Rechtsmängel bei der Übertragung von Aktien, AJP 2007, 694 ff. (zit. AJP 2007)

BÖCKLI PETER, Das Aktienstimmrecht und seine Ausübung durch Stellvertreter, Diss. Basel, Basel 1961 (zit. Aktienstimmrecht)

Ders., Wesentliche Änderungen in der Vinkulierung der Namenaktien – Sachgerechte Neuordnung nur für die nichtkotierten Namenaktien, ST 1991, 583 ff. (zit. ST 1991)

Ders., Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, 225 ff. (zit. BJM 1998)

Ders., Der angelsächsische Trust – Zivilrecht und Steuerrecht, GesKR 2007, 209 ff. (zit. GesKR 2007)

Ders., Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009

Ders., Corporate Governance: Erfolg und Versagen einer Leitidee – Eine Standortbestimmung nach zwölf Jahren «Swiss Code», ST 2014, 349 ff. (zit. ST 2014)

Ders., Proxy Advisors: Risikolose Stimmenmacht mit Checklisten, SZW 2015, 209 ff. (zit. SZW 2015)

BÖCKLI PETER/HÄRING DANIEL, Das Aktienbuch: Ein neuer Blick auf ein altes Register, in: Landrove Juan Carlos (Hrsg.), De Lege Negotiorum – études autour du droit des affaires en l'honneur du professeur François Chaudet, Genf 2009, 119 ff.

BOHRER ANDREAS, Unfriendly Takeovers, Diss. Zürich, Zürich 1997 (= Zürcher Studien zum Privatrecht Bd. 136)

BRÜGGER URS, Aspekte des Börsenhandels mit vinkulierten Namenaktien, SZW 1992, 215 ff. (zit. SZW 1992)

Ders., Transparenz im Aktionariat von Publikumsgesellschaften – der tatsächliche Aktionär ist und bleibt oft ein Phantom, in: Vogt Nedim P./Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht – Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 83 ff.

BRUNNER CHRISTOPH, Wertrechte, Diss. Bern, Bern 1996 (= BBA Bd. 1)

BUCHER EUGEN, Schweizerisches Obligationenrecht, 2. A., Zürich 1988

BÜHLER CHRISTOPH B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009 (zit. Regulierung)

Ders., Aktionärskontrolle auf der Führungsebene: Klagemöglichkeiten bei mangelhaften Verwaltungsratsbeschlüssen, in: Kunz Peter V./Arter Oliver/Jörg Florian S. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht X, Bern 2015, 49 ff.

BURCKHARDT SEBASTIAN, Der Erwerb eigener Aktien und Stammanteile, Diss. Basel, Basel/Frankfurt am Main 1983 (= Basler Studien zur Rechtswissenschaft – Reihe A: Privatrecht Bd. 7)

BURKHALTER THOMAS, Einheitsaktien, Diss. Zürich, Zürich 2001 (= SSHW Bd. 201)

CASPER MATTHIAS, Der Optionsvertrag, Habil. Heidelberg, Tübingen 2005 (= JusPriv Bd. 98)

CEREGHETTI LEONARDO, Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen, Diss. St. Gallen, Chur/Zürich 1995

CHOI STEPHEN/FISCH JILL/KAHAN MARCEL, The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?, Emory Law Journal 2010, Vol. 59, 869 ff.

CINCELLI ROMAN, Der Common Law Trust, Diss. Freiburg, Zürich/Basel/Genf 2017 (= AISUF Bd. 366)

CLARK ROBERT CHARLES, Vote Buying and Corporate Law, Case Western Reserve Law Review 1997, Vol. 29, 776 ff.

Commentaire LFus, Peter Henry/Trigo Trindade Rita (Hrsg.), Genf/Zürich/Basel 2005 (zit. Comm. LFus)

Commentaire Romand, Code des obligations II, Tercier Pierre/Amstutz Marc/Trigo Trindade Rita (Hrsg.), 2. A., Basel 2017 (zit. CR CO)

CORBOZ BERNARD, Le faux dans les titres, ZBJV 1995, 534 ff. (zit. ZBJV 1995)

Ders., Les infractions en droit suisse, Vol. II, 3. A., Bern 2010

COTTIER PHILIPPE, Das Repo – ein neues geldpolitisches Instrument, SNB-Quartalsheft 3/1998, 34 ff.

CSOPORT PETER, Repurchase Agreements, Diss. Zürich, Bern 2001 (= Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen Bd. 326)

CUNNINGHAM KEVIN C., Examination of Judicial Policy on Corporate Vote Buying in the Context of Modern Financial Instruments, New York University Annual Survey of American Law 2008, Vol. 64, 293 ff.

DAENIKER DANIEL, Die Stichtagsregelung bei der Generalversammlung schweizerischer Publikumsgesellschaften, in: Vogt Nedim P./Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht – Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 125 ff.

DAENIKER DANIEL/WALLER STEFAN, Aktionär: Freund oder Feind? – Zur Stellung des Verwaltungsrates bei *Proxy Fights,* in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 75 ff. (= EIZ Bd. 96)

DEFFERRARD FRANCINE, Le transfert des actions nominatives liées non cotées, Diss. Freiburg, Freiburg 1999

DEGRANDI BENNO, Rechtsprobleme des Lombardkredites, SZW 1990, 2 ff. (zit. SZW 1990)

DOHM JÜRGEN, Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire, Diss. Genf, Genf 1971 (= Mémoires publiés par la Faculté de Droit de Genève Nr. 33)

DRUEY JEAN NICOLAS, Die Meldepflicht: Transparenz – eine verhüllte Göttin, SZW 1997, Sondernummer – Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, 36 ff. (zit. SZW 1997)

Ders., Mängel des GV-Beschlusses, in: Druey Jean Nicolas/Forstmoser Peter (Hrsg.), Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zürich 1997, 131 ff. (= SnA Bd. 11) (zit. Rechtsfragen)

DRUEY JEAN NICOLAS/DRUEY JUST EVA/GLANZMANN LUKAS (Hrsg.), Gesellschafts- und Handelsrecht, 11 A., Zürich/Basel/Genf 2015

DU PASQUIER SHELBY/OERTLE MATTHIAS, Les restrictions au transfert des actions nominatives liées, AJP 1992, 758 ff. (zit. AJP 1992)

DUBS DIETER/BRÜGGER URS, Transparenz im Aktionariat durch (objektiv-)geltungszeitliche Interpretation des Art. 685d Abs. 2 OR – Die Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten als Anerkennungsvoraussetzung, SZW 2007, 282 ff. (zit. SZW 2007)

EASTERBROOK FRANK H./FISCHEL DANIEL R., Voting in Corporate Law, Journal of Law & Economics 1983, Vol. 26, 395 ff.

EBENROTH CARSTEN THOMAS/BADER TOM O., Rechtliche Qualifikation und aufsichtsrechtliche Behandlung grenzüberschreitender Wertpapierpensionsgeschäfte, ZBB 1990, 75 ff. (zit. ZBB 1990)

EICHNER MARK, Die Rechtsstellung von Treugebern und Begünstigten aus Trust und Treuhand, Diss. Basel, Basel 2007 (= Basler Studien zur Rechtswissenschaft – Schriftenreihe für internationales Recht Bd. 107)

EIGENMANN ERNST J., Einsicht in das Aktienbuch, SAG 1962, 1 ff. (zit. SAG 1962)

EMCH URS/RENZ HUGO/ARPAGAUS RETO, Das Schweizerische Bankgeschäft, 7. A., Zürich 2011

EMMENEGGER SUSAN/TSCHENTSCHER AXEL, Berner Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Einleitung und Personenrecht (Art. 1–9 ZGB), Hausheer Heinz/Walter Hans Peter (Hrsg.), Bern 2012 (zit. BK ZGB)

FELDMANN HANS, Beschluss und Einzelstimme im schweizerischen Gesellschaftsrecht, Diss. Bern, Zürich 1954

FELLMANN WALTER, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, das Obligationenrecht Bd. VI, 2. Abteilung, Die einzelnen Vertragsverhältnisse, 4. Teilband: Der einfache Auftrag (Art. 394–406 OR), Bern 1992 (zit. BK OR)

FISCHER DAMIAN, Änderungen im Vertragsparteienbestand von Aktionärbindungsverträgen, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009 (= SSHW Bd. 281)

FISCHER KONRAD, Oberstes Organ der Aktiengesellschaft ist die Generalversammlung der Aktionäre, SZW 1998, 231 ff. (zit. SZW 1998)

FORSTMOSER PETER, Aktionärbindungsverträge, in: Forstmoser Peter/Tercier Pierre/Zäch Roger (Hrsg.), Innominatverträge – Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep, Zürich 1988, 359 ff. (zit. Aktionärbindungsverträge)

Ders., Die Rückgängigmachung von Eintragungen im Aktienbuch – problemlos oder unzweideutig rechtswidrig?, SAG 1989, 173 ff. (zit. SAG 1989)

Ders., Urteil des Handelsgerichts des Kantons Zürich vom 30. August 1990 (ZR 1990 Nr. 49 S. 91 ff.) mit Bemerkungen, SZW 1991, 210 ff. (zit. SZW 1991)

Ders., Welchen Spielraum lässt die neue Vinkulierungsordnung?, ST 1991, 592 ff. (zit. ST 1991)

Ders., Ungereimtheiten und Unklarheiten im neuen Aktienrecht, SZW 1992, 58 ff. (zit. SZW 1992)

Ders., OR 663c – ein wenig transparentes Transparenzgebot, in: Walder Hans Ulrich/Jaag Tobias/Zobl Dieter (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts – Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 69 ff. (zit. Transparenzgebot)

FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, Aktionärbindungsverträge, Zürich 2015

FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996

FORSTMOSER PETER/PLÜSS ADRIAN, Inkohärenz zwischen Aktienrecht und der «Lex Friedrich» – Probleme von Publikumsgesellschaften mit Grundeigentum, NZZ vom 9. Dezember 1992 (zit. NZZ 09.12.1992)

Dies., Probleme von Publikumsgesellschaften mit der «Lex Friedrich» unter neuem Aktienrecht, SJZ 1993, 297 ff. (zit. SJZ 1993)

FORSTMOSER PETER/VOGT HANS-UELI, Einführung in das Recht, 5. A., Bern 2012

FREHNER ARNOLD, Schattenbanksysteme, Zürich/Basel/Genf 2016 (= Veröffentlichungen aus dem LL.M.-Studiengang Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und des Europa Instituts an der Universität Zürich 2016 Bd. 91)

FREY MARTIN, Statutarische Drittrechte im Schweizerischen Aktienrecht, Diss. Bern, Zürich 1979

GAUCH PETER/SCHLUEP WALTER R./SCHMID JÖRG/EMMENEGGER SUSAN, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 10. A., Zürich/Basel/Genf 2014

GAUTSCHI GEORG, Auftrag und Geschäftsführung in der Schweiz, Zürich 1953 (zit. Auftrag)

Ders., Die Causa fiduziarischer Rechtsübertragungen, SJZ 1958, 268 ff. (zit. SJZ 1958)

Ders., Subrogation und Aussonderung von beweglichem Treuhandvermögen, SJZ 1976, 317 ff. (zit. SJZ 1976)

GEHRER CAROLE LEA, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2003 (= SSHW Bd. 225)

GERICKE DIETER, Von der Fremdbestimmung der Beschlussfassung durch Vermögensverwalter und Stimmrechtsberater, in: Kunz Peter V./Arter Oliver/Jörg Florian S. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht X, Bern 2015, 77 ff.

GERICKE DIETER/BAUM OLIVIER, Corporate Governance: Wer ist der Governor?, SZW 2014, 345 ff. (zit. SZW 2014)

GERICKE DIETER/JENTSCH VALENTIN, Vinkulierung an der Bruchstelle zwischen kotierter Gesellschaft und nicht kotierten Aktien, SZW 2017, 618 ff. (zit. SZW 2017)

GERICKE DIETER/KUHN DANIEL, Neue Meldepflichten bezüglich Aktionären, Gesellschaftern und wirtschaftlich Berechtigten – die «société anonyme» ist Geschichte, AJP 2015, 849 ff. (AJP 2015)

GERMANN SANDRO, Die personalistische AG und GmbH, Diss. Zürich, Zürich 2015 (= SSHW Bd. 327)

GESELL HARALD, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, Diss. Köln, Köln 1995 (= Bankrechtliche Sonderveröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln Bd. 49)

GIGER GION, Corporate Governance als neues Element im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2003 (= SSHW Bd. 224)

GILLOR VIVIANE, Der Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte der Europäischen Bankenvereinigung (EMA), Diss. Köln, Baden-Baden 2006 (= Bank- und kapitalmarktrechtliche Schriften des Instituts für Bankrecht Köln Bd. 24)

GIOVANOLI LAURENT, Rechtsprobleme von Repurchase Agreements (Repos), Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2003 (= SSBR Bd. 73)

GLANZMANN LUKAS, Die Verantwortlichkeitsklage unter Corporate-Governance-Aspekten, ZSR 2000, 135 ff. (zit. ZSR 2000)

Ders., Umstrukturierungen, 3. A., Bern 2014 (zit. Umstrukturierungen)

Ders., Neue Transparenzvorschriften bei AG und GmbH, Online-Publikation vom 30. Juni 2015, verfügbar unter <https://www.alexandria.unisg.ch/248929/1/Glanzmann%20-%20Neue%20Transparenzvorschriften%20bei%20AG%20und%20GmbH.PDF> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Transparenzvorschriften)

GLANZMANN LUKAS/SPOERLÉ PHILIP, Die Inhaberaktie – leben Totgesagte wirklich länger?, GesKR 2014, 4 ff. (zit. GesKR 2014)

GLATTFELDER HANS, Die Aktionärbindungs-Verträge, ZSR 1959, 141a ff. (zit. ZSR 1959)

GOTSCHEV GEORG, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005 (= SSHW Bd. 240)

GRONER ROGER, Private Equity-Recht, Bern 2007

Grosskommentar Aktiengesetz, Zweiter Band, §§ 53a–75, Hopt Klaus J./Wiedemann Herbert (Hrsg.), 4. A., Berlin 2008 (zit. Grosskomm. AktG)

GUBLER FRIEDRICH, Besteht in der Schweiz ein Bedürfnis nach Einführung des Instituts der angelsächsischen Treuhand (trust)?, ZSR 1954, 215a ff. (zit. ZSR 1954)

GUTZWILLER MAX (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht – Zweiter Band Einleitung und Personenrecht, Basel/Stuttgart 1967 (zit. BEARBEITER/IN, in: Gutzwiller)

GUTZWILLER PETER MAX, Das schweizerische internationale Trustrecht im Lichte der Haager Trust-Konvention – Eine Einführung, in: Wolf Stephan (Hrsg.), Der Trust – Einführung und Rechtslage in der Schweiz nach dem Inkrafttreten des Haager Trust-Übereinkommens, Bern 2008, 1 ff.

GUTZWILLER PETER MAX/SCHLEIFFER PATRICK, Offenlegung von Beteiligungen im Falle eines Trusts (Trustees) als Aktionär, GesKR 2007, 61 ff. (zit. GesKR 2007)

HADDING WALTHER/SCHNEIDER UWE H. (Hrsg.), Recht der Kreditsicherheiten in europäischen Ländern, Teil V: Schweiz, Berlin 1983 (zit. BEARBEITER/IN, in: Hadding/Schneider) (= SGK B Bd. 38)

HAEFLIGER ARTHUR, Der Begriff der Urkunde im Schweizerischen Strafrecht (Art. 110 StGB), Basel 1952 (= Schweizerische Criminalistische Studien Vol. 6)

HALTER DANIEL, Der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im Nichtbankenbereich, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2004 (= SSHW Bd. 235)

Handbuch Schweizer Aktienrecht, Fischer Willi/Drenckhan Helke/Gwelessiani Michael/Theus Simoni Fabiana (Hrsg.), Basel 2014 (zit. BEARBEITER/IN, HSA)

Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung, Roberto Vito/Trüeb Hans Rudolf (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK OR)

Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personen- und Familienrecht, Breitschmid Peter/Jungo Alexandra (Hrsg.), 3 A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK ZGB)

Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Sachenrecht, Breitschmid Peter/Jungo Alexandra (Hrsg.), 3 A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK ZGB)

Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Vertragsverhältnisse Teil 2: Arbeitsvertrag, Werkvertrag, Auftrag, GoA Bürgschaft, Huguenin Claire/Müller-Chen Markus (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK OR)

Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Wirtschaftliche Nebenerlasse: FusG, UWG, PauRG und KKG, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. CHK FusG)

HANDSCHIN LUKAS, Der Konzern im geltenden schweizerischen Privatrecht, Habil. Basel, Zürich 1994

HATEBUR MARTIN, Die Treuhandanlage, ein fiduziarisches Bankgeschäft, Diss. Basel, Basel 1992

HAYTON DAVID J., The Law of Trusts, 4. A., London 2003

HINTZ-BÜHLER MONIKA, Aktionärbindungsverträge, Diss. Bern, Bern 2001 (=ASR Heft 659)

HIRSCH ALAIN, L'anonymat de l'actionnaire dans la S.A., in: Jagmetti Riccardo L./Schluep Walter R. (Hrsg.), Festschrift für Walther Hug zum 70. Geburtstag, Bern 1968, 307 ff. (zit. Anonymat)

Ders., Besprechung von BGE 117 II 290, SZW 1991, 291 ff. (zit. SZW 1991)

HOCH MURIEL, Proxy Advisory – eine Standortbestimmung, SZW 2016, 487 ff. (zit. SZW 2016)

HOFSTETTER KARL, Gruppentatbestände im Börsengesellschaftsrecht, SZW 1998, 285 ff. (zit. SZW 1998)

HOMBURGER ERIC, Bemerkungen zum Urteil des Kassationsgerichts Zürich vom 2. Februar 1987, SAG 1988, 134 (zit. SAG 1988)

HORBER FELIX, Die Informationsrechte des Aktionärs, Zürich 1995

Ders., Divergierende Anknüpfungskriterien bei der Offenlegung von Beteiligungen nach Aktienrecht und Börsengesetz, SJZ 1996, 309 ff. (zit. SJZ 1996)

HU HENRY T. C./BLACK BERNARD, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, University of Pennsylvania Law Review 2008, Vol. 156, 625 ff.

HUBACHER KEVIN M., Gewerbsmässige Stimmrechtsvertretung und -beratung bei Aktiengesellschaften, Diss. Luzern, Zürich/Basel/Genf 2015 (= LBR Bd. 97)

HUGUENIN JACOBS CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich, Zürich 1994

Dies., Obligationenrecht, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2014 (zit. Obligationenrecht)

HULL JOHN C., Options, Futures, and other Derivatives, 10. A., New York 2018

HÜNERWADEL ANDREAS, Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollverkauf einer privaten Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1995 (= SSHW Bd. 162)

IMMENGA ULRICH, Die personalistische Kapitalgesellschaft, Habil. Bielefeld, Bad Homburg 1970 (= Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik Bd. 15)

ISLER PETER R./HAAS PHILIPP, Securities Lending und Stimmrecht, in: Vogt Nedim P./Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht – Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 211 ff.

JABORNEGG PETER/STRASSER RUDOLF, Kommentar zum Aktiengesetz, 5. A., Wien 2011 (zit. BEARBEITER/IN, in: Jabornegg/Strasser)

JAGMETTI CARLO, Die Nichtigkeit von Massnahmen der Verwaltung in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Winterthur 1958

KISTLER PASCAL M., Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Diss. Zürich, Zürich 2001 (= SSHW Bd. 212)

KLÄY HANSPETER, Bundesgesetzgebung im Bereich des privaten Wirtschaftsrechts sowie des Börsenrechts – Stand April 1990, SZW 1990, 122 ff. (zit. SZW 1990)

Ders., Bundesgesetzgebung im Bereich des privaten Wirtschaftsrechts – Stand Oktober 1991, SZW 1991, 312 ff. (zit. SZW 1991)

Ders., Die Vinkulierung – Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Diss. Basel, Basel 1997

KLÄY HANSPETER/JÄGGI THOMAS, Bundesgesetzgebung im Bereich des privaten Wirtschaftsrechts – Stand Oktober 1990, SZW 1990, 301 ff. (zit. SZW 1990)

KLEINER BEAT, Gefährdete Nationalitätsbezeichnung, NZZ vom 3. Juni 1992 (zit. NZZ 03.06.1992)

KNOBLOCH STEFAN, Das System zur Durchsetzung von Aktionärsrechten, Habil. Zürich, Zürich 2011

Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1 §§ 1–75 AktG, Zöllner Wolfgang/Noack Ulrich (Hrsg.), 3. A., Köln 2012 (zit. Kölner Komm. AktG)

Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Hertig Gérard/Meier-Schatz Christian/Roth Robert/Roth Urs P./Zobl Dieter (Hrsg.), Zürich 2000 (Komm. BEHG)

KORT MICHAEL, Anwendbarkeit von § 405 AktG auf Wertpapierdarlehen?, Der Betrieb 2006, 1546 ff. (zit. DB 2006)

KRÄHENMANN THOMAS, Das Repo-Geschäft, Bern 1998 (= Publikation der Swiss Banking School Bd. 193)

KRAMER ERNST A., Juristische Methodenlehre, 5. A., Bern 2016

KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. A., Bern 2005

KÜMPEL SIEGFRIED/PETERS MARTIN, Aktuelle Rechtsfragen der Wertpapierleihe, AG 1994, 525 ff. (zit. AG 1994)

KÜMPEL SIEGFRIED/WITTIG ARNE (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. A., Köln 2011 (zit. BEARBEITER/IN, in: Kümpel/Wittig)

KUHN HANS, Schweizerisches Kreditsicherungsrecht, Bern 2011

KÜHNE ARMIN, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2015

KÜNG MANFRED, Aberkennung der Aktionärseigenschaft durch den Verwaltungsrat?, SAG 1989, 181 ff. (zit. SAG 1989)

KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern, Bern 2001 (zit. Minderheitenschutz)

Ders., Die Vinkulierung als Geheimwaffe gegen unfreundliche Übernahmeversuche, NZZ vom 17. November 2007 (zit. NZZ 17.11.2007)

Ders., Das Einberufungsrecht für GV sowie weitere Aktionärsrechte zwischen Hammer und Amboss von Managementwillkür und Rechts(un)sicherheit, Jusletter vom 19. November 2007 (zit. Einberufungsrecht)

KÜPFER URS, Treuhänderische Unternehmensbeteiligung, Diss. Basel, Basel 1997 (= Basler Studien zur Rechtswissenschaft – Reihe A: Privatrecht Bd. 38)

KURZBEIN REGULA, Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflicht (Art. 20 und 31 BEHG), Diss. Bern, Zürich/St. Gallen 2013

Kurzkommentar OR (Art. 1–1186 OR), Honsell Heinrich (Hrsg.), Basel 2014 (zit. KuKo OR)

LANG THEODOR, Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrags, Diss. Basel, Zürich/Basel/Genf 2013 (= SSHW Bd. 221)

LARENZ KARL/CANARIS CLAUS-WILHELM, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 3. A., Berlin/Heidelberg 1995

LEUENBERGER MATTHIAS A., Die Anonymität des Inhaberaktionärs, Diss. Bern, Bern 1996 (=ASR Heft 576)

LORANDI FRANCO, Der Freihandverkauf im schweizerischen Schuldbetreibungs- und Konkursrecht, Diss. St. Gallen, Bern 1994 (= SSPHW Bd. 37)

LORETAN MICHAEL, Der Swapvertrag, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSBR Bd. 38)

LÜBBERT HARTMUT, Abstimmungsvereinbarungen in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG-Staaten, der Schweiz und Grossbritanniens, Baden-Baden 1971 (= Schriftenreihe Europäische Wirtschaft Bd. 48)

LUTZ PETER, Vinkulierte Namenaktien, Diss. Zürich, Zürich 1988 (= SSHW Bd. 110)

LYK RETO A., Namenaktien versus Inhaberaktien als Einheitstitel von Publikumsgesellschaften – Klarer Punktesieg für die Einheits-*Namen*-Aktie, SZW 1995, 281 ff. (zit. SZW 1995)

MAIZAR KARIM, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 2012 (= SSHW Bd. 308)

MARTENS KLAUS-PETER, Stimmrechtsbeschränkung und Stimmbindungsvertrag im Aktienrecht, AG 1993, 495 ff. (zit. AG 1993)

MARTIN FRANÇOISE, Sociétés anonymes de famille, 2. A., Genf 2013 (1. A. = Diss. Lausanne 2008)

MARXER FLORIAN, Die personalistische Aktiengesellschaft im liechtensteinischen Recht, Diss. Zürich, Zürich 2007 (= SSHW Bd. 263)

MAURENBRECHER BENEDIKT, Das verzinsliche Darlehen im schweizerischen Recht, Diss. Bern, Bern 1995 (=ASR Heft 565)

MAYER THOMAS M., Die Behandlung von Trusts im Rahmen der Lex Koller, AJP 2017, 45 ff. (zit. AJP 2017)

MEIER NIKLAUS, Eingriffsnormen im Gesellschaftsrecht, Diss. Zürich, Zürich 2010

MEIER ROBERT, Anpassungen der Statuten an das revidierte Aktienrecht, AJP 1992, 317 ff. (zit. AJP 1992)

Ders., Die Aktiengesellschaft, 3. A., Zürich 2005

MEIER-HAYOZ ARTHUR/FORSTMOSER PETER/SETHE ROLF, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12. A., Bern 2018

MEIER-SCHATZ CHRISTIAN J., Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: Das neue Börsengesetz der Schweiz, Meier-Schatz Christian J. (Hrsg.), Bern 1996, 93 ff. (= SSPHW Bd. 44)

MERZ HANS, Schweizerisches Privatrecht – Sechster Band Obligationenrecht – Erster Teilband Allgemeiner Teil, Basel/Frankfurt am Main 1984

METTIER SUSANNE, Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss. Zürich, Zürich 1999 (= SSBR Bd. 52)

MEYER MAX, Vinkulierte Aktien in der Zwangsverwertung, SJZ 1997, 22 ff. (zit. SJZ 1997)

MISTELI JONAS, Dividenden-Stripping, Diss. St. Gallen, Bern/Stuttgart/Wien 2001 (= F.u.F. Bd. 93)

MITTERMEIER MARTIN, Empty Voting – Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, Diss. Berlin, Berlin/Boston 2014 (= EIW Bd. 46)

MONTANARI MARK, Die Stimmrechtssuspendierungsklage nach Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG, Diss. Bern, Bern 2012 (= ASR Heft 784)

MONTAVON PASCAL, Droit Suisse de la SA, 3. A., Lausanne 2004

MOSER EDUARD, Die Ausübung des Aktienstimmrechts nach schweizerischem, sowie nach deutschem und italienischem Recht, Diss. Zürich, Zürich 1945

MOSKRIC ELISABETH, Der Lombardkredit, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2003 (= SSBR Bd. 74)

MÜLLER ROLAND/LIPP LORENZ/PLÜSS ADRIAN, Der Verwaltungsrat, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2014

MÜLLER-MÖHL ERNST, Optionen und Futures, 5. A. (überarbeitet von Erhard Lee), Zürich 2002

NAHRATH CHARLES, Das Stimmrecht des Aktionärs nach schweizerischem Recht, Diss. Bern, Bern 1933

NATHAN CHARLES M./MEHTA PARUL, The Parallel Universes of Institutional Investing and Institutional Voting, April 2010, verfügbar unter <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1583507> (zuletzt besucht am 03.03.2019)

NEUMAYER KARL H., Betrachtungen zur Übertragung vinkulierter Namenaktien, in: Dutoit Bernard/Hofstetter Josef/Piotet Paul (Hrsg.), Mélanges Guy Flattet, Lausanne 1985, 333 ff.

NICKEL-SCHWEIZER GABY, Rechtsvergleichender Beitrag zum fiduziarischen Eigentum in Deutschland und in der Schweiz, Diss. Basel, Basel/Stuttgart 1977 (= SIR Heft 25)

NOBEL PETER, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss, AJP 1993, 1171 ff. (zit. AJP 1993)

Ders., Der Eintrag im Aktienbuch als Legitimationsmittel gegenüber der Gesellschaft, SZW 1993, 123 ff. (zit. SZW 1993)

Ders., «Schlittenfahren» mit Stimmrechtsgesperrten?, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M & A – Recht und Wirtschaft in der Praxis – Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 265 (zit. Stimmrechtsgesperrten)

Ders., Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. A., Bern 2010 (zit. Finanzmarktrecht)

OLGIATI LORENZO, Schweizerische Nominees im Aktienregister amerikanischer Publikumsgesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 1995 (= SSFM Bd. 32)

Orell Füssli Kommentar, Aktienrecht, Wibmer Jeannette K. (Hrsg.), Zürich 2016 (zit. OFK AG OR)

Orell Füssli Kommentar, Börsenrecht, 2. A., Zürich 2013 (zit. OFK BEHG)

Orell Füssli Kommentar, Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht (IPRG), Lugano-Übereinkommen (LugÜ) und weitere Erlasse, Zürich 2015 (zit. OFK IPRG)

Orell Füssli Kommentar, Fusionsgesetz (FusG), Vogel Alexander/Heiz Christoph/Behnisch Urs R./Sieber Andrea/Opel Andrea (Hrsg.), 3. A., Zürich 2017 (zit. OFK FusG)

OVERRATH HANS-PETER, Die Stimmrechtsbindung, Diss. Bochum, Köln 1973 (= AHW Bd. 7)

PATRY ROBERT, Les accords sur l'exercice des droits de l'actionnaire, ZSR 1959, 1a ff. (zit. ZSR 1959)

PENNER JAMES E., The Law of Trusts, 10 A., Oxford 2016

PESTALOZZI HANS A., Die indirekte Stellvertretung, Diss. Zürich, Zürich 1927

PESTALOZZI-HENGGELER REGULA, Die Namenaktie und ihre Vinkulierung, Diss. Zürich, Zürich 1948

PLETSCHER THOMAS, Vinkulierungsvorschriften bei kotierten Gesellschaften und statutarische Freiheit, SZW 1992, 210 ff. (zit. SZW 1992)

Praxiskommentar Schweizerisches Strafgesetzbuch, Trechsel Stefan/Pieth Mark (Hrsg.), 3. A., Zürich/St. Gallen 2018 (zit. PK StGB)

PULVER URS, Derivatgeschäfte als Rechtsgeschäfte, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 4, Bern 1996, 63 ff.

RAPP JEAN-MARC, Actions Nominatives Liées, in: Ciocca Philippe (Hrsg.), Le nouveau droit des sociétés anonymes, Lausanne 1993, 303 ff.

RENN CHRISTIAN, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Diss. St. Gallen, Zürich/Basel/Genf 2010 (= SSFM Bd. 95)

REYMOND JACQUES-ANDRÉ, Les clauses statutaires d'agrément, SZW 1992, 259 ff. (zit. SZW 1992)

RHEIN MIRJAM SIMONE, Die Nichtigkeit von VR-Beschlüssen, Diss. Zürich, Zürich 2001 (= SSHW Bd. 203)

RIEGLER JONATAN, Fiduziarische Vinkulierung nicht kotierter Namenaktien – Art der Vinkulierung und ihre handelsregisterrechtliche Behandlung, REPRAX 2015, 17 ff. (zit. REPRAX 2015)

RIEMER HANS MICHAEL, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, das Personenrecht, 3. Abteilung, Die juristischen Personen, 3. Teilband: Die Stiftungen (Art. 80–89bis ZGB), Meier-Hayoz Arthur (Hrsg.), Bern 1975 (zit. BK ZGB)

Ders., Vertragsumgehung sowie Umgehungen anderer rechtsgeschäftlicher Rechte und Pflichten, ZSR 1982, 357 ff. (zit. ZSR 1982)

Ders., «Wirtschaftliche Betrachtungsweise» bei der Auslegung im Privatrecht (Gesetze und Rechtsgeschäfte)?, in: Walder Hans Ulrich/Jaag Tobias/Zobl Dieter (Hrsg.), Aspekte des Wirtschaftsrechts – Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 129 ff. (zit. Wirtschaftliche Betrachtungsweise)

Ders., Die Einleitungsartikel des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Art. 1–10 ZGB), 2. A., Bern 2003 (zit. Einleitungsartikel)

RIOULT CHRISTIAN, Regulierung von Stimmrechtsberatern, AJP 2014, 1176 ff. (zit. AJP 2014)

ROTH URS P./LÄNZLINGER ANDREAS, Die Ausübung des Stimmrechts in der Generalversammlung, SZW 1999, 27 ff. (zit. SZW 1999)

RÖTHLISBERGER ALAIN P., Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse bei Publikumsgesellschaften, Diss. Bern, Bern 1998 (= ASR Heft 612)

RÜDLINGER KATHARINA, Was bringt der Entwurf zum neuen Aktienrecht?, ST 2008, 18 ff. (zit. ST 2008)

RÜEDE-BUGNION UTE, Fiduziarische Rechtsgeschäfte, die ein Markenrecht zum Gegenstand haben, nach schweizerischem Recht, Diss. Genf, Bern 1978 (= ASR Heft 454)

RUFFNER MARKUS, Die ökonomische Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000

RÜTTIMANN FELIX MATTHIAS, Rechtsmissbrauch im Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 1994

SCHENKER URS, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 251 ff. (= EIZ Bd. 96) (zit. Meldepflicht)

Ders., Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009 (zit. Übernahmerecht)

Ders., Entwicklung des Offenlegungsrechts – Probleme und Brennpunkte der Praxis, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VII, Bern 2012, 359 ff. (zit. Offenlegungsrecht)

Ders., Der Erwerb von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften – Die Regeln zur Meldepflicht und zu öffentlichen Übernahmen, Walder Wyss 2014, verfügbar unter <https://www.walderwyss.com/publications/1700.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Beteiligungen)

SCHILTER IRÈNE, Die Dispoaktienproblematik und das Nominee-Modell als Lösungsansatz, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2011 (= Zürcher Studien zum Privatrecht Bd. 230)

SCHLEIFFER PATRICK, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Bern 1993 (= ASR Heft 545)

SCHLUEP WALTER RÉNE, Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 1955

SCHMID JÖRG, Zum Begriff der Börsenkotierung im revidierten Aktienrecht, SJZ 1992, 330 ff. (zit. SJZ 1992)

SCHNEIDER UWE H./ANZINGER HERIBERT M., Institutionelle Stimmrechtsberatung und Stimmrechtsvertretung – «A quiet guru's enormous clout», NZG 2007, 88 ff. (zit. NZG 2007)

SCHNEIDER UWE H./BROUWER TOBIAS, Kapitalmarktrechtliche Transparenz bei der Aktienleihe, in: Bitter Georg/Lutter Marcus/Priester Hans-Joachim/Schön Wolfgang/Ulmer Peter (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Köln 2009, 1411 ff.

SCHOTT BERTRAND G., Aktienrechtliche Anfechtbarkeit und Nichtigkeit von Generalversammlungsbeschlüssen wegen Verfahrensmängeln, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009 (= SSHW 285)

SCHUBARTH MARTIN, Zur Auslegung der Urkundendelikte, ZStrR 1995, 387 ff. (zit. ZStrR 1995)

Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), Zürich/Basel/Genf 2017 (zit. SK FinfraG)

SEIBERT ULRICH, UMAG und Hauptversammlung – Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG), WM 2005, 157 ff. (zit. WM 2005)

SEILER MATTHIAS, Trust und Treuhand im schweizerischen Recht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005 (= SSVV Bd. 6)

SENN MYRIAM, Die Erfassung der Beteiligungen im Banken- und Kapitalmarktrecht, AJP 1998, 33 ff. (zit. AJP 1998)

SIBBERN ERIC, Einfluss der Generalversammlung auf die Geschäftsführung, in: Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2007, 229 ff.

SIEGER JÜRGEN J./HASSELBACH KAI, Wertpapierdarlehen – Zurechnungsfragen im Aktien-, Wertpapierhandels- und Übernahmerecht, WM 2004, 1370 ff. (zit. WM 2004)

SONTAG ERNST, Einzelfragen aus dem Handelsgesellschaftsrecht, SAG 1950/51, 59 ff. (zit. SAG 1950/51)

SPOERLÉ PHILIP, Die Inhaberaktie, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2015 (=SSHW Bd. 331)

SPRECHER THOMAS/VON SALIS-LÜTOLF ULYSSES, Die schweizerische Stiftung, Zürich 1999

STAEHELIN THOMAS, Die Treuhandanlage, Diss. Basel, Basel 1973

STAUBER ERIC F., Das Recht des Aktionärs auf gesetz- und statutenmässige Verwaltung, Diss. Zürich, Zürich 1985 (= SSHW Bd. 79)

STEINER FLORIAN LOUIS, Besicherung nach dem Bucheffektengesetz, Diss. St. Gallen, Zürich 2012 (= SSF Bd. 8)

STRATENWERTH GÜNTER/BOMMER FELIX, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil II, 7. A., Bern 2013

STRAZZER DANIEL, Die Festübernahme bei der Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1995 (= SSBR Bd. 36)

STUBER RUDOLF, Aktionär-Consortien, Vereinbarungen unter Aktionären über die gemeinsame Ausübung ihrer Beteiligungsrechte, Diss. Zürich, Solothurn 1944

STUDER CHRISTOPH D., Die Einberufung der Generalversammlung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Bern 1995

SUTER BENEDIKT A., Kognition des Handelsregisterführers in Bezug auf statutarische Übertragungsbeschränkungen für Namenaktien nach neuem Aktienrecht, in: Jahrbuch des Handelsregisters 1993, Zürich 1993, 55 ff.

SUTTER RETO/FACINCANI NICOLAS, Funktion und Haftung des Treuhänders, in: Treuhand und Revision Jahrbuch 2016, Zürich 2016, 233 ff.

THALMANN CHRISTIAN, Rechtstechnisches und Historisches zum anonymen Erwerb börsenkotierter Namenaktien, in: Baur François/Baur Georges (Hrsg.), Aktuelle Rechtsfragen 1996 – Liber Amicorum zum sechzigsten Geburtstag von Theodor Bühler, Zürich 1996, 27 ff.

THOMPSON ROBERT B./EDELMAN PAUL H., Corporate Voting, Vanderbilt Law Review 2009, Vol. 62, 129 ff.

TOGNI LORENZO, Standstill Agreements nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2010 (= SSHW Bd. 293)

TROXLER DIETER M., Die Vinkulierung nicht-kotierter Aktien, ST 1996, 52 ff. (zit. ST 1996)

TSCHÄNI RUDOLF, Vinkulierung nicht börsenkotierter Aktien, Zürich 1997 (= SnA Bd. 3) (zit. Vinkulierung)

Ders., Die Gruppe im Übernahmerecht – «Are we really all one?», in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, 179 ff. (= EIZ Bd. 48) (zit. Gruppe)

TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/IFFLAND JACQUES/GABERTHÜEL TINO, Öffentliche Kaufangebote, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2014

TURIN NICHOLAS, Le transfert de patrimoine selon le projet de loi sur la fusion, Diss. Neuchâtel, Basel 2003 (= Collection neuchâteloise)

UMBACH PATRICK, Strafrechtliche Verantwortlichkeit des Anwaltes, Treuhänders und weiterer Gründungsgehilfen bei der Gründung von Gesellschaften, Diss. Zürich, Zürich 2000

UNDERHILL ARTHUR/HAYTON DAVID, Underhill and Hayton: Law Relating to Trusts and Trustees, 18. A., London 2010

VERDAM ALBERT, An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting, Dezember 2007, verfügbar unter: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=978835> (zuletzt besucht am 03.03.2019)

VISCHER MARKUS/GALLI DARIO, Wer ist die wirtschaftlich berechtigte Person gemäss Art. 697j OR?, SJZ 2016, 481 ff. (zit. SJZ 2016)

VOCK DOMINIK, Prozessuale Fragen bei der Durchsetzung von Aktionärsrechten, Diss. Zürich, Zürich 2000 (= Zürcher Studien zum Verfahrensrecht Bd. 114)

VOGT HANS-UELI/BIERI ADRIAN/ZUBERBÜHLER IVO, Aktienrecht – Entwicklungen 2007/08, njus.ch, Bern 2008

VOLONTÉ CHRISTOPHE/ZABY SIMON, Stimmrechtsberatung – Eine kritische Betrachtung, ST 2013, 499 ff. (zit. ST 2013)

VON BÜREN ROLAND, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 1995, 57 ff. (zit. ZBJV 1995)

VON BÜREN ROLAND/BÄHLER THOMAS, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 1996, 391 ff. (zit. AJP 1996)

VON BÜREN ROLAND/STOFFEL WALTER A./WEBER ROLF H., Grundriss des Aktienrechts, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2011

VON DER CRONE HANS CASPAR, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsenrecht, in: Zobl Dieter (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts – Tagungsveranstaltung vom 27. September 1995, Zürich 1996, 37 ff. (= SSBR Bd. 37) (zit. Offenlegung)

Ders., Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts, Teil 4: Stimmrechtsvertretung/Dispoaktien, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/archiv/aktienrechtsrevision/ber_teilrev-aktienrechtteil4-d.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Teilrevision)

Ders., Aktienrecht, Bern 2014

VON DER CRONE HANS CASPAR/BILEK EVA/HIRSCHLE MATTHIAS, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, 1 ff. (zit. SZW 2008)

VON DER CRONE HANS CASPAR/CASTELL BARBORA, Die einfache Gesellschaft und der Stimmenkauf: Überlegungen zur Stimmbindung in Aktionärbindungsverträgen, in: Amstutz Marc/Chabloz Isabelle/Heinzmann Michel/Hochreutener Inge (Hrsg.), Festschrift für Walter A. Stoffel – mit Betonung auf die einfache Gesellschaft, Bern 2014, 87 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR/ENDER TIFFANY, Dispoaktien und Nominee-Modell, in: Watter Rolf (Hrsg.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Zürich 2010, 135 ff. (= SSHW Bd. 300)

VON DER CRONE HANS CASPAR/GERSBACH ANDREAS/KESSLER FRANZ J./VON DER CRONE BRIGITTE/INGBER KARIN, Das Fusionsgesetz, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2017 (zit. VON DER CRONE ET AL., Fusionsgesetz)

VON DER CRONE HANS CASPAR/ISLER MARTINA, Dispoaktien, GesKR 2008, 76 ff. (zit. GesKR 2008)

VON PLANTA FLURIN, Der Interessenkonflikt des Verwaltungsrates der abhängigen Konzerngesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1988

VON PLANTA THOMAS, Der Schutz der Aktionäre bei der Kapitalerhöhung, Diss. Basel, Basel/Frankfurt am Main 1992 (= Basler Studien zur Rechtswissenschaft – Reihe A: Privatrecht Bd. 26)

VON SALIS ULYSSES, Beschränkung der Stimmkraft der Aktionäre durch Höchststimmklauseln, in: Schluep Walter R./Isler Peter R. (Hrsg.), Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht – Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 1993, 171 ff. (zit. Höchststimmklauseln)

Ders., Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSHW Bd. 174)

Ders., Fusionsgesetz, August 2004, verfügbar unter: <www.fusionsgesetz.ch> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Fusionsgesetz)

VON STEIGER FRITZ, Legitimationsübertragung, Abstimmungsvereinbarungen und Stimmenkauf im Aktienrecht, SAG 1941/42, 12 ff. (zit. SAG 1941/42)

WAGNER F. ALEXANDER/WENK BERNASCONI CHRISTOPH, Aktionäre und Stimmrechtsberater im Jahr 1 nach der Minder-Initiative, ST 2014, 1147 ff. (zit. ST 2014)

WÄLLI PIERRE, Das reine fiduziarische Rechtsgeschäft, Diss. Zürich, Zürich 1969

WATTER ROLF, Die Treuhand im Schweizer Recht, ZSR 1995, 179 ff. (zit. ZSR 1995)

WATTER ROLF/HINSEN ANDREAS, Empty Voting und verwandte Taktiken, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, 1 ff. (= EIZ Bd. 96)

WEBER ROLF H., Swap-Geschäfte, in: Forstmoser Peter/Tercier Pierre/Zäch Roger (Hrsg.), Innominatverträge – Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep, Zürich 1988, 301 ff. (zit. Swap-Geschäfte)

Ders., Börsenrechtliche Meldepflichten im Spannungsfeld von Gesellschafts- und Finanzmarktrecht, in: Kunz Peter V./Herren Dorothea/Cottier Thomas/Matteotti René (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis – Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 769 ff. (zit. Meldepflichten)

WEINGART CLAUDIO, Anerkennung von Trusts und trustrechtlichen Entscheidungen im internationalen Verhältnis, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2010 (= Zürcher Studien zum Privatrecht Bd. 224)

WENGER CHRISTIAN C., Das bedingte Kapital im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSHW Bd. 165)

WIDMER MICHAEL B., Das Vorwegzeichnungsrecht bei Options- und Wandelanleihen, Diss. Zürich, Zürich 1996 (= SSBR Bd. 35)

WIEGAND WOLFGANG, Treuhand und Vertrauen, in: Grossfeld Bernhard/Sack Rolf/Möllers Thomas M.J./Drexl Josef/Heinemann Andreas (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag, Tübingen 1998, 329 ff.

WIELAND ALFRED, Vinkulierte Namenaktien, SAG 1948/49, 77 ff. (zit. SAG 1948/49)

WOHLMANN HERBERT, Richtlinien für institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften, SJZ 2013, 461 ff. (zit. SJZ 2013)

WOHLMANN HERBERT/GERBER ALEXANDRA J.B., Der Dialog der Aktiengesellschaft mit den Stimmrechtsberatern, SZW 2014, 284 ff. (zit. SZW 2014)

WÜRSCH DANIEL, Der Aktionär als Konkurrent der Gesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1989 (= SSHW Bd. 124)

ZÄCH ROGER/KÜNZLER ADRIAN, Berner Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Stellvertretung (Art. 32–40 OR), Bern 2014 (zit. BK OR)

ZBINDEN ANDREA, Das Pfandrecht an Aktien, Diss. Bern, Bern 2010 (= ASR Heft 773)

ZIHLMANN PETER, Abstimmungsvereinbarungen im schweizerischen Aktienrecht, SAG 1972, 237 ff. (zit. SAG 1972)

ZIMMERMANN MARTIN, Das Aktiendarlehen, Habil. Osnabrück, Tübingen 2014

ZINDEL GAUDENZ G., Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Zürich 1984 (= SSHW Bd. 78)

Ders., Aktionäre ohne Stimmrecht und stimmrechtslose Aktionäre, in: Schluep Walter R./Isler Peter R. (Hrsg.), Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht – Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 1993, 199 ff. (zit. Aktionäre)

ZINDEL GAUDENZ G./WEBER DANIEL S./PHILIPPE ARNAUD F., Zeitpunkt der Wirksamkeit statutenändernder Generalversammlungs- und Verwaltungsratsbeschlüsse, REPRAX 2008, 36 ff. (zit. REPRAX 2008)

ZOBL DIETER, Rechtliche Probleme im Zusammenhang mit der Schaffung von Vorratsaktien, SZW 1991, 1 ff. (zit. SZW 1991)

Ders., Zur Frage der Einblicknahme in das Aktienbuch, SZW 1992, 49 ff. (zit. SZW 1992)

Ders., Zur Verpfändung vinkulierter Namenaktien nach neuem Aktienrecht, SZW 1994, 162 ff. (zit. SZW 1994)

Ders., Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, das Sachenrecht Bd. IV, 2. Abteilung, Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 2. Unterteilband: Art. 888–906 ZGB, Bern 1996 (zit. BK ZGB)

Ders., Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998 (zit. Börsenrecht)

ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004

ZOBL DIETER/THURNHERR CHRISTOPH, Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, das Sachenrecht Bd. IV, 2. Abteilung, Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 1. Unterteilband, Systematischer Teil und Art. 884–887 ZGB, Bern 2010 (zit. BK ZGB)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 18 OR, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2014 (zit. ZK OR)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 68–96 OR, Gauch Peter/Schmid Jörg (Hrsg.), 3. A., Zürich 2000 (zit. ZK OR)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 620–659b OR, Handschin Lukas (Hrsg.), 2. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. ZK OR)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 660–697 OR, Zürich 1957 (zit. ZK OR)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 698–726 und 731b OR, Handschin Lukas (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. ZK OR)

Zürcher Kommentar Obligationenrecht, Art. 707–726 OR, Forstmoser Peter (Hrsg.), 2. A., Zürich 1997 (zit. ZK OR 1997)

Zürcher Kommentar zum Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht (IPRG), Band II: Art. 108a–200, Müller-Chen Markus/Widmer Lüchinger (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. ZK IPRG)

Zürcher Kommentar zum Fusionsgesetz (FusG), Vischer Frank (Hrsg.), 2. A., Zürich/Basel/Genf 2012 (zit. ZK FusG)

Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Art. 884–918 ZGB, Oftinger Karl/Bär Rolf (Hrsg.), 3. A., Zürich 1981 (zit. ZK ZGB)

Materialienverzeichnis

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 1988, 453–529 (zit. Amtl. Bull. StR (1988))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Nationalrat 1990, 1351–1382 (zit. Amtl. Bull. NR (1990))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Nationalrat 1991, 847–854 (zit. Amtl. Bull. NR (1991))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 1991, 65–77 (zit. Amtl. Bull. StR (1991))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 1991, 469–472 (zit. Amtl. Bull. StR (1991))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 2006, 340–361 (zit. Amtl. Bull. StR (2006))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 2009, 616–625 (zit. Amtl. Bull. StR (2009))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Nationalrat 2014, 1180–1208 (zit. Amtl. Bull. NR (2014))

Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Ständerat 2014, 732–741 (zit. Amtl. Bull. StR (2014))

Bundesamt für Justiz, Schreiben vom 21. Dezember 1993 an die kantonalen Bewilligungsbehörden i.S. Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Grundbuchverwalter und Handelsregisterführer (zit. Schreiben vom 21. Dezember 1993)

Bundesrat, Botschaft des Bundesrates an die Bundesversammlung zu einem Gesetzesentwurf über die Revision der Titel XXIV bis XXXIII des schweizerischen Obligationenrechts vom 21. Februar 1928, BBl 1928 I, 205 ff. (zit. Botschaft Aktienrecht 1928)

Bundesrat, Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II, 745 ff. (zit. Botschaft Aktienrecht 1983)

Bundesrat, Botschaft zu einer Änderung des Bundesgesetzes über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 28. Mai 2003, BBl 2003, 4357 ff. (zit. Botschaft BewG 2003)

Bundesrat, Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005, BBl 2005, 6395 ff. (zit. Botschaft KAG)

Bundesrat, Botschaft zur Genehmigung und Umsetzung des Haager Übereinkommens über das auf Trusts anzuwendende Recht und über ihre Anerkennung vom 2. Dezember 2005, BBl 2005, 551 ff. (zit. Botschaft HTÜ)

Bundesrat, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff. (zit. Botschaft Aktienrecht 2007)

Bundesrat, Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2013, 605 ff. (zit. Botschaft GAFI)

Bundesrat, Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff. (zit. Botschaft FinfraG)

Bundesrat, Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014, 1 ff. (zit. VE-OR 2014)

Bundesrat, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 399 ff. (zit. Botschaft Aktienrecht 2016)

Bundesrat, Entwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 683 ff. (zit. Entwurf Aktienrecht 2016)

Bundesrat, Botschaft zur Umsetzung der Empfehlungen des Globalen Forums über Transparenz und Informationsaustausch für Steuerzwecke im Bericht zur Phase 2 der Länderüberprüfung der Schweiz vom 21. November 2018, BBl 2019, 279 ff. (zit. Botschaft zur Umsetzung der Empfehlungen des Globalen Forums 2018)

Deutscher Bundestag, Gesetzesentwurf der Bundesregierung: Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 14. März 2005 (zit. Drucksache 15/5092)

Eidgenössische Bankenkommission, Jahresbericht 2002, verfügbar unter: <https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/publik/bericht/pdf/jb02.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Jahresbericht 2002)

Eidgenössische Bankenkommission, Jahresbericht 2007, verfügbar unter: <https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/medien/medienkonferenz/JB07_EBK.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Jahresbericht 2007)

Eidgenössische Bankenkommission, Erläuterungsbericht für die Anhörung von Juni/Juli 2008 über die Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA; BEHV-FINMA) per 1. Januar 2009, Juni 2008, verfügbar unter: <https://www.finma.ch/FinmaArchiv/ebk/d/regulier/konsultationen/20080620_03_d.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Erläuterungsbericht BEHV-FINMA)

Eidgenössisches Finanzdepartement, Zusatzbericht zur Botschaft vom 24. Februar 1993 über das Folgeprogramm nach der Ablehnung des EWR-Abkommens / Revision des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen zuhanden der Kommission des Ständerates für Wirtschaft und Abgaben vom Juli 1993, BBl 1994, 85 ff. (zit. Zusatzbericht des Eidg. Finanzdepartements 1994)

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Erläuterungsbericht zur Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA vom 20. August 2015, verfügbar unter: <https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2693/FinfraV-FINMA_Erl.-Bericht_de.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Erläuterungsbericht FinfraV-FINMA)

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Bericht über die Anhörung vom 20. August bis 2. Oktober 2015 zum Entwurf der FinfraV-FINMA vom 9. Dezember 2015, verfügbar unter: <https://www.finma.ch/de/news/2015/12/20151209-mm-finfrav/> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Anhörungsbericht FinfraV-FINMA)

*Protokoll der Kommission des Ständerates zur Vorberatung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts, Beratungen 1986–1988 (zit. Prot. StRK 1986–1988)

*Protokoll der Kommission des Nationalrates zur Vorberatung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts, Beratungen 1989–1990 (zit. Prot. NRK 1989–1990)

*Protokoll der Kommission des Ständerates zur Vorberatung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts, Beratungen vom 17.01.1991 (zit. Prot. StRK 17.01.1991)

*Protokoll der Kommission des Ständerates zur Vorberatung des Entwurfs zur Revision des Aktienrechts, Beratungen vom 06.06.1991 (zit. Prot. StRK 06.06.1991)

Stellungnahmen des Vernehmlassungsverfahrens zum Vorentwurf des Aktien- und Rechnungslegungsrechts im Obligationenrecht vom 2. Dezember 2005:

Stellungnahme der BZ Bank vom 19. Mai 2006, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/archiv/aktienrechtsrevision/vernehmlassung/weitere.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Stellungnahme der BZ Bank vom 19. Mai 2006)

Stellungnahme der CVP vom 24. Mai 2006, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/archiv/aktienrechtsrevision/vernehmlassung/parteien.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Stellungnahme der CVP vom 24. Mai 2006)

Stellungnahmen des Vernehmlassungsverfahrens zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) – Vorentwurf vom 28. November 2014:

Stellungnahme von Prof. BERTSCHINGER (Universität St. Gallen) vom 14. März 2015, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/stgn-universitaeten.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Stellungnahme von Prof. BERTSCHINGER (Universität St. Gallen) vom 14. März 2015)

Stellungnahme von Homburger vom 15. März 2015, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/stgn-weitere-tn-2.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Stellungnahme von Homburger vom 15. März 2015)

Stellungnahme von Bär & Karrer vom 16. März 2015, verfügbar unter: <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/stgn-weitere-tn-3.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019) (zit. Stellungnahme von Bär & Karrer vom 16. März 2015)

Die mit einem Stern (*) markierten Dokumente sind nicht öffentlich, können aber für wissenschaftliche Untersuchungen und für die Rechtsprechung unter bestimmten Voraussetzungen eingesehen werden.

Einleitung

Gemäss Art. 685a Abs. 1 OR können die Statuten bestimmen, dass Namenaktien nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden dürfen. Diese Beschränkung der Übertragbarkeit wird als *Vinkulierung* bezeichnet.[1] Gestützt auf eine solche statutarische Vinkulierung kann eine Gesellschaft die aus der Kapitalbezogenheit der Mitgliedschaft fliessende freie Übertragbarkeit der Namenaktien einschränken. Da die Vinkulierung in einem Spannungsverhältnis zum Prinzip der freien Übertragbarkeit von Aktien steht, ist sie seit Langem Gegenstand von Kritik. Die Lehre beschäftigte sich bisher vorwiegend mit der Prozent- (Art. 685d Abs. 1 OR) und der Ausländervinkulierung (Art. 4 SchlB), während die Treuhändervinkulierung (Art. 685d Abs. 2 OR) ein Mauerblümchendasein fristete. Erst in jüngerer Zeit geriet die Treuhändervinkulierung – unter anderem im Zusammenhang mit *empty voting*-Sachverhalten – etwas stärker in den Fokus der Lehre. Gerade mit Blick auf ihre potentielle Bedeutung erstaunt es, dass die Treuhändervinkulierung lange Zeit im Schatten der anderen Vinkulierungsgründe stand. Die vorliegende Arbeit versucht, das Versäumte nachzuholen und die Treuhändervinkulierung einer umfassenden Untersuchung zu unterziehen. Diese Untersuchung beschränkt sich allerdings auf die Treuhändervinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien, ohne die übrigen Vinkulierungsgründe vertieft zu betrachten.

Die vorliegende Dissertation ist in drei Teile gegliedert. *Der erste Teil* befasst sich mit den Grundlagen der Treuhändervinkulierung. Unter anderem werden der Regelungszweck der Treuhändervinkulierung erläutert, die Bedeutung der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» durch Auslegung unter Anwendung der klassischen Auslegungselemente ermittelt, die Rechtsfolgen bei der Anwendung der Treuhändervinkulierung dargestellt und die Gewährung von Ausnahmen untersucht. *Im zweiten Teil* wird eine Übersicht über die geplante Revision der Treuhändervinkulierung gegeben. *Im dritten Teil* wird die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 (E-)OR auf ausgewählte Sachverhalte untersucht. Darauf folgt ein *Schlussteil,* der die wichtigsten Erkenntnisse dieser Dissertation zusammenfassend festhält.

---

[1] Der Begriff der Vinkulierung stammt aus dem Lateinischen von *vinculum:* Band, Fessel.

1. Teil:
Grundlagen

Grundtatbestand des Art. 685d Abs. 2 OR

I. Regelungszweck

Gemäss Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft die Eintragung in das Aktienbuch verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Nachfolgend wird untersucht, was der Regelungszweck dieser – auch als *Treuhändervinkulierung* bekannten – Bestimmung ist.

1. Durchsetzung der anderen Vinkulierungsbestimmungen

Die Betrachtung der Gesetzgebungsmaterialien zeigt deutlich, dass der Gesetzgeber mit der Treuhändervinkulierung die Absicherung der beiden anderen Vinkulierungsbestimmungen – d.h. der Prozent- und der Ausländervinkulierung – bezweckte.[2] Gemäss Art. 685d Abs. 1 OR, der die sog. *Prozentvinkulierung* regelt, kann die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, wenn die Statuten eine prozentmässige Begrenzung der Namenaktien vorsehen, für die ein Erwerber als Aktionär anerkannt werden muss, und diese Begrenzung überschritten wird. Nach Art. 4 SchlB, der die sog. *Ausländervinkulierung* regelt, kann die Gesellschaft Erwerber als Aktionäre *mit Stimmrecht* ablehnen, soweit und solange deren Anerkennung die Gesellschaft daran hindern könnte, durch Bundesgesetze geforderte Nachweise über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen.

Mittels der Treuhändervinkulierung soll die Umgehung der (beiden) anderen Vinkulierungsbestimmungen durch vorgeschobene Personen wie Treuhänder und

---

[2] Insbesondere die Absicherung der Vinkulierungsbestimmungen vor der Umgehung durch Vorschieben von Strohmännern wurde thematisiert. So beispielsweise Votum von Bundesrätin ELISABETH KOPP, Amtl. Bull. StR (1988), 490 f.: «Wie bei Publikumsgesellschaften kann auch bei Privatgesellschaften die Verweigerung der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, ein Ablehnungsgrund sein. Denn auch die privaten Gesellschaften können mit dem Problem der Strohmänner konfrontiert werden.»

Strohmänner unterbunden werden.[3] Zu Beginn des Gesetzgebungsprozesses wurde die Auffassung vertreten, dass die Umgehungsproblematik über die absichtliche Täuschung gemäss Art. 28 OR gelöst werden könne, ohne dass eine neue Bestimmung eingeführt werden müsste.[4] Diese Ansicht wurde aber im Verlauf des Gesetzgebungsprozesses fallen gelassen. Art. 685d Abs. 2 OR bietet der Gesellschaft einen weitreichenderen Schutz als Art. 28 OR. Die Treuhändervinkulierung führt dazu, dass der Erwerber auf Verlangen der Gesellschaft *aktiv eine schriftliche Erklärung* abgeben muss. Durch die Möglichkeit, vom Erwerber eine Offenlegungserklärung verlangen zu können, erhält die Gesellschaft folglich ein Mittel zur Durchsetzung der anderen Vinkulierungsbestimmungen.[5] Ohne die Treuhändervinkulierung könnte die Gesellschaft – mangels sicherer Kenntnis des Aktionärs – weder die Prozentvinkulierung durchsetzen noch den durch die Ausländervinkulierung geforderten Nachweis über die Zusammensetzung des Aktionariats erbringen. Die Vinkulierungsbestimmungen blieben folglich ohne Wirkung.[6] Bezogen auf diesen Regelungszweck kommt der Treuhändervinkulierung keine eigenständige Bedeutung zu. Aus diesem Grund betrachtet die ältere Lehre die Treuhändervinkulierung nicht als materiellen Ablehnungsgrund.[7]

---

3 BÄR, BN 1992, 412; BIERI, Rz. 279; BÖCKLI, § 6 Rz. 116; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685b N 15 (für nicht kotierte Namenaktien) und 685d N 8; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 171 und 208; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 621; KLÄY, 268; MAIZAR, 329; VON SALIS, 212; siehe auch Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1357, mit dem Hinweis auf die wesentlichen Fortschritte bei der Verhinderung von Missbräuchen durch die Verbesserung der Vinkulierung; vgl. auch Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 4.5.5.

4 Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 491: «Wir haben in der Kommission über dieses Problem gesprochen und die Auffassung vertreten, das Anliegen [*sc*. die Einführung der Treuhändervinkulierung] sei zwar gerechtfertigt, aber bereits durch Artikel 28 OR berücksichtigt. In dieser Form lag allerdings der Vorschlag der Kommission nicht vor, [...].»

5 BÄR, BN 1992, 412; BIERI, Rz. 279; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 287 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 171 und 208; KLÄY, 268; MAIZAR, 329.

6 KLÄY, 268.

7 KLÄY, 268; siehe auch PLETSCHER, SZW 1992, 211. Vgl. auch BIERI, Rz. 279.

2. Transparenzfunktion – Absicherung des Instituts der Namenaktie

Neben diesem Zweck der Durchsetzung der anderen Vinkulierungsbestimmungen hat die Treuhändervinkulierung aber auch eine Transparenzfunktion.[8] Art. 685d Abs. 2 OR soll die Gesellschaft bei der Durchsetzung der Transparenzfunktion der Namenaktie unterstützen.[9] Gibt eine Gesellschaft nicht Inhaber-, sondern Namenaktien aus, entscheidet sie sich für eine transparente und personenbezogene Ausgestaltung des Mitgliedschaftsverhältnisses.[10] Dabei handelt es sich allerdings nicht um eine einseitige Entscheidung der Gesellschaft, denn auch der Aktionär, der Namenaktien erwirbt, entscheidet sich für ein transparentes und personenbezogenes Mitgliedschaftsverhältnis.

Gemäss Art. 689a Abs. 1 OR kann die Mitgliedschaftsrechte aus Namenaktien nur ausüben, wer im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen ist. Die Eintragung im Aktienbuch setzt voraus, dass sich der Aktionär gegenüber der Gesellschaft mit Namen und Adresse zu erkennen gibt.[11] Die Ausgabe von Namenaktien ermöglicht es dadurch der Gesellschaft, ihre Aktionäre zu kennen.[12] Diese Kenntnis der

---

8 Bereits während der parlamentarischen Debatte gab es Stimmen, die auf die Transparenzfunktion der Vinkulierung hinwiesen. Siehe beispielsweise Votum von Ständerat NIKLAUS KÜCHLER, Amtl. Bull. StR (1991), 67 f.: «Das Vinkulierungsrecht muss völlig unterschiedliche Interessen zum Ausgleich bringen, nämlich erstens jene des Anlegers und Aktionärs, zweitens jene der Handelstreibenden und drittens jene der Gesellschaften als eigenständige Wirtschaftssubjekte. Schliesslich steht auch das Problem der Transparenz im Vordergrund, Transparenz nämlich mit dem Ziel, einen Handel mit offenem Visier und mit durchschaubaren Abläufen sicherzustellen. Transparenz aber auch insoweit, als die bisherigen und künftigen Aktionäre eine Ahnung davon erhalten, mit wem zusammen sie die Gesellschaft beherrschen, und schliesslich Transparenz in dem Sinne, dass die Organe der Gesellschaft ihren eigenen Aktionärskreis, nämlich das Aktionariat, überblicken können.»

9 BIERI, Rz. 284; GERMANN, Rz. 1482; KLÄY, 268; RIEGLER, REPRAX 2015, 22; vgl. auch BÜHLER, Regulierung, § 8 Rz 678; BURKHALTER, 132; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 7; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 622.

10 Siehe HIRSCH, Anonymat, 326; KLÄY, 409 f.; LEUENBERGER, 75 und 81; vgl. auch EIGENMANN, SAG 1962, 1 ff.

11 Art. 686 Abs. 1 OR.

12 BIERI, Rz. 283; BRÜGGER, 100 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 32; LEUENBERGER, 75; PESTALOZZI-HENGGELER, 42; vgl. dazu auch Votum von Bundesrätin EVELINE WIDMER-SCHLUMPF, Amtl. Bull. StR (2009), 617, im Zusammenhang mit der vorgeschlagenen Abschaffung der Inhaberaktie in der laufenden Aktien-

Identität der Aktionäre ist zwingende Voraussetzung der Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen.[13]

Sind die Namenaktien nicht vinkuliert, fehlt der Gesellschaft die Möglichkeit, die Identität ihrer (wahren) Aktionäre von sich aus in Erfahrung zu bringen.[14] Bei vinkulierten Namenaktien hingegen kann die Gesellschaft die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* an die Unterzeichnung der Offenlegungserklärung knüpfen.[15] Da nur jene Aktionäre das Stimmrecht ausüben und damit Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft nehmen können, die als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt wurden, wozu sie wiederum die Offenlegungserklärung unterzeichnen müssen, dient die Treuhändervinkulierung der Gesellschaft als Instrument zur *Durchsetzung der Transparenz über die Beherrschungsverhältnisse*.[16] Sie schafft transparente und personenbezogene Mitgliedschaftsverhältnisse. In diesem Sinne sichert Art. 685d Abs. 2 OR das Institut der Namenaktie ab.[17] Aufgrund dieses Transparenzzwecks kommt der Treuhändervinkulierung nach herrschender Lehre ein selbständiger Charakter zu.[18] Entsprechend kann eine Gesellschaft die

---

rechtsrevision: «Die grosse Mehrheit der Gesellschaften zieht bereits heute die Ausgabe von Namenaktien vor; die Mehrheit der Gesellschaften hat heute Namenaktien, weil sie eben ihre Aktionärinnen und Aktionäre kennen möchten.»

13 Siehe DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 44.

14 Siehe BRÜGGER, 106, der sich *de lege ferenda* einen gesetzlich verankerten Informationsanspruch der Gesellschaft vorstellen kann.

15 Durchsetzen kann die Gesellschaft dies allerdings nur, wenn sich der Aktionär als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eintragen lassen will. Verzichtet ein Aktionär auf die Eintragung als Aktionär mit Stimmrecht und damit auf die Ausübung des Stimmrechts, hat die Gesellschaft keine Möglichkeit, die Identität des Aktionärs zu erfahren, es stehen ihr mithin keine weiteren Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 117; BRÜGGER, 100; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 242.

16 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 287; KLÄY, 268: «Es ist möglich, die statutarische Vinkulierung unter Verzicht auf weitergehende Ablehnungsgründe auf eine Treuhänderklausel zu beschränken. Anders als bei einer materiellen Vinkulierung wird dadurch der Kreis möglicher Vollaktionäre nicht begrenzt, sondern lediglich die Transparenz der Beherrschungsverhältnisse gewährleistet.» MAIZAR, 329; VON DER CRONE, § 3 Rz. 122.

17 BIERI, Rz. 284; GERMANN, Rz. 1482; KLÄY, 268; vgl. BRÜGGER, 100 f.; BURKHALTER, 132; sodann auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 7.

18 BIERI, Rz. 285; BÖCKLI, § 6 Rz. 120: «Der zweite Absatz dient zwar in erster Linie dazu, die Limite in der praktischen Handhabung vor Umgehungsmanövern zu schützen. Es ist aber nicht ersichtlich, welche Rechtsgüter verletzt sein könnten, wenn die

Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* auch einzig an die Abgabe der Offenlegungserklärung knüpfen, ohne dass ein weiterer Ablehnungsgrund vorgesehen ist.

3. Durchsetzung des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko?

3.1 Grundsatz des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko

Nach dem Grundsatz des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko[19] soll der Nutzen aus einer Gesellschaft und die Entscheidungsfähigkeit über diese Gesellschaft jener Person zustehen, die das wirtschaftliche Risiko des unternehmerischen Misserfolgs – grundsätzlich unbeschränkt – trägt.[20] Das Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko wird als *Fundamentalprinzip des Gesellschaftsrechts* angesehen und findet sich auch im Aktienrecht.[21] Die Mitgliedschaft der Aktien-

Gesellschaft auf die eigentliche Vinkulierung verzichtet und grundsätzlich frei übertragbare Namenaktien schafft, bei denen eine Relegation in die Rubrik *‹ohne Stimmrecht›* nur gerade dann vorgenommen wird, wenn der Erwerber die negative Treuhändererklärung nicht abgeben will.» DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 286 ff.; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 9; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 622; KLÄY, 268; MAIZAR, 329; dieser Ansicht folgt wohl auch das Bundesgericht, welches im Entscheid des BGer vom 5. März 2003, 4C_242/2001, E. 2.2, die Treuhändervinkulierung als Ablehnungsgrund erwähnt: «Mit der Sammelbezeichnung ‹Beschränkung der Übertragbarkeit von Namensaktien› sind all jene Elemente gemeint, für welche in den Art. 685a–d OR eine Grundlage in den Statuten verlangt wird. Dazu gehören sowohl der Grundsatz der Zustimmungsbedürftigkeit (Art. 685a Abs. 1 OR) wie auch die wichtigen Gründe bei nicht börsenkotierten Aktien (Art. 685b Abs. 1 und 2 OR) bzw. die prozentmässige Begrenzung des Aktienbesitzes bei börsenkotierten Aktien (Art. 685d Abs. 1 OR). Auch die Ablehnung eines Erwerbers, der nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat (Art. 685b Abs. 3 OR bzw. Art. 685d Abs. 2 OR), gilt bei Vorliegen einer statutarischen Beschränkung der Übertragbarkeit von Gesetzes wegen, ohne dass eine ausdrückliche Verankerung in den Statuten erforderlich wäre.»

19 In der Literatur finden sich unterschiedliche Bezeichnungen für diesen Grundsatz: ALBERS-SCHÖNBERG, 19, spricht vom *Gleichgewicht von Herrschaft und Haftung;* BÄR, ZSR 1966, 342, von der *Einheit von Interesse, Risiko, Verantwortung, Einfluss und Kontrolle;* BINDER, 119, vom *Gleichlauf von Risiko und Kompetenz;* IMMENGA, 117, vom *Prinzip der Einheit von Herrschaft und Haftung*.

20 Statt vieler SCHLEIFFER, 22.

21 BÄR, Aktienrechtsreform, 147; siehe auch WEBER, Meldepflichten, 784; vgl. auch EASTERBROOK/FISCHEL, 410.

gesellschaft ist kapitalbezogen ausgestaltet. Gemäss Art. 692 Abs. 1 OR üben die Aktionäre ihr Stimmrecht nach Verhältnis des gesamten Nennwerts der ihnen gehörenden Aktien aus. Anders gesagt soll der Aktionär im Umfang seiner Kapitalbeteiligung ein Mitbestimmungsrecht über die Angelegenheiten der Gesellschaft haben.[22] Im Grundsatz gilt somit: Je grösser die Kapitalbeteiligung und dadurch das vom Aktionär eingegangene Risiko, desto höher ist seine Stimmkraft.[23]

Durch diese kapitalbezogene Ausgestaltung findet eine Annäherung der Aktionärsinteressen an das Gesellschaftsinteresse statt:[24] Mit steigender Kapitalbeteiligung gleicht sich das Interesse des Aktionärs dem Gesellschaftsinteresse an.[25] Das Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko führt dazu, dass eine Beschlussfassung gewährleistet wird, die dem *wirklichen* Willen der Aktionäre entspricht.[26] Zudem hat der Aktionär als Träger des wirtschaftlichen Risikos ein Interesse, sich an der Willensbildung innerhalb der Gesellschaft zu beteiligen.

Trotz dieser kapitalbezogenen Ausgestaltung des aktienrechtlichen Stimmrechts ist nicht gewährleistet, dass ein Aktionär in jedem Fall zugleich Träger des wirtschaftlichen Risikos *und* Entscheidungsbefugter über das Stimmrecht ist. Das Stimmrecht kann beispielsweise mithilfe einer Stimmbindungsvereinbarung oder durch eine *securities lending*-Transaktion vom wirtschaftlichen Risiko an den Aktien abgekoppelt werden.

Gestützt auf eine teleologische Auslegung wird nun in der Literatur vorgebracht, dass Art. 685d Abs. 2 OR – neben der Durchsetzung der anderen Vinkulierungstatbestände sowie der Absicherung des Instituts der Namenaktie – auch der Durchsetzung des Grundsatzes des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko

---

22 BIERI, Rz. 280; BINDER, 119; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 21; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 Rz. 30; SCHLEIFFER, 10.

23 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 Rz. 30.

24 BIERI, Rz. 280; CUNNINGHAM, 304 und 307; THOMPSON/EDELMAN, 131.

25 Siehe auch Botschaft Aktienrecht 1928, 247: «Der Gesetzgeber darf grundsätzlich davon ausgehen, dass in normalen Verhältnissen das Interesse des in beträchtlichem Umfange beteiligten Aktionärs sich mit dem Interesse der Gesellschaft deckt; jedenfalls kann nicht zum voraus präsumiert werden, dass kleine, wirtschaftlich kaum in Betracht fallende Minderheiten die Bedürfnisse und Interessen des Unternehmens richtiger zu beurteilen und zu wahren imstande seien, als die meistbeteiligten Aktionäre.»

26 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 294; siehe SIBBERN, 233 f.; WATTER/HINSEN, 28.

diene.[27] Art. 685d Abs. 2 OR habe den Zweck, das Auseinanderfallen von Stimmrecht und Tragung des wirtschaftlichen Risikos zu verhindern und dadurch den Gleichlauf von Herrschaft und Risiko sicherzustellen.[28] Die Treuhändervinkulierung diene entsprechend als Hilfsmittel zur Gewährleistung einer Beschlussfassung, die dem wirklichen Willen der Aktionäre entspreche.[29] Das Stimmrecht soll nur denjenigen Aktionären zustehen, die Träger des Unternehmensrisikos sind.[30] Die Treuhändervinkulierung wird somit als Instrument zur Verhinderung des sog. *empty voting*[31] gesehen.

3.2 Unmittelbarer Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR?

Auch wenn das Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko ein sinnvolles – im Aktienrecht grundsätzlich verwirklichtes – Konzept darstellt, ist dessen Durchsetzung nach hier vertretener Ansicht nicht Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR. Art. 685d Abs. 2 OR wurde eingeführt, um die Umgehung der anderen Vinkulierungsbestimmungen durch vorgeschobene Personen – wie Treuhänder und Strohmänner – zu verhindern. Problematisch an der Figur des Treuhänders war für den Gesetzgeber nicht, dass der Treuhänder kein wirtschaftliches Risiko trägt, sondern dass die Gesellschaft die sich hinter dem fiduziarischen Rechtsverhältnis verbergende Person nicht kennt und folglich ihre Vinkulierungsbestimmungen nicht durchsetzen kann. Auch in den Gesetzesmaterialien finden sich keine Hinweise darauf, dass der Gesetzgeber die Treuhändervinkulierung als Instrument zur Durchsetzung des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko verstanden hat.[32]

---

27 So beispielsweise BIERI, Rz. 280 f.; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 288 ff; GERICKE, 97: «Mit dieser Norm soll sichergestellt werden, dass das Stimmrecht nur solchen Aktionären zugestanden werden muss, welche auch wirtschaftlich berechtigt sind.»

28 BIERI, Rz. 281; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 294.

29 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 294: «Die vorgeschlagene Regelung soll bewirken, dass über die Ausübung des Stimmrechts diejenigen entscheiden – und von der Gesellschaft auch angegangen werden können –, denen unter ökonomischen Gesichtspunkten die Aktien zuzuordnen sind [...].»

30 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 294; siehe BIERI, Rz. 281.

31 Als *empty voting* wird das Abstimmen mit Aktien bezeichnet, an denen der Abstimmende nicht das (volle) wirtschaftliche Risiko trägt. *Empty voting* liegt beispielsweise vor, wenn der Aktionär das wirtschaftliche Risiko an den Aktien mittels eines Terminverkaufs weitertransferiert hat. Siehe WATTER/HINSEN, 13.

32 In der parlamentarischen Debatte gab es zwar Stimmen, die auf die Problematik des Auseinanderfallens von Herrschaft und Risiko hingewiesen haben, eine Verknüpfung

3.3 Mittelbar im Rahmen der Durchsetzung der anderen beiden Ablehnungsgründe?

Obwohl es nicht unmittelbarer Zweck der Treuhändervinkulierung ist, das Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko durchzusetzen, könnte sich dieser Zweck *mittelbar* aus den anderen beiden Ablehnungsgründen ergeben, deren Durchsetzung die Treuhändervinkulierung bezweckt.

Es ist daher zu prüfen, ob das Prinzip von Herrschaft und Risiko Zweck der anderen Vinkulierungsbestimmungen darstellt.

a. Regelungszweck der Prozentvinkulierung (Art. 685d Abs. 1 OR)

Zweck der Prozentvinkulierung ist die Sicherung des Publikumscharakters einer Gesellschaft.[33] Sie soll verhindern, dass gewisse Aktionäre einen zu grossen Einfluss auf die Gesellschaft ausüben können.[34] Dadurch soll die Selbständigkeit der Gesellschaft gewahrt werden.[35] Ferner soll durch die breite Streuung des

zur Treuhändervinkulierung wurde jedoch nie erstellt. Siehe Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 473, hinsichtlich des erlaubten Umfangs des Partizipationskapitals: «Um ein Missverhältnis zwischen Risikokapital mit Stimmrecht und Risikokapital ohne Stimmrecht zu vermeiden [...]. Wir sind dem Bundesrat gefolgt. Dies aus der Überzeugung, dass Risikokapital ohne Stimmrecht eine Anomalie darstellt, die nicht zur allgemeinen Regel werden darf. Je geringer der Anteil des Aktienkapitals am gesamten Grundkapital, desto weniger kann das Prinzip der Schicksalsgemeinschaft seine Schutzfunktion ausüben. Die Aktionäre werden immer weniger motiviert sein, ihre Entscheide auch im Interesse der Partizipanten zu treffen [...].» Auch PASCAL COUCHEPIN, Amtl. Bull. NR (1990), 1364, äusserte Kritik am System der Spaltung der Aktienrechte: «Revenons au problème posé par le refus d'inscrire un actionnaire dans les registres d'une société. Aujourd'hui, on connaît la division des droits, en ce sens qu'un actionnaire qui s'est vu refuser l'inscription de ses actions dans les registres de la société bénéficie des droits patrimoniaux, c'est-à-dire peut toucher un dividende, mais ne bénéficie pas des droits sociaux, c'est-à-dire ne peut pas voter aux assemblées générales. Cette solution est considérée d'une manière générale comme peu satisfaisante, car elle donne le pouvoir, dans la société, à des gens qui n'ont plus de risques financiers puisqu'ils ne sont plus économiquement actionnaires.» Vgl. auch Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1371.

33 BIERI, Rz. 269; HUGUENIN JACOBS, 111; KLÄY, 225; siehe auch BÖCKLI, § 6 Rz. 59; PLETSCHER, SZW 1992, 211.

34 BIERI, Rz. 270; KLÄY, 225; PLETSCHER, SZW 1992, 211; Votum von HANSPETER THÜR, Amtl. Bull. NR (1990), 1372; siehe auch GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 621.

35 BIERI, Rz. 271; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 621; Kläy, 225.

Aktionariats die Willensbildung innerhalb der Gesellschaft ausgewogener sein, da es je nach Verhandlungsgegenstand zu wechselnden Mehrheiten kommt.[36] Es zeigt sich, dass es *nicht* Zweck der Prozentvinkulierung ist, das Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko durchzusetzen. Art. 685d Abs. 1 OR stellt vielmehr einen starken Eingriff in dieses Prinzip dar: Trotz einer grossen Kapitalbeteiligung kann ein Aktionär die Aktienstimmen nur bis zu einer statutarisch vorgesehenen Limite ausüben. Mit ihrer Durchsetzungsfunktion hinsichtlich der Prozentvinkulierung trägt die Treuhändervinkulierung damit (indirekt) dazu bei, dass dem Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko entgegengewirkt wird.

b. Regelungszweck der Ausländervinkulierung (Art. 4 SchlB)

Zweck der *Ausländervinkulierung* ist es, die schweizerische Beherrschung sicherzustellen. Die ausländische Herkunft des Aktionärs ist für sich alleine jedoch kein Ablehnungsgrund bei börsenkotierten Namenaktien. Nur wenn die Gesellschaft aufgrund ihres Gesellschaftszwecks von einem Bundesgesetz[37] erfasst wird, welches eine schweizerische Beherrschung verlangt, kann die Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf Art. 4 SchlB als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen. In diesem Fall kann einem ausländischen Erwerber trotz Kapitalbeteiligung das Stimmrecht verweigert werden. Daher steht die Treuhändervinkulierung auch insoweit, als sie der Durchsetzung der Ausländervinkulierung dient, im Widerspruch zum Prinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko.

3.4 Ergebnis

Die Durchsetzung des Prinzips des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko ist weder unmittelbar noch mittelbar Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR. Der Blick auf die Regelungszwecke der anderen Ablehnungsgründe zeigt nämlich ein anderes Bild: Die Treuhändervinkulierung sowie die Vinkulierungsordnung als Ganzes führen zu einem Eingriff in den Grundsatz von Herrschaft und Risiko.

---

36 Siehe BIERI, Rz. 270; KLÄY, 16.

37 Zu den Bundesgesetzen, die Bestimmungen zum Nachweis über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre enthalten, gehören beispielsweise das Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG) vom 16. Dezember 1983, SR 211.412.41, das Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934, SR 952.0, sowie das Bundesgesetz über die Luftfahrt (Luftfahrtgesetz, LFG) vom 21. Dezember 1948, SR 748.0.

3.5 Fazit

Es zeigt sich, dass der Zweck von Art. 685d Abs. 2 OR einerseits die Durchsetzung der anderen Vinkulierungsgründe ist. Die Treuhändervinkulierung gewährleistet Schutz vor Umgehung. Ohne Art. 685d Abs. 2 OR blieben die anderen Ablehnungsgründe ohne Wirkung. Bezogen auf diesen Zweck hat Art. 685d Abs. 2 OR allerdings keinen selbständigen Charakter. Andererseits erfüllt die Treuhändervinkulierung aber noch einen weiteren Zweck, nämlich die Absicherung der Transparenzfunktion der Namenaktie. Mit der in Art. 685d Abs. 2 OR vorgesehenen Möglichkeit, vom Erwerber eine Offenlegungserklärung zu verlangen, wird der Gesellschaft ein Instrument gegeben, mit welchem sie die Identität der sie beherrschenden Aktionäre feststellen kann. Bezogen auf diesen Zweck kommt der Treuhändervinkulierung ein selbständiger Charakter zu. Eine Gesellschaft kann folglich auf andere Vinkulierungsgründe verzichten und in ihren Statuten lediglich die Treuhändervinkulierung vorsehen. Entgegen anderer Ansichten ist es nicht Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR, den Gleichlauf von Herrschaft und Risiko durchzusetzen.

II. Anwendungsbereich

1. Anknüpfungspunkte der Treuhändervinkulierung

Der Anwendungsbereich von Art. 685d Abs. 2 OR beschränkt sich auf die *Übertragung* von *statutarisch vinkulierten börsenkotierten Namenaktien im Rahmen des Anerkennungsgesuchs*. Die einzelnen Teilelemente des Anwendungsbereichs werden nachfolgend vertieft betrachtet.

1.1 Namenaktien

Erster Anknüpfungspunkt der Vinkulierungsordnung sind Namenaktien. Gemäss Art. 622 Abs. 1 OR kann die Gesellschaft[38] Namenaktien und/oder Inhaberaktien ausgeben. Namenaktien sind ohne Beschränkung übertragbar, sofern das Gesetz oder die Statuten es nicht anders bestimmen.[39] Das Gesetz sieht bei Namenaktien –

[38] In der vorliegenden Arbeit wird der Lesbarkeit halber anstatt *Aktiengesellschaft* jeweils der Begriff der *Gesellschaft* verwendet. Gemeint ist damit aber immer die Aktiengesellschaft.

[39] Art. 684 Abs. 1 OR.

im Gegensatz zu Inhaberaktien – sowohl eine gesetzliche Beschränkung der Übertragbarkeit (Art. 685 OR[40]) als auch die Möglichkeit zur statutarischen Beschränkung der Übertragbarkeit (Art. 685a ff. OR und Art. 4 SchlB) vor.[41] Gemäss Art. 685a Abs. 1 OR können die Statuten bestimmen, dass *Namenaktien* nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden dürfen. Bei Inhaberaktien ist keine solche Beschränkungsmöglichkeit vorgesehen. Die Gesellschaft hat also lediglich bei Namenaktien die Möglichkeit, die Übertragung der Aktien (bzw. die Eintragung im Aktienbuch) statutarisch einzuschränken.[42] Wurden neben Namenaktien auch Inhaberaktien ausgegeben, erfasst eine allfällige Vinkulierung bloss die Namenaktien.[43]

a. Natur der Namenaktie

Namenaktien lauten auf den Namen des Aktionärs. Sie stehen damit wesensgemäss der Anonymität des Aktionärs entgegen.[44] Soll die Anonymität der Aktionäre bewahrt werden, kann die Gesellschaft Inhaberaktien ausgeben.[45] Für Gesellschaften haben Namenaktien den Vorteil, dass sie ihre Aktionäre kennen.[46] Wurden Namenaktien ausgegeben, haben die Gesellschaften daher die Möglichkeit, *direkt,* d.h. ohne auf die Mithilfe von Banken oder Medien angewiesen zu sein, mit ihren Investoren in Kontakt zu treten.[47] Diese Transparenz lässt sich

---

40 Hierbei handelt es sich um die sog. *Bonitätsvinkulierung* (vgl. auch Art. 687 OR). Diese gesetzliche Beschränkung der Übertragung dient der Sicherstellung der Liberierung und gilt unabhängig davon, ob sie in die Statuten aufgenommen wurde. Die Gesellschaft kann die Zustimmung zur Übertragung nur verweigern, wenn die Erfüllung der Liberierungspflicht gefährdet ist (Art. 685 Abs. 2 OR). Siehe BÖCKLI, § 4 Rz. 431 und § 6 Rz. 35 und 321a; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 117 ff.

41 Vgl. MONTAVON, 189 f.

42 Siehe BAUDENBACHER, BSK OR 622 N 12; JUNG, ZK OR 622 N 38; SPOERLÉ, Rz. 29.

43 Bei Publikumsgesellschaften ist eine Entwicklung hin zur Ausgabe von Namenaktien festzustellen. Die Bedeutung von Inhaberaktien nimmt international – unter anderem aufgrund von Bestrebungen zur Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung – stetig ab. Siehe BÖCKLI, § 4 Rz. 97a f.; VON DER CRONE, § 3 Rz. 33 ff.

44 Siehe BRÜGGER, 100.

45 Zusätzlich besteht die Möglichkeit, Namenaktien in Inhaberaktien umzuwandeln. Vgl. Art. 622 Abs. 3 OR. Siehe auch: BRÜGGER, 100.

46 BRÜGGER, 100 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 32; LEUENBERGER, 75; PESTALOZZI-HENGGELER, 42.

47 In gewissen Branchen bietet der direkte Kontakt zu den Aktionären der Gesellschaft auch die Möglichkeit, potentielle Kunden zu gewinnen (z.B. bei Banken und

allerdings nur gegenüber jenen Aktionären durchsetzen, die sich als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eintragen lassen wollen.[48] Zu diesem Zweck müssen sie nämlich der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* einreichen und sich dabei namentlich zu erkennen geben. Zudem kann die Gesellschaft in diesem Fall die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR an die Abgabe der *Offenlegungserklärung* knüpfen, d.h. an die Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben.[49] Gibt sich der Aktionär mit seiner Position als Aktionär *ohne Stimmrecht* zufrieden, hat die Gesellschaft grundsätzlich keine Möglichkeit, die Identität des Aktionärs zu erfahren.[50] Mit Namenaktien, speziell in Verbindung mit statutarischen Vinkulierungsbestimmungen, wird das persönliche Element der Mitgliedschaft im aktienrechtlich möglichen Rahmen am stärksten betont.[51] Die Entscheidung, Namenaktien auszugeben, wie auch jene, solche zu erwerben, ist deshalb eine Entscheidung für eine personenbezogene Ausgestaltung des Mitgliedschaftsverhältnisses.[52]

b. Aktienbuch

Beim Aktienbuch handelt es sich um ein gesetzlich vorgeschriebenes Register für Namenaktien, in welches deren Eigentümer und Nutzniesser mit Name und Adresse eingetragen werden müssen.[53] Bei kotierten Namenaktien hat das Aktienbuch zusätzlich zwischen Aktionären *mit Stimmrecht* und Aktionären *ohne Stimm-*

Versicherungen). Vgl. auch HABERER/ZEHETNER, in: Jabornegg/Strasser, § 61 Rz. 8; LEUENBERGER, 75; LYK, SZW 1995, 288.

48 Siehe BRÜGGER, 100.

49 Vgl. Art. 685b Abs. 3 OR bei nicht kotierten Namenaktien.

50 Siehe BRÜGGER, 100.

51 Siehe LEUENBERGER, 77; NEUMAYER, 350 f.

52 HIRSCH, Anonymat, 326; KLÄY, 409 f.; LEUENBERGER, 75 und 81; vgl. auch EIGENMANN, SAG 1962, 1 ff.

53 Art. 686 Abs. 1 OR; siehe BENZ, 4; BÖCKLI, § 6 Rz. 320; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 45; HORBER, Rz. 615; KLÄY, 361. Ist bei einer (nicht kotierten) Gesellschaft die Schweizer Staatsangehörigkeit als wichtiger Grund im Sinne von Art. 685b Abs. 1 OR in den Statuten angegeben, sollte das Aktienbuch, zusätzlich zur Spalte für Name und Adresse, eine entsprechende Spalte mit der Nationalität enthalten. Siehe dazu DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 3; RUDIN, HSA Rz. 54.11.

recht zu unterscheiden.[54] Wird das Stimmrecht nicht durch den Aktionär ausgeübt, hat das Aktienbuch zusätzlich den Namen und die Adresse derjenigen Person aufzuführen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.[55] Die Pflicht zur Führung des Aktienbuchs obliegt dem Verwaltungsrat.[56] Dieser kann die Führung allerdings delegieren.[57] Gemäss Art. 686 Abs. 2 OR setzt die Eintragung im Aktienbuch einen Nachweis über den Erwerb der Aktie zu Eigentum oder die Begründung einer Nutzniessung voraus.[58] Der Erwerber ist bei der Einreichung des Gesuchs auf Eintragung im Aktienbuch an keine Frist gebunden.[59] Die Gesellschaft hingegen hat den Erwerber nach Erhalt des Gesuchs umgehend im Aktienbuch einzutragen, vorläufig allerdings bloss als Aktionär *ohne Stimmrecht*.[60] Ist das Gesuch eingegangen, entscheidet die Gesellschaft über die Anerkennung des Aktionärs als Aktionär *mit Stimmrecht.* Lehnt die Gesellschaft das Anerkennungsgesuch nicht innerhalb von 20 Tagen ab, ist der Erwerber gemäss Art. 685g OR als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt.

---

54 Vgl. Art. 685f Abs. 3 OR; BÖCKLI, § 13 Rz. 161; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 2; KLÄY, 366. Bis zur Anerkennung durch die Gesellschaft gilt dasselbe für nicht kotierte Namenaktien, sofern sie durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht, Zwangsvollstreckung oder Fusion erworben wurden (Art. 685c Abs. 2 OR). Siehe dazu KLÄY, 366 f.; vgl. auch BÖCKLI, § 6 Rz. 311 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 180; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 293.

55 Siehe dazu hinten S. 64.

56 Vgl. Art. 716 Abs. 1 OR; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 76; KLÄY, 365; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 289.

57 Unzulässig erscheint jedoch die Delegation an die Generalversammlung oder die Revisionsstelle. Siehe BERTSCHINGER, Arbeitsteilung, Rz. 220 und 223; BÖCKLI, § 13 Rz. 162; KLÄY, 365; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 289; RUDIN, HSA Rz. 54.3; ferner BENZ, 24. Die Oberverantwortung verbleibt auch dann beim Verwaltungsrat, wenn er die Führung des Aktienbuchs im Sinne von Art. 716b Abs. 1 OR delegiert hat. Siehe dazu BÖCKLI, § 13 Rz. 161; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 2; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 289; RUDIN, HSA Rz. 54.3.

58 So hat der Gesuchsteller der Gesellschaft beispielsweise den mit dem Indossament versehenen Aktientitel oder die schriftliche Abtretungserklärung vorzulegen. Wurden die Namenaktien als Bucheffekten ausgestaltet, hat der Erwerber der Gesellschaft eine Bestätigung der Verwahrungsstelle vorzulegen. Siehe BAUER, KuKo OR 686 N 4; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 6 m.w.H.; SCHMID, CHK OR 686 N 3.

59 KLÄY, 350 f.; RUDIN, HSA Rz. 54.28.

60 Art. 685f Abs. 3 OR.

1.2 Börsenkotierung

Zweiter Anknüpfungspunkt der Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR ist die Börsenkotierung.

a. Differenzierte Vinkulierungsordnung

Die Vinkulierungsordnung enthält unterschiedliche Regelungen für Namenaktien je nachdem, ob sie börsenkotiert sind oder nicht.[61] Die unterschiedliche Regelung basiert auf den Eigenarten des Börsenhandels. Da der börsliche Handel anonym ist, weiss der Käufer nicht, von wem er die Aktien erworben hat.[62] Deshalb ist eine Rückabwicklung des Aktienkaufs grundsätzlich ausgeschlossen bzw. nur erschwert möglich.[63] Um einen funktionierenden Börsenhandel zu gewährleisten, müssen deshalb sowohl der Eigentumserwerb als auch der Erwerb der Vermögensrechte sofort mit dem Kauf erfolgen.[64] Der Erwerb von börsenkotierten Namenaktien ist damit uneingeschränkt möglich, die Vinkulierung betrifft lediglich die Ausübung des Stimmrechts und die damit verbundenen Mitwirkungsrechte.[65] Durch diese Regelung des Rechtsübergangs ist die Verkehrsfähigkeit auch im Börsenhandel gewährleistet.[66]

Da auch dem Stimmrecht und den mit diesem zusammenhängenden Mitwirkungsrechten[67] ein wirtschaftlicher Wert zukommt, ist es für den Handel notwendig, dass ein potentieller Erwerber bereits vor dem Kauf der Aktie abschätzen kann, ob er als Aktionär *mit Stimmrecht* zugelassen wird oder nicht.[68] Der Börsenhandel

---

61 Der Anknüpfungspunkt der *Börsenkotierung* darf nicht mit der Erwerbsart verwechselt werden. So kann eine börsenkotierte Namenaktie auch *ausserbörslich* erworben bzw. veräussert werden. Siehe dazu hinten S. 66 f.

62 Ein Käufer kann Aktien zu einem bestimmten Preis von mehreren Verkäufern erwerben. KLÄY, 219; VON DER CRONE, § 3 Rz. 96.

63 KLÄY, 219; Ders., SZW 1991, 312 f. Fn. 8; VON DER CRONE, § 3 Rz. 96.

64 KLÄY, 17; VON DER CRONE, § 3 Rz. 97.

65 BÖCKLI, § 6 Rz. 47; KLÄY, 221.

66 KLÄY, SZW 1991, 312 f. Fn. 8; vgl. auch SWX-Richtlinie betr. Handelbarkeit von Namenaktien vom 1. Juni 1998 Rz. 1 f.

67 Als *mit dem Stimmrecht zusammenhängende Rechte* gelten das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung, das Teilnahmerecht, das Recht auf Auskunft, das Recht auf Einsicht und das Antragsrecht (vgl. Art. 656c Abs. 2 OR; siehe dazu ZINDEL, Aktionäre, 205 f.).

68 KLÄY, 219; siehe auch VON DER CRONE, § 3 Rz. 96 f.

erfordert entsprechend eine transparente Regelung der Vinkulierung, welche sich auf den Erwerb des Stimmrechts beschränken muss.[69] Aus diesem Grund hat sich der Gesetzgeber für eine unterschiedliche Vinkulierungsordnung für nicht kotierte und für börsenkotierte Namenaktien entschieden.

b. Begriff der Börsenkotierung

Das Aktienrecht regelt den Begriff der *börsenkotierten Namenaktie* nicht. Die besonderen Bestimmungen für börsenkotierte Namenaktien (Art. 685d–685g OR) finden Anwendung auf alle von einer Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz ausgegebenen vinkulierten Namenaktien, welche an einer Haupt- oder Nebenbörse[70] kotiert sind.[71] Art. 2 lit. f FinfraG definiert *Kotierung* als die Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren, in dem von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und an die Effekte geprüft werden. Der Begriff der Börsenkotierung umfasst auch Titel, die an einer Vor- und Nachbörse zugelassen sind.[72] Aus aktienrechtlicher Sicht macht es keinen Unterschied, ob eine Aktie im Hauptsegment oder in einem Nebensegment gehandelt wird.[73] Nicht an einer Börse kotierte Namenaktien fallen auch dann nicht unter die Sonderregelung von Art. 685d ff. OR, wenn sie regelmässig gehandelt und die Kurse publiziert werden.[74] Für die Abgrenzung ausschlaggebend ist *zum Einen,* dass die Kotierung auf einem Willensentscheid der emittierenden Gesellschaft beruht.[75] Die strengere Vinkulierungsordnung für börsen-

---

69 VON DER CRONE, § 3 Rz. 97; siehe auch SWX-Richtlinie betr. Handelbarkeit von Namenaktien vom 1. Juni 1998 N 1 f. und 9.

70 Zum Begriff der Börse siehe Art. 26 lit. b FinfraG.

71 BÖCKLI, § 6 Rz. 52; DU PASQUIER/OERTLE, AJP 1992, 762; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 186; KLÄY, 221; Ders., SZW 1991, 312; VON DER CRONE, § 3 Rz. 57; siehe auch BÖCKLI, ST 1991, 583; BRÜGGER, SZW 1992, 218 f.; PLETSCHER, SZW 1992, 211 Fn. 7; SCHMID, SJZ 1992, 330 ff.; STUDER, 27; TSCHÄNI, Vinkulierung, 14.

72 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BÖCKLI, § 6 Rz. 52; FORSTMOSER, SZW 1992, 63 f. Fn. 40; GEHRER, 101; KLÄY, 222 Fn. 19, mit Hinweisen zur Entstehungsgeschichte des Gesetzes; Ders., SZW 1991, 312 f. Fn. 8; SCHLEIFFER, 247 f. Fn. 24; SCHMID, SJZ 1992, 330 f. m.w.H.

73 BÖCKLI, § 6 Rz. 52.

74 BÖCKLI, § 6 Rz. 52; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 186; ferner BÖCKLI, ST 1991, 583.

75 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BÖCKLI, § 6 Rz. 52; BRÜGGER, SZW 1992, 219; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 1; FORSTMOSER/

kotierte Namenaktien gemäss Art. 685d ff. OR soll einer Gesellschaft nicht gegen ihren Willen aufgezwungen werden.[76] Beruht der öffentliche Handel nicht auf einem Willensentscheid der betroffenen Gesellschaft, kommen zwingend die Vorschriften für nicht kotierte Namenaktien zur Anwendung.[77] *Zum Anderen* muss der Handel beaufsichtig und organisiert sein.[78]

Für die Beurteilung der Kotierung unbeachtlich ist, ob neben den Namenaktien noch andere Aktientitel, wie zum Beispiel Inhaberaktien oder Partizipationsscheine, bestehen.[79] So gilt für Namenaktien auch dann die Regelung für nicht kotierte Namenaktien (Art. 685b f. OR), wenn die Gesellschaft neben den Namenaktien noch kotierte Inhaberaktien ausgegeben hat.[80]

c. Kotierung an einer ausländischen Börse

Nach der hier vertretenen Ansicht kommen die Sonderregelungen für kotierte Namenaktien auch auf Titel schweizerischer Aktiengesellschaften zur Anwendung, deren Aktien (ausschliesslich) an einer ausländischen Börse kotiert sind.[81] Wie bei der Kotierung an einer schweizerischen Börse ist auch beim Handel an einer ausländischen Börse entscheidend, dass der regelmässige und beaufsichtigte Handel auf einem Willensentscheid der emittierenden Gesellschaft beruht.[82]

Beim Handel an ausländischen Börsen ist – unter Beizug des internationalen Privatrechts – zu prüfen, ob die Vinkulierungsbestimmungen des schweizerischen Aktienrechts Anwendung finden: Gemäss Art. 154 Abs. 1 IPRG unterstehen

---

MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 186 Fn. 71; KLÄY, 222 f.; SCHMID, SJZ 1992, 332; TSCHÄNI, Vinkulierung, 14; ferner DU PASQUIER/OERTLE, AJP 1992, 762; RAPP, 306 f.; siehe RICCARDO JAGMETTI, Amtl. Bull. StR (1991), 68 f.

76 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 1; GEHRER, 101; KLÄY, 222 f.; vgl. auch SCHMID, SJZ 1992, 332.

77 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 1; KLÄY, 223.

78 BÖCKLI, § 6 Rz. 52.

79 KLÄY, 222.

80 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BÖCKLI, § 6 Rz. 52 Fn. 118; BRÜGGER, SZW 1992, 219; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 3; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 187.

81 Gl.M. BÖCKLI, § 6 Rz. 53 f.; BRÜGGER, SZW 1992, 219; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 186; KLÄY, 223; RAPP, 307; unentschlossen ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; wohl a.M. SCHMID, SJZ 1992, 330 Fn. 2 mit Hinweisen auf die ältere Literatur.

82 BÖCKLI, § 6 Rz. 53a; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 2.

Gesellschaften dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften sie organisiert sind (sog. Inkorporationstheorie).[83] Eine Gesellschaft unterliegt grundsätzlich dem schweizerischen Recht, wenn sie nach schweizerischem Recht gegründet und damit in das schweizerische Recht «inkorporiert» wurde, sie ihren statutarischen Sitz in der Schweiz hat und im Handelsregister eingetragen ist.[84] Gemäss Art. 155 lit. f IPRG bestimmt das auf die Gesellschaft anwendbare Recht die internen Beziehungen, namentlich diejenigen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern. Diese umfassen den Erwerb und den Verlust der Mitgliedschaftsrechte und damit auch die Beschränkung der Übertragbarkeit, also auch die Vinkulierungsbestimmungen.[85] Die Vinkulierungsbestimmungen finden somit gestützt auf die Inkorporationstheorie auch Anwendung, wenn die Aktien einer schweizerischen Gesellschaft nur an einer ausländischen Börse kotiert sind.[86] Zu beachten ist, dass sich nach kollisionsrechtlichen Grundsätzen beim Erwerb von börsenkotierten Namenaktien durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht (Art. 685d Abs. 3 OR) unter Umständen Situationen ergeben können, in welchen ausländisches Recht anwendbar ist.[87]

1.3 Bei der Übertragung von Namenaktien

Gemäss Art. 685a Abs. 1 OR kommt die statutarische Vinkulierung bei der *Übertragung* von Namenaktien zur Anwendung. Erfasst ist *jede* Übertragung, unabhängig davon, welcher Rechtsgrund ihr zugrunde liegt.[88] Die Vinkulierung erfasst nur den *derivativen* Erwerb von Namenaktien. Hingegen fällt der *originäre* Erwerb im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder Gesellschaftsgründung *nicht* in den Anwendungsbereich der Vinkulierung.[89] Nach Art. 685a Abs. 2 OR erstreckt sich der

---

83 EBERHARD/VON PLANTA, BSK IPRG 154 N 3 f. und 9 ff.; VISCHER/WEIBEL, ZK IPRG 154 N 1 ff.

84 KLÄY, 223; NIKLAUS MEIER, 16; VISCHER/WEIBEL, ZK IPRG 154 N 2 und N 23.

85 EBERHARD/VON PLANTA, BSK IPRG 155 N 13; KLÄY, 223; KREN KOSTKIEWICZ, OFK IPRG 155 N 12; VISCHER/WEIBEL, ZK IPRG 155 N 24.

86 Ob ausländische Banken allerdings dazu verpflichtet werden können, der Gesellschaft eine Meldung nach Art. 685e OR zu erstatten, scheint fraglich. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 53a Fn. 124; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 7; KLÄY, 223.

87 Siehe Art. 52, Art. 54 und Art. 91 IPRG; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 17.

88 BIERI, Rz. 392; LUTZ, 30 ff.

89 BIERI, Rz. 392; BÖCKLI, § 2 Rz. 291; KLÄY, 305 f.

Anwendungsbereich der Vinkulierung ausdrücklich auch auf die Begründung einer Nutzniessung.[90]

1.4 Im Rahmen des Anerkennungsgesuchs

a. Bei der Beurteilung des Anerkennungsgesuchs

Da die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien bloss das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Mitwirkungsrechte erfasst, geht die Aktie auch ohne Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber über. Die Treuhändervinkulierung kommt nur zur Anwendung, wenn der Erwerber ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* einreicht.[91] Solange der Erwerber kein Anerkennungsgesuch einreicht, kann ihn die Gesellschaft weder ablehnen noch anerkennen.[92]

b. Aufforderung zur Abgabe der Offenlegungserklärung

Gemäss Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft den Erwerber nur dann als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, wenn sie von ihm die Unterzeichnung der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, überhaupt *verlangt.*[93] Art. 685d Abs. 2 OR erfordert damit ein Tätigwerden seitens der Gesellschaft. Der Erwerber hat die Erklärung nicht aus eigener Initiative zu erbringen. Verlangt die Gesellschaft diese Erklärung nicht innerhalb der 20-tägigen Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR oder ist die verlangte Erklärung nicht rechtsgenügend, wird der Erwerber auch dann Aktionär *mit Stimmrecht,* wenn er nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt.[94] Im Eintragungsreglement sollte die Offenlegungserklärung deshalb als zwingender Bestandteil des Anerkennungsgesuchs festgeschrieben werden.

---

90 Siehe dazu hinten S. 39.

91 KLÄY, 350 f.

92 KLÄY, 350 f.

93 Siehe BIERI, Rz. 286; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 286; TRIGO TRINDADE, CR CO 685d N 27.

94 Siehe BIERI, Rz. 286; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 286.

1.5 Kein Erfordernis einer statutarischen Verankerung

Es stellt sich die Frage, ob sich die Gesellschaft auch ohne ausdrückliche statutarische Grundlage auf Art. 685d Abs. 2 OR berufen kann.

Art. 685d Abs. 2 OR befindet sich bei den Bestimmungen über die *statutarischen Beschränkungen der Übertragbarkeit* der Namenaktien.[95] Gestützt auf die Gesetzessystematik könnte deshalb argumentiert werden, dass die Treuhändervinkulierung zu ihrer Gültigkeit der ausdrücklichen Aufnahme in die Statuten bedarf. Diese Auffassung ist allerdings abzulehnen. Wie KLÄY zutreffend ausführt, handelt es sich bei der Treuhändervinkulierung um *einen gesetzlichen Ablehnungsgrund für statutarisch vinkulierte Aktien.*[96] Dieser gesetzliche Ablehnungsgrund bei statutarisch vinkulierten Namenaktien darf jedoch nicht mit der gesetzlichen Beschränkung der Übertragbarkeit nicht voll liberierter Aktien gemäss Art. 685 Abs. 1 OR verwechselt werden. Diese gesetzliche Beschränkung dient dem Schutz von Drittinteressen, weshalb ihr zwingender Charakter zukommt.[97] Bei den statutarischen Beschränkungen der Übertragbarkeit nach Art. 685a ff. OR fehlt dieser zwingende Charakter. Es steht der Gesellschaft innerhalb der Grenzen der Privatautonomie frei, von diesen vom Gesetz zur Verfügung gestellten Gestaltungsmöglichkeiten Gebrauch zu machen.[98] Die systematische Einordnung der Treuhändervinkulierung unter die statutarischen Beschränkungen ist ihrer Funktion entsprechend durchaus richtig.[99]

Da es sich bei der Treuhändervinkulierung nach Art. 685d Abs. 2 OR um einen *gesetzlichen Ablehnungsgrund* für statutarisch vinkulierte Aktien handelt, ergibt sich die Möglichkeit, einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* abzulehnen, unmittelbar aus dem Gesetz.[100] Eine ausdrückliche Verankerung in den Statuten ist

---

95 Siehe Randtitel zu Art. 685a OR.

96 KLÄY, 268 f.; so auch BIERI, Rz. 296.

97 KLÄY, 180.

98 KLÄY, 180.

99 KLÄY, 180 und 269; a.M. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 160 Fn. 53 und NOBEL, SZW 1993, 124, welche die Treuhändervinkulierung systematisch bei den *gesetzlichen Beschränkungen* der Übertragbarkeit einordnen; so wohl auch FORSTMOSER, SZW 1992, 65; PLETSCHER, SZW 1992, 211, wiederum ordnet die Treuhändervinkulierung systematisch den Bestimmungen über das Aktienbuch (Art. 686 ff. OR) zu, da es bei der Treuhändervinkulierung nicht um die Fernhaltung von Aktionären, sondern um die Aussagekraft des Aktienbuches gehe.

100 So auch Entscheid des BGer vom 5. März 2003, 4C_242/2001, E. 2.2; BÖCKLI, § 6 Rz. 119; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 9; FORSTMOSER/MEIER-

nicht notwendig.[101] Voraussetzung ist lediglich, dass die Namenaktien überhaupt statutarisch vinkuliert sind.[102]

Ein Teil der Lehre vertritt die Auffassung, dass für die Anwendung der Treuhändervinkulierung ausnahmsweise eine ausdrückliche Aufnahme in die Statuten notwendig sei, wenn die Gesellschaft die Vinkulierung einzig auf die Treuhändervinkulierung beschränken will.[103] Diese Ansicht ist abzulehnen. Als *gesetzlicher* Ablehnungsgrund ist Art. 685d Abs. 2 OR anwendbar, sobald die Namenaktien statutarisch vinkuliert sind. Dies gilt unabhängig davon, ob statutarisch noch weitere Ablehnungsgründe vorgesehen sind oder ob die Gesellschaft die Vinkulierung einzig auf die Treuhändervinkulierung beschränkt.[104]

Eine klare statutarische Grundlage ist allerdings erforderlich, will sich die Gesellschaft die Möglichkeit zur Ausnahmegewährung vorbehalten.[105]

2. Ausnahmen vom Anwendungsbereich der Treuhändervinkulierung

Die Möglichkeit der Gesellschaft, einen Erwerber börsenkotierter Namenaktien als Aktionär *mit Stimmrecht* abzulehnen, unterliegt gewissen Einschränkungen.

HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 160 Fn. 53, Rz. 171 (zu Art. 685b Abs. 3 OR) und Rz. 208 (zu Art. 685d Abs. 2 OR); GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 622; MAIZAR, 329; NOBEL, SZW 1993, 124; PLETSCHER, SZW 1992, 211; TRIGO TRINDADE, CR CO 685d N 11 und 25; vgl. auch URS L. BAUMGARTNER, SZW 1992, 153 (zu Art. 685b Abs. 3 OR); BENZ, Vinkulierung, 63 Fn. 62 (zu Art. 685b Abs. 3 OR) und 65; FORSTMOSER, SZW 1992, 65 Fn. 59c; REYMOND, SZW 1992, 259; SUTER, 60; VON DER CRONE, § 3 Rz. 105. Ferner kann auch auf entsprechende Ausführungen zu Art. 685b Abs. 1 OR verwiesen werden: BENZ, Vinkulierung, 62 Fn. 56; KLÄY, 178 ff.

101 Diese Ansicht wird auch durch die *systematische* Auslegung gestützt. Anders als bei Art. 685d Abs. 1 OR und Art. 4 SchlB verlangt der Gesetzestext bei Art. 685d Abs. 2 OR keine statutarische Grundlage.

102 BIERI, Rz. 296; BÖCKLI, § 6 Rz. 119; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685b N 15 (zu Art. 685b Abs. 3 OR); FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 160 Fn. 53; KLÄY, 268; VON SALIS, 258 und 282; vgl. auch BENZ, Vinkulierung, 63 (zu Art. 685b Abs. 3 OR); REYMOND, SZW 1992, 259 f.; SUTER, 60.

103 So BÖCKLI, § 6 Rz. 120; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 286; MAIZAR, 329.

104 Gl.M. BIERI, Rz. 296; KLÄY, 268 f. Fn. 244; wohl auch VON SALIS, 258 und 282.

105 Siehe zum Erfordernis einer statutarischen Grundlage für die Ausnahmegewährung hinten S. 136 ff.

Nach Art. 685d Abs. 3 OR kann der Erwerber nicht abgelehnt werden, wenn die Namenaktien durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht erworben wurden. Die Aufzählung der privilegierten Erwerbsarten in Art. 685d Abs. 3 OR ist nach Rechtsprechung und einhelliger Lehre allerdings nicht abschliessender Natur.[106] Art. 685d Abs. 3 OR kann somit auch auf andere wesensgleiche Tatbestände angewendet werden, wenn die Umstände und die Interessenlage dies erfordern.[107] Im Folgenden werden der Erwerb durch Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht sowie verschiedene weitere Erwerbstatbestände daraufhin untersucht, ob die Gesellschaft dem Erwerber die Vinkulierungsbestimmungen entgegenhalten kann.

2.1 Besondere Erwerbstatbestände gemäss Art. 685d Abs. 3 OR

a. Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht

Nach Art. 685d Abs. 3 OR kann der Erwerber nicht abgelehnt werden, wenn die Namenaktien durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht erworben wurden. Die Gesellschaft kann dem Erwerber weder das Überschreiten einer Prozentklausel noch eine mögliche ausländische Beherrschung entgegenhalten.[108] Im Gegensatz zur Regelung für nicht kotierte Namenaktien in Art. 685b Abs. 4 OR kann die Gesellschaft bei börsenkotierten Namenaktien den Erwerber auch dann nicht ablehnen, wenn sie ihm die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet.[109]

Art. 685d Abs. 3 OR schützt das Interesse des Rechtsnachfolgers am Eintritt in die Rechtsstellung des Rechtsvorgängers.[110] Hat der Rechtsvorgänger die Aktien *vor* der Einführung der Vinkulierungsbestimmung erworben, hat er auch nach deren

---

106 BGE 109 II 130 (zu Art. 686 Abs. 4 aOR); eingehend BIERI, Rz. 409 ff.; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 83; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 12 und 685b 9a; KLÄY, 205 ff. und 291 m.w.H.; LUTZ, 148 (zu Art. 686 Abs. 4 aOR); TURIN, 113.

107 Siehe BIERI, Rz. 432.

108 URS L. BAUMGARTNER, SZW 1992, 152; BÖCKLI, § 6 Rz. 113; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 12 und SchlT AG OR 4 N 3; KLÄY, 290.

109 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 210; KLÄY, 290 f. Eine Statutenbestimmung, welche die Übernahme zum wirklichen Wert vorsehen würde, wäre nichtig. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 113.

110 VON DER CRONE, § 3 Rz. 121.

Einführung Anspruch auf Beibehaltung seiner Stimmrechte.[111] Es ist diese wohlerworbene Rechtsposition, in welche nun auch der Rechtsnachfolger tritt.[112]

Für die Treuhändervinkulierung bedeutet dies, dass die Gesellschaft vom Erwerber, der die Aktien durch Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht erworben hat, keine neue Offenlegungserklärung verlangen darf, sofern der Rechtsvorgänger bereits eine solche unterzeichnet hat. Dasselbe gilt, wenn der Rechtsvorgänger keine Offenlegungserklärung unterzeichnet, die Gesellschaft ihn aber gleichwohl als Aktionär *mit Stimmrecht* eingetragen hat.[113] Hat sich der Rechtsvorgänger hingegen geweigert, eine Offenlegungserklärung zu unterzeichnen, und wurde er deshalb bloss als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen, kann sich der Rechtsnachfolger nicht auf Art. 685d Abs. 3 OR berufen, um die Eintragung als Aktionär *mit Stimmrecht* zu erlangen. Will dieser Rechtsnachfolger als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden, hat er folglich die Offenlegungserklärung zu unterzeichnen.

Wie gesehen, ist die Aufzählung der privilegierten Erwerbsarten in Art. 685d Abs. 3 OR nicht abschliessender Natur. Ob eine Erwerbsart von der Privilegierung von Art. 685d Abs. 3 OR erfasst ist, beurteilt sich danach, ob sie den dort genannten Erwerbsarten wesensgleich ist. Die Umstände und die Interessenlage müssen also den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbsarten entsprechen. Dafür ist zu untersuchen, welche Umstände den Gesetzgeber dazu bewogen haben, die in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbstatbestände privilegiert zu behandeln.

Den privilegierten Erwerbstatbeständen ist gemein, dass sie normalerweise nicht aus dem freien Willen der Parteien heraus erfolgen und dass ihnen nicht primär wirtschaftliche Interessen zugrunde liegen.[114] Zusätzlich zeichnen sich die Erwerbsarten von Art. 685d Abs. 3 OR dadurch aus, dass sie aus einer meist engen persönlichen Beziehung erfolgen.[115] Art. 685d Abs. 3 OR – wie auch Art. 685b

---

111 Ein Erblasser, der beispielsweise *vor* der Einführung einer Prozentlimite von 5 Prozent eine Beteiligung von 10 Prozent erworben hat, bleibt auch *nach* der Einführung der Prozentlimite mit 10 Prozent als Aktionär *mit Stimmrecht* eingetragen.

112 Siehe VON DER CRONE, § 3 Rz. 121.

113 Siehe auch Art. 685g OR.

114 Eine präzise Charakterisierung der in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbstatbestände ist jedoch aufgrund ihrer Verschiedenartigkeit nicht möglich. Eingehend hierzu BIERI, Rz. 419 ff.; VON SALIS, Fusionsgesetz, 157, 381 und 432.

115 Botschaft Aktienrecht 1983, 900, wonach der Erwerb aufgrund ehelichen Güterrechtes deshalb mit dem Erbgang gleichgestellt wird, weil dort die Beziehungen zwischen den

Abs. 4 OR für nicht kotierte Namenaktien – beruht auf Art. 686 Abs. 4 aOR (1936), der bereits eine entsprechende Privilegierung enthielt. Mit dieser Bestimmung wollte der Gesetzgeber verhindern, dass der Erwerb von vinkulierten Namenaktien durch Erbgang, eheliches Güterrecht und Zwangsvollstreckung (Art. 686 Abs. 4 aOR) zu dauerhaft unbesetzten Mitgliedschaftsstellen führt.[116] Ohne diese Bestimmung wäre es unter der alten Vinkulierungsordnung möglich gewesen, dass infolge Ablebens eines Aktionärs eine Mitgliedschaftsstelle unbesetzt geblieben wäre, wenn die Gesellschaft den Rechtsnachfolger nicht anerkannt hätte.[117]

b. Zwangsvollstreckung?

Im Gegensatz zur Regelung für nicht kotierte Namenaktien (Art. 685c Abs. 2 OR), welche den Erwerb durch Zwangsvollstreckung ausdrücklich privilegiert behandelt,[118] enthält Art. 685d Abs. 3 OR keine entsprechende Ausnahme. In der Lehre herrscht Uneinigkeit darüber, ob es sich hierbei um ein redaktionelles Versehen des Gesetzgebers handelt und die Zwangsvollstreckung wie bei nicht kotierten Aktien privilegiert behandelt werden soll oder ob die unterschiedliche Regelung durch objektive Gründe gerechtfertigt ist. In diesem Falle wäre von einem qualifizierten Schweigen des Gesetzgebers auszugehen.

Wie sich zeigen wird, ist die unterschiedliche Regelung durch objektive Gründe gerechtfertigt. Einerseits erfasst die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien lediglich das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte, weshalb das Eigentum und die Vermögensrechte spätestens mit der Einreichung des Anerkennungsgesuchs auf den Erwerber übergehen.[119] Werden börsenkotierte vinkulierte Namenaktien erworben, kann der Erwerber die Vermögensrechte somit – anders als bei nicht kotierten Namenaktien, bei welchen das Eigentum und alle damit verknüpften Rechte gemäss Art. 685c Abs. 1 OR grundsätzlich bis zur

---

Vertragspartnern derart eng sind, dass eine Zustimmungsverweigerung ebenfalls nur unter erschwerten Voraussetzungen zugelassen werden dürfe. Siehe BIERI, Rz. 430; BÜRGI, ZK OR 686 N 60.

116 BGE 109 II 130 E. 2c.

117 BGE 109 II 130 E. 2c; siehe auch BIERI, Rz. 454.

118 Nach Art. 685b Abs. 4 OR kann die Gesellschaft den Erwerber beim Erwerb durch Zwangsvollstreckung nur ablehnen, wenn sie ihm die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet. Siehe dazu VON DER CRONE, § 3 Rz. 89 f.

119 Art. 685f Abs. 1 OR.

Zustimmung der Gesellschaft beim Veräusserer verbleiben[120] – auch gegen den Willen der Gesellschaft geltend machen. Die Aktien lassen sich jederzeit veräussern. Dies gilt auch, wenn die Aktien im Rahmen einer Zwangsvollstreckung erworben werden. Die Interessen der Gläubiger des Aktienveräusserers an einer Verwertung der Aktien zum höchstmöglichen Preis sind dadurch in genügendem Masse gewahrt.[121] Andererseits befindet sich der Erwerber nicht in einer ähnlichen Situation wie bei den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten besonderen Erwerbstatbeständen. Der Erwerber, der Aktien im Rahmen einer Zwangsvollstreckung erwirbt, tut dies aus freiem Willen und aufgrund von wirtschaftlichen Überlegungen.[122] Der Erwerb durch Erbgang, Erbteilung und eheliches Güterrecht hingegen geschieht nicht gestützt auf eine solche aktive Entscheidung des Erwerbers. Eine Privilegierung des Erwerbs durch Zwangsvollstreckung wäre bei börsenkotierten Namenaktien – entgegen der Ansicht der wohl herrschenden Lehre[123] – sachlich nicht gerechtfertigt.[124] Es handelt sich somit um ein qualifiziertes Schweigen des Gesetzgebers.[125]

Dementsprechend ist der Erwerb durch Zwangsvollstreckung von Art. 685d Abs. 2 OR erfasst. Um das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte ausüben zu können, muss der Erwerber auch im Rahmen der Zwangsvollstreckung auf Verlangen der Gesellschaft die Offenlegungserklärung abgeben.

---

120 Als Ausnahme von diesem Grundsatz erlaubt Art. 685b Abs. 4 OR die Verwertung von Namenaktien im Rahmen einer Zwangsvollstreckung auch gegen den Willen der Gesellschaft. Vgl. KLÄY, 291; VON DER CRONE, § 3 Rz. 120.

121 BIERI, Rz. 445; BÖCKLI, § 6 Rz. 114; VON DER CRONE, § 3 Rz. 89 und 120.

122 BIERI, Rz. 443.

123 DEKKER, OFK AG OR 685d N 4; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 12; GEHRER, 97; KUNZ, Minderheitenschutz, § 4 Rz. 175; SCHMID, CHK OR 685d N 6, welcher von einem redaktionellen Versehen des Gesetzgebers ausgeht; auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 210 Fn. 86 halten eine redaktionelle Nachlässigkeit für wahrscheinlich. Gleichzeitig weisen sie jedoch darauf hin, dass das Fehlen auch damit begründet werden könnte, dass der Erwerber jederzeit die Möglichkeit habe, die börsenkotierten Aktien auf einem geregelten Markt zu veräussern (§ 44 Rz. 211 Fn. 88).

124 Ebenso Prot. NRK 1989–1990, 259 f.; BIERI, Rz. 446 m.w.H.; BÖCKLI, § 6 Rz. 114 Fn. 243; KLÄY, 291; LORANDI, 404 f.; MEYER, SJZ 1997, 24; VON DER CRONE, § 3 Rz. 120; so wohl auch ZOBL, SZW 1994, 168.

125 Dies ergibt sich auch eindeutig aus den Materialien, aus welchen ersichtlich wird, dass der Gesetzgeber über die Zwangsvollstreckung diskutierte, diese dann aber mit Absicht wegliess. Siehe Prot. NRK 1989–1990, 259 f.; vgl. KLÄY, 291; LORANDI, 404.

Gibt er diese Erklärung nicht ab, kann ihn die Gesellschaft als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eintragen.

c. Erwerb durch Fusion, Spaltung oder Vermögensübertragung

Wie beim Erwerb durch Zwangsvollstreckung ist in der Lehre auch umstritten, ob der Erwerb von Namenaktien im Rahmen einer Fusion, Spaltung oder Vermögensübertragung nach FusG zu den privilegierten Erwerbsarten gemäss Art. 685d Abs. 3 OR zu zählen ist. Dabei gilt es zwei unterschiedliche Konstellationen auseinanderzuhalten: Zum einen kann die übertragende Gesellschaft börsenkotierte vinkulierte Namenaktien einer anderen Gesellschaft in ihrem Vermögen haben. Zum anderen können die Aktien der übernehmenden Gesellschaft, welche auf die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft übertragen werden, vinkuliert sein. Es ist zu untersuchen, ob die Treuhändervinkulierung auf diese beiden Sachverhalte Anwendung findet.[126]

aa. Erwerb von vinkulierten Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaften befinden

Erwirbt eine übernehmende Gesellschaft im Rahmen einer Fusion börsenkotierte vinkulierte Aktien einer Drittgesellschaft, die sich unter den Aktiven der übertragenden Gesellschaft befinden, stellt sich die Frage, ob die Drittgesellschaft der übernehmenden Gesellschaft die Treuhändervinkulierung entgegenhalten kann oder ob es sich hierbei um eine privilegierte Erwerbsart i.S.v. Art. 685d Abs. 3 OR handelt.[127]

In BGE 109 II 130 entschied das Bundesgericht – allerdings noch gestützt auf das alte Recht –, dass der Erwerb von vinkulierten Namenaktien infolge Fusion kraft Gesetzes unter Art. 686 Abs. 4 aOR falle. Die fragliche Fusion fand jedoch gestützt auf ein pakistanisches Bankennationalisierungsgesetz statt und beruhte folglich nicht auf dem freien Willen der Parteien.[128] Das Bundesgericht liess dabei offen, ob dies auch auf eine Fusion kraft Vertrag zutrifft.[129] Unter der neuen

---

126 Im Folgenden wird jeweils auf die Fusion als einer der im FusG geregelten Erwerbstatbestände Bezug genommen. Da die Interessenlage für die zu prüfende Frage grundsätzlich dieselbe ist, gilt das Gesagte auch für die Spaltung (Art. 29 ff. FusG) und die Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG).

127 Formell stellt die Fusion eine Übertragung i.S.v. Art. 685a ff. OR dar. Siehe VON SALIS, Fusionsgesetz, 157, 381 und 432.

128 BGE 109 II 130 A.

129 BGE 109 II 130 E. 2c; siehe auch KLÄY, 205.

Vinkulierungsordnung besteht das oben[130] beschriebene Problem der unbesetzten Mitgliedschaftsstellen allerdings nicht mehr. Die Ausgangslage ist somit eine andere.

Es ist folglich zu prüfen, ob die Umstände und die Interessenlage beim Erwerb von vinkulierten Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaften befinden, eine Privilegierung i.S.v. Art. 685d Abs. 3 OR rechtfertigen. Da die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien lediglich das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte betrifft, wird die übernehmende Gesellschaft in jedem Fall Aktionärin und kann mindestens ihre vermögensmässigen Rechte ausüben.[131] Zusätzlich unterscheidet sich der Erwerb infolge Fusion von börsenkotierten Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft befinden, in mehrerer Hinsicht von den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbstatbeständen. Im Unterschied zum Erbgang und teilweise auch zum ehegüterrechtlichen Erwerb geschieht die privatrechtliche Fusion gestützt auf den freien Willen der involvierten Parteien.[132] Den Vertragsparteien steht es offen, den Zeitpunkt einer Fusion frei zu wählen. Eine Schutzbedürftigkeit der involvierten Personen ist nicht ersichtlich. Des Weiteren beruht eine privatrechtliche Fusion im Unterschied zu den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbstatbeständen ausschliesslich auf wirtschaftlichen Überlegungen.[133] Ausserdem können die Parteien die Risiken einer Ablehnung gestützt auf Vinkulierungsbestimmungen in den Übernahmepreis einfliessen lassen.[134] Zudem ist das Risiko einer Umgehung der Vinkulierung beim Erwerb durch Fusion höher als bei den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbsarten.

Auf der anderen Seite kann argumentiert werden, dass der Untergang einer juristischen Person infolge Fusion mit dem Tod einer natürlichen Person vergleichbar ist, fällt doch in beiden Fällen der bisherige Träger der Aktionärsrechte weg.[135] Zusätzlich gehen bei einer Fusion – analog zur Nachfolge der Erben – die Aktiven und Passiven der übertragenden Gesellschaft im Wege einer Universalsukzession

---

130 Siehe zum Problem der unbesetzten Mitgliedschaftsstellen unter der alten Vinkulierungsordnung vorne S. 25 ff.

131 Art. 685f Abs. 2 OR.

132 BIERI, Rz. 452; VON SALIS, Fusionsgesetz, 157.

133 BIERI, Rz. 452; VON SALIS, Fusionsgesetz, 157.

134 BIERI, Rz. 452; LUTZ, 172.

135 BGE 109 II 130 E. 2c; siehe auch LUTZ, 171.

auf die übernehmende Gesellschaft über.[136] Die Universalsukzession stellt allerdings kein Wesensmerkmal dar, das von allen in Art. 685d Abs. 3 OR erwähnten Erwerbsarten geteilt wird. So erfolgt der Erwerb im Rahmen einer Zuwendung durch Vermächtnis[137] wie auch bei der Erbteilung mittels Erbteilungsvertrag[138] nicht auf dem Wege der Universalsukzession, sondern mittels Singularsukzession.[139] Der Untergang der übertragenden Gesellschaft wie auch der Übergang der vinkulierten Aktien mittels Universalsukzession genügen nicht, um den Erwerb von vinkulierten börsenkotierten Aktien aus dem Vermögen der übertragenden Gesellschaft zu den privilegierten Erwerbstatbeständen gemäss Art. 685d Abs. 3 OR zu zählen.

Einer Subsumption des Erwerbs von vinkulierten Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft befinden, unter Art. 685d Abs. 3 OR stehen vielmehr wichtige Unterschiede entgegen: Der übernehmenden Gesellschaft kommt keine besondere Schutzbedürftigkeit zu. Die Vermögensrechte gehen bei börsenkotierten Namenaktien auch im Falle einer Ablehnung des Anerkennungsgesuchs auf die übernehmende Gesellschaft über. Die übernehmende Gesellschaft kann sich auf verschiedene Arten gegen eine Ablehnung absichern. Einerseits kann der Kaufpreis entsprechend gesenkt werden. Andererseits kann die übernehmende Gesellschaft den Fusionsvertrag an gewisse Bedingung knüpfen. Beim Erwerb von vinkulierten börsenkotierten Namenaktien durch Fusion liegen somit keine mit den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbsarten vergleichbaren Umstände vor.

Werden im Rahmen einer Fusion vinkulierte börsenkotierte Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft befinden, auf die übernehmende Gesellschaft übertragen, fällt diese Übertragung nicht unter die Privilegierung von Art. 685d Abs. 3 OR.[140] Die vinkulierende Gesellschaft kann damit von der

---

136 BGE 108 Ib 450 E. 4b; BÖCKLI, § 6 Rz. 114a; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 83; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 57 Rz. 7.

137 HUWILER, BSK ZGB 562 N 2 und 22.

138 SCHAUFELBERGER/KELLER LÜSCHER, BSK ZGB 634 N 25 und 32.

139 BIERI, Rz. 420.

140 Ebenso BIERI, Rz. 452 ff.; LUTZ, 171 f.; VON SALIS, Fusionsgesetz, 157 und 381. A.M. folgende Autoren, wobei nicht immer zwischen den beiden Erwerbsarten bei einer Fusion unterschieden wird: BÖCKLI, § 6 Rz. 114a; KLÄY, 291; TSCHÄNI/GABERTHÜEL/ERNI, BSK FusG 22 N 6; TURIN, 113 f.

übernehmenden Gesellschaft verlangen, dass diese die Offenlegungserklärung nach Art. 685d Abs. 2 OR abgibt.

bb. Erwerb von Aktien der übernehmenden Gesellschaft

Es bleibt zu prüfen, ob die Übertragung von vinkulierten börsenkotierten Namenaktien der übernehmenden Gesellschaft auf die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft als privilegierter Erwerbstatbestand i.S.v. Art. 685d Abs. 3 OR zu qualifizieren ist.

aaa. Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität

Gemäss Art. 7 Abs. 1 FusG haben Gesellschafterinnen und Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte an der übernehmenden Gesellschaft, die unter Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften, der Verteilung der Stimmrechte sowie aller anderen relevanten Umstände ihren bisherigen Anteils- oder Mitgliedschaftsrechten entsprechen. Nach diesem Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität verlieren die Gesellschafter der untergehenden Gesellschaft zwar die Mitgliedschaft in dieser Gesellschaft, erlangen jedoch zeitgleich die Mitgliedschaft in der übernehmenden Gesellschaft.[141] Diesem Grundsatz kommt für den Schutz von Minderheitsgesellschaftern entscheidende Bedeutung zu.[142] Es stellt sich somit die Frage, wie sich dieser Grundsatz mit der Vinkulierung verträgt.

bbb. Zustimmung zum Fusionsbeschluss

Im Unterschied zum Erwerb von Namenaktien einer an der Fusion nicht beteiligten Drittgesellschaft, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft befinden, liegt die Entscheidung über die Anwendung der Vinkulierung im vorliegend zu untersuchenden Sachverhalt bei den involvierten Parteien selbst.[143] Die

---

141 BGE 108 Ib 450 E. 6a/aa; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 57 Rz. 11; OFK FusG 7 N 1.

142 Vgl. Art. 1 Abs. 2 FusG; GLANZMANN, Umstrukturierungen, Rz. 198. Das Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität gilt jedoch nicht absolut. Siehe Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG; vgl. auch TSCHÄNI/GABERTHÜEL, BSK FusG 7 N 7.

143 Die beteiligten Parteien können den Zeitpunkt der Fusion frei bestimmen. Auch hierin liegt ein Unterschied zu den in Art. 685d Abs. 3 OR genannten Erwerbstatbeständen. Zusätzlich kommen den einzelnen Gesellschaftern bei einer Fusion weitreichende Schutzrechte zu: Werden beispielsweise bei einer Fusion die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte nicht angemessen gewahrt oder ist die Abfindung nicht angemessen, kann nach Art. 105 Abs. 1 FusG jeder Gesellschafter innerhalb von zwei Monaten

Übertragung der Aktien der übernehmenden Gesellschaft auf die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft ist zentraler Bestandteil des Fusionsvertrages.[144] Die Zustimmung der Generalversammlung der übernehmenden Gesellschaft zum Fusionsbeschluss umfasst auch die Anerkennung der Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft als Aktionäre *mit Stimmrecht*.[145]

Entgegen der herrschenden Lehre[146] handelt es sich hierbei allerdings nicht um einen besonderen Erwerbstatbestand i.S.v. Art. 685d Abs. 3 OR, sondern um die Gewährung einer Ausnahme von den statutarischen Vinkulierungsbestimmungen.[147] Sofern die Interessen der Gesellschaft dies rechtfertigen, kann die Gesellschaft unter Beachtung der gesetzlichen und statutarischen Schranken nämlich Ausnahmen von der statutarischen Vinkulierung gewähren.[148] Eine solche Ausnahmegewährung ist im Fusionsbeschluss der Generalversammlung der übernehmenden Gesellschaft zu sehen.[149]

Sofern die Fusion zur Änderung oder Abschaffung der Vinkulierung führt und die Statuten für die Änderung ein höheres Quorum als das in Art. 18 Abs. 1 lit. a FusG

---

nach der Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses verlangen, dass das Gericht eine angemessene Ausgleichszahlung festsetzt. Nach Art. 106 Abs. 1 OR können Gesellschafter der beteiligten Rechtsträger, die dem Beschluss über die Fusion nicht zugestimmt haben, den Beschluss innerhalb von zwei Monaten nach der Veröffentlichung im Schweizerischen Handelsamtsblatt anfechten. Schliesslich sind gemäss Art. 108 Abs. 1 FusG alle mit der Fusion befassten Personen den Gesellschaftern für den Schaden verantwortlich, den sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung ihrer Pflichten verursachen. Siehe auch BIERI, Rz. 449; VON SALIS, Fusionsgesetz, 157.

144 Siehe Art. 13 Abs. 1 lit. b und d FusG.

145 OFK FusG 22 N 10; VON SALIS, Fusionsgesetz, 139; ferner LUTZ, 178.

146 Die herrschende Lehre vertritt die Ansicht, dass der Erwerb von vinkulierten Namenaktien der übernehmenden Gesellschaft durch die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft im Rahmen einer Fusion zu den privilegierten Erwerbstatbeständen gemäss Art. 685d Abs. 3 OR (685b Abs. 4 OR für nicht kotierte Namenaktien) zu zählen ist: AMSTUTZ/MABILLARD, FusG 22 N 5; BÖCKLI, § 6 Rz. 114a; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 83; GELZER, ZK FusG 22 N 9; GLANZMANN, Umstrukturierungen, Rz. 719; KLÄY, 291 und 304; OLGIATI, CHK FusG 22 N 4; TRIGO TRINDADE, Comm. LFus 22 N 17; TSCHÄNI/GABERTHÜEL/ERNI, BSK FusG 22 N 6; TURIN, 113; vgl. OFK FusG 3 N 5, aber auch 22 N 10.

147 Gl.M. BIERI, Rz. 449.

148 Siehe zur Gewährung von Ausnahmen hinten S. 129 ff.

149 BIERI, Rz. 449 f.

vorgeschriebene verlangen, muss dieses höhere Quorum auch für den Fusionsbeschluss gelten.[150]

ccc. Differenzierte Anwendung der Vinkulierung

Gab es bei der übertragenden Gesellschaft bereits Gesellschafter, die nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* eingetragen waren, stellt sich die Frage, ob diese ganz von der Vinkulierung ausgenommen und damit als Aktionäre *mit Stimmrecht* im Aktienbuch der übernehmenden Gesellschaft eingetragen werden sollen oder ob eine differenzierte Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen angebracht ist. Für eine generelle Ausnahme für alle Aktionäre der übertragenden Gesellschaft spricht, dass es als widersprüchliches Handeln angesehen werden könnte, wenn die übernehmende Gesellschaft zwar der Fusion zustimmen, anschliessend aber den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft die Vinkulierungsbestimmungen entgegenhalten würde.[151] Auf der anderen Seite verleiht auch das Prinzip der mitgliedschaftlichen Kontinuität dem Aktionär *ohne Stimmrecht* keinen Anspruch auf Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* bei der übernehmenden Gesellschaft.[152]

Sofern nicht vertraglich eine Ausnahme von der Vinkulierung vereinbart wurde, ist nach der hier vertretenen Ansicht eine differenzierte Behandlung angebracht. Aktionäre, welche bereits von der übertragenden Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt wurden, sind auch bei der übernehmenden Gesellschaft als

---

150 VON SALIS, Fusionsgesetz, 139.

151 Um den Vorwurf des rechtsmissbräuchlichen Verhaltens zu entkräften, sollte die übernehmende Gesellschaft die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft im Fusionsvertrag über die Vinkulierung informieren. Siehe dazu GLANZMANN, Umstrukturierungen, Rz. 471; LUTZ, 177 f.; VON DER CRONE ET AL., Fusionsgesetz, Rz. 717. Zumindest auf den ersten Blick könnte auch das Gleichbehandlungsgebot als Argument für eine generelle Ausnahmegewährung vorgebracht werden. Bei genauerer Betrachtung fällt jedoch auf, dass das Gleichbehandlungsgebot einer differenzierten Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen nicht entgegensteht. So fordert das Gleichbehandlungsgebot *relative* Gleichbehandlung, also Gleichbehandlung der Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen. Eine unterschiedliche Behandlung von Aktionären *mit Stimmrecht* und Aktionären *ohne Stimmrecht* ist durchaus sachlich gerechtfertigt. Siehe LUTZ, 177.

152 LUTZ, 175 f.; OFK FusG 22 N 10. Der Ausdruck der mitgliedschaftlichen *Kontinuität* deutet vielmehr darauf hin, dass wer bei der übertragenden Gesellschaft Aktionär *ohne Stimmrecht* war, nach der Fusion bei der übernehmenden Gesellschaft auch Aktionär *ohne Stimmrecht* ist.

solche anzuerkennen.[153] Jenen Aktionären allerdings, die bereits bei der übertragenden Gesellschaft aufgrund einer Vinkulierungsbestimmung als Aktionär *ohne Stimmrecht* eingetragen waren, kann die übernehmende Gesellschaft die eigenen Vinkulierungsbestimmungen entgegenhalten.[154]

cc. Fazit

Die Erwerbstatbestände des FusG sind nicht zu den in Art. 685d Abs. 3 OR erwähnten privilegierten Erwerbstatbeständen zu zählen. Werden im Rahmen einer Fusion Namenaktien, die sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft befinden, auf die übernehmende Gesellschaft übertragen, ist diese Übertragung von einer allfälligen Vinkulierung der Drittgesellschaft erfasst. Ebenso greift eine allfällige Vinkulierung der übernehmenden Gesellschaft, wenn Aktien der übernehmenden Gesellschaft auf die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft übertragen werden. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Zustimmung zum Fusionsbeschluss durch die Generalversammlung der übernehmenden Gesellschaft als Ausnahmegewährung zu betrachten ist.

2.2 Erwerb von Bezugs-, Wandel- und Optionsrechten im Rahmen einer Kapitalerhöhung

a. Bezugsrechte

Ein Bezugsrecht verleiht dem Berechtigten die Möglichkeit, eine neue Beteiligung an einer Gesellschaft zu erwerben oder die bestehende Beteiligung auszubauen.[155] Es stellt sich die Frage, ob die Vinkulierungsbestimmungen auch bei der Ausübung von Bezugsrechten zum Bezug von vinkulieruten Namenaktien anwendbar sind. Bezugsrechte lassen sich in originär und derivativ erworbene Bezugsrechte unterteilen.

Sowohl bei der ordentlichen als auch bei der genehmigten Kapitalerhöhung hat gemäss Art. 652b Abs. 1 OR jeder Aktionär Anspruch auf den Teil der neu ausgegebenen Aktien, der seiner bisherigen Beteiligung entspricht. Das Bezugsrecht schützt den Aktionär vor der Verwässerung seiner Aktionärsrechte, d.h. entgegen-

---

153 Ebenso BIERI, Rz. 448; VON SALIS, Fusionsgesetz, 139; vgl. auch VON DER CRONE ET AL., Fusionsgesetz, Rz. 319.

154 BIERI, Rz. 450; VON SALIS, Fusionsgesetz, 139. Zum selben Schluss gelangt auch, wer argumentiert, dass die Fusion zu den besonderen Erwerbstatbeständen nach Art. 685d Abs. 3 OR zu zählen ist. Siehe dazu OFK FusG 22 N 10; OLGIATI, CHK FusG 22 N 8.

155 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 248.

gewirkt wird sowohl der Verwässerung der Kapitalbeteiligung als auch der Stimmkraft.[156] Um zu verhindern, dass der Schutz vor Verwässerung der Aktionärsrechte durch die Anwendung der Vinkulierung ausgehebelt wird,[157] findet sich für *originär* durch den Aktionär erworbene Bezugsrechte eine explizite Regelung im Gesetz: Gemäss Art. 652b Abs. 3 OR kann die Gesellschaft dem *Aktionär,* welchem sie ein Recht zum Bezug von Aktien eingeräumt hat, die Ausübung dieses Rechts nicht wegen einer statutarischen Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien verwehren. Dies gilt auch dann, wenn der Aktionär die Aktien beim Festübernahmeverfahren mittelbar vom Festübernehmer erwirbt.[158] Will eine Gesellschaft bestimmte Aktionäre von der Kapitalerhöhung ausschliessen, muss die Generalversammlung das Bezugsrecht unter Einhaltung der materiellen und formellen Voraussetzungen aufheben.[159]

Art. 652b Abs. 3 OR spricht lediglich vom *Aktionär.* Es stellt sich die Frage, ob die Vinkulierung gegenüber einem *Dritten* Anwendung findet, dem die Gesellschaft die den bisherigen Aktionären entzogenen Bezugsrechte eingeräumt hat. Dies ist mit Blick auf den Zweck von Art. 652b Abs. 3 OR zu bejahen. Dieser stellt den Schutz der Aktionäre vor einer Verwässerung ihrer Aktionärsstellung sicher. Dritte haben keinen solchen Schutzanspruch.[160] Art. 652b Abs. 3 OR greift damit nicht gegenüber Dritten.[161]

---

156 Siehe BÖCKLI, § 2 Rz. 273 f.; OBRECHT, 7 ff.; ZINDEL/ISLER, BSK OR 652b N 2; ferner FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz. 14 ff.

157 Siehe auch den Entscheid des BGer vom 5. März 2003, 4C_242/2001, E. 5.2, wonach eine Minderung des Einflusses bestehender Aktionäre ausserhalb des Zwecks der Vinkulierung liege. Anders zu beurteilen ist die Situation, wenn ein Aktionär über die ihm (aufgrund seiner bisherigen Beteiligung) zustehenden Bezugsrechte hinaus weitere Bezugsrechte erwirbt.

158 Siehe BIERI, Rz. 463; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 Rz. 290; KLÄY, 319 f.; WENGER, 80; ZINDEL, 118 f.; ZINDEL/ISLER, BSK OR 650 N 32a und 652b N 27; ferner THOMAS VON PLANTA, 114 ff.

159 Siehe KLÄY, 319; THOMAS VON PLANTA, 147.

160 Zum Einen kommt es bei Dritten nicht zu einer Verwässerung der Aktionärsstellung, zum Anderen können sie die Konditionen der Einräumung der Bezugsrechte mit der Gesellschaft frei verhandeln. Siehe dazu BIERI, Rz. 462.

161 Gl.M. BIERI, Rz. 462; BÖCKLI, § 2 Rz. 292; THOMAS VON PLANTA , 147 ff.; a.M. KLÄY, 321 f. m.w.H.; RUDIN, HSA Rz. 52.152; ZINDEL/ISLER, BSK OR 652b N 28; so wohl auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 Rz. 290.

Als *derivativer* Erwerb wird vorliegend jeder nicht-originäre Erwerb verstanden. Ein derivativer Erwerb liegt beispielsweise vor, wenn jemand die Bezugsrechte von einer Person erwirbt, welche diese originär von der Gesellschaft zugeteilt erhalten hat.[162] Beim derivativen Erwerb sind die Vinkulierungsbestimmungen ohne Weiteres anwendbar und zwar unabhängig davon, ob der Erwerber selbst Aktionär ist oder ob es sich um einen Dritten handelt.[163] Will der Aktionär, der die Bezugsrechte originär erworben hat, diese persönlich ausüben und sich dadurch vor der Verwässerung seiner Aktionärsstellung schützen, kann ihm keine Vinkulierungsvorschrift entgegengehalten werden. Entscheidet er sich allerdings dafür, sie zu veräussern, ist die Situation ähnlich wie bei einer normalen Veräusserung von Aktien, weshalb die Vinkulierungsvorschriften Anwendung finden. Art. 652b Abs. 3 OR schützt den derivativen Erwerber nicht in seinem Bestreben, die Stimmmacht auszubauen.[164] Wäre der derivative Erwerb von Bezugsrechten ebenfalls von der Vinkulierung ausgenommen, könnte diese durch den Aufkauf von Bezugsrechten umgangen werden.[165]

Werden Bezugsrechte durch Erbgang, Erbteilung oder eheliches Güterrecht erworben, ist zu unterscheiden, ob der Rechtsvorgänger die Bezugsrechte als Aktionär originär erworben hat oder ob er sie – egal ob als Aktionär oder als Dritter – derivativ erworben hat. Hat der Rechtsvorgänger die Bezugsrechte originär als Aktionär erworben, kommt Art. 685d Abs. 3 OR analog zur Anwendung. Handelt es sich beim Rechtsvorgänger allerdings um einen derivativen Erwerber, liegt keine privilegierte Erwerbsart vor.[166]

---

162 KLÄY, 322; OBRECHT, 73.

163 Ebenso BIERI, Rz. 464 f.; BÖCKLI, § 2 Rz. 292; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 Rz. 290; KLÄY, 322 f., mit dem Hinweis auf Art. 650 Abs. 2 Ziff. 9 OR, wonach im öffentlich beurkundeten Generalversammlungsbeschluss die Voraussetzungen für die Ausübung vertraglich erworbener Bezugsrechte angegeben werden müssen. Die Vinkulierung könne demnach gegenüber vertraglich erworbenen Bezugsrechten nur dann zur Anwendung gebracht werden, wenn dies im Generalversammlungsbeschluss ausdrücklich vorgesehen sei. NOBEL, AJP 1993, 1174; OBRECHT, 83 und 87 f.; RUDIN, HSA Rz. 52.153; STRAZZER, 268 f.; ZINDEL/ISLER, BSK OR 650 N 25 f.; a.M. KNOBLOCH, 19.

164 BIERI, Rz. 464 f.

165 Siehe KLÄY, 321.

166 KLÄY, 323.

b. Wandel- und Optionsrechte

Entsprechend der Bestimmung für Bezugsrechte von Art. 652b Abs. 3 OR enthält Art. 653d Abs. 1 OR eine Sonderregelung für Wandel- und Optionsrechte. Demnach darf dem Gläubiger oder Arbeitnehmer, dem ein Wandel- oder Optionsrecht zum Erwerb von Namenaktien zusteht, die Ausübung dieses Rechtes grundsätzlich nicht wegen einer Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien verwehrt werden. Die Gesellschaft kann durch Generalversammlungsbeschluss von dieser Regelung abweichen. Dann müssen die Statuten und der Emissionsprospekt explizit auf diese Abweichung hinweisen.[167] Dadurch kann die Gesellschaft verhindern, dass sich Dritte, denen beim Erwerb an der Börse die Stellung als Aktionär *mit Stimmrecht* aufgrund einer Vinkulierungsbestimmung verwehrt wäre, an der Börse mit Wandel- oder Optionsrechten eindecken und dadurch die Vinkulierung umgehen können.[168]

Trotz Vinkulierungsvorbehalt kann die Gesellschaft Aktionären, welche entsprechend ihrer Beteiligung Vorwegzeichnungsrechte erhalten haben bzw. welchen Optionsrechte zugeteilt wurden, die Vinkulierung nicht entgegenhalten.[169] Dies

---

167 Art. 653d Abs. 1 OR. Die Gesellschaft darf die Übertragung jedoch nicht im Emissionsprospekt über die in den Statuten erwähnten Ablehnungsgründe hinaus erschweren. Siehe BIERI, Rz. 468 Fn. 855; KLÄY, 325; THOMAS VON PLANTA , 152 ff.; WENGER, 124; ZINDEL/ISLER, BSK OR 653d N 4; siehe auch Votum von VRENI SPOERRY, Amtl. Bull. NR (1990), 1382: «Es geht aus dem Antrag hervor, dass die Eintragung grundsätzlich nicht verweigert werden darf, es sei denn, dass dies in den Statuten und im Emissionsprospekt vorbehalten wird. Damit ist ganz klar, dass im Emissionsprospekt keine Ausschlussgründe aufgeführt werden dürfen, die nicht auch in den Statuten figurieren.»

168 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 251; THOMAS VON PLANTA, 153; WIDMER, 167; ZINDEL/ISLER, BSK OR 653d N 3. Siehe auch Votum von VRENI SPOERRY, Amtl. Bull. NR (1990), 1358 f.: «Es ist sinnwidrig, dass ein Aktionär, der aufgrund der Statuten als Namenaktionär nicht eingetragen werden kann, wenn er direkt Namenaktien kauft, eingetragen werden muss, sobald er sich im Rahmen einer Wandel- oder Optionsanleihe an der Börse mit einer ganzen Serie von Bezugsrechten eindeckt. Dabei ist klar: Die bisherigen Aktionäre müssen im Rahmen ihrer Bezugsberechtigung selbstverständlich eingetragen werden. Neue Aktionäre, welche sich Bezugsrechte an der Börse verschaffen, müssen jedoch den statutarischen Vinkulierungsvorschriften unterstehen.» Vgl. auch Votum von Berichterstatter PASCAL COUCHEPIN, Amtl. Bull. NR (1990), 1381 f.

169 Gl.M. BIERI, Rz. 469; KLÄY, 326; ZEN-RUFFINEN/URBEN, CR CO 653d N 6; WENGER, 125; ZINDEL/ISLER, BSK OR 653d N 4 a); a.M. THOMAS VON PLANTA, 153, wonach ein Aktionär, der eine Wandel- bzw. Optionsanleihe ausübe, dies nicht in seiner Eigenschaft als Aktionär tue, sondern in seiner Stellung als Anleihegläubiger. Für das

ergibt sich zum einen daraus, dass der *originäre* Erwerb durch den Aktionär nicht von der Vinkulierung erfasst ist. Zum anderen schützt das Gesetz die bisherige Kapital- und Stimmbeteiligungen der bestehenden Aktionäre.[170] Im Verhältnis ihrer bisherigen Beteiligung müssen Aktionäre also als Aktionäre *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen werden. Erwirbt ein Aktionär über diesen Anteil hinaus Wandel- oder Optionsanleihen, darf ihm die Gesellschaft für die zusätzlichen Namenaktien die Vinkulierung entgegenhalten.[171]

2.3 Nutzniessung und Verpfändung

a. Nutzniessung

Zur Bestellung einer Nutzniessung ist bei Aktien die Übertragung der Aktionärsrechte auf den Erwerber erforderlich (Art. 746 ZGB).[172] Gemäss Art. 755 Abs. 1 ZGB hat der Nutzniesser das Recht auf Besitz, Gebrauch und Nutzung der Sache.[173] Nach Art. 755 Abs. 2 ZGB obliegt dem Nutzniesser die Verwaltung der Sache. Die Nutzniessung umfasst entsprechend nicht nur die Vermögensrechte, sondern sämtliche Mitgliedschaftsrechte.[174] Dieser Logik folgend wird das Stimmrecht aus den nutzniessungsbelasteten Aktien nach Art. 690 Abs. 2 OR durch den Nutzniesser ausgeübt.[175] Da diese gesetzliche Regelung nicht zwingender Natur ist, können die Statuten das Stimmrecht aber auch dem Eigentümer der Aktien zuweisen.[176]

Das Gesetz regelt in Art. 685a Abs. 2 OR ausdrücklich, dass die statutarischen Übertragungsbeschränkungen auch für die Begründung einer Nutzniessung gelten. Mit dieser Regelung wollte der Gesetzgeber verhindern, dass unerwünschte

---

Verhältnis zwischen Wandel- bzw. Optionsrecht und Vinkulierung sei es demnach irrelevant, ob ein Aktionär oder ein Dritter die Wandel- bzw. Optionsanleihe zeichne. WIDMER, 167.

170 Vgl. Art. 653c Abs. 1 OR; siehe dazu BIERI, Rz. 469.

171 BIERI, Rz. 469; KLÄY, 326.

172 Siehe BÄRTSCHI, 319; LÄNZLINGER, BSK OR 690 N 10.

173 Bei der Ausübung dieser Rechte hat er gemäss Art. 755 Abs. 3 ZGB nach den Regeln einer sorgfältigen Wirtschaft zu verfahren.

174 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 144; KLÄY, 308; LÄNZLINGER, BSK OR 690 N 12.

175 LÄNZLINGER, BSK OR 690 N 12. Der Nutzniesser ist dem Eigentümer jedoch ersatzpflichtig, wenn er dessen Interessen nicht angemessen Rechnung trägt.

176 MAX BAUMANN, 51; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 143 f.; BÜRGI, ZK OR 690 N 22; KLÄY, 309; LÄNZLINGER, BSK OR 690 N 13.

Personen mittels Nutzniessung über den durch Prozentvinkulierung festgelegten Schwellenwert hinaus Einfluss auf die innergesellschaftliche Willensbildung erhalten.[177] Der Gesellschaft stehen bei der Begründung einer Nutzniessung somit dieselben Ablehnungsmöglichkeiten zur Verfügung wie bei der Übertragung einer Aktie zu Eigentum.[178] Eine statutarische Bestimmung, welche die Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen auf die Einräumung einer Nutzniessung ausdrücklich vorsieht, ist nicht notwendig.[179]

b. Verpfändung

Der Zweck einer Verpfändung liegt darin, dem Gläubiger Sicherheit für dessen Forderung zu gewähren.[180] Im Falle einer Nichtbefriedigung hat der Gläubiger nach Art. 891 Abs. 1 ZGB ein Recht auf Ersatzbefriedigung am Pfandobjekt. Im Gegensatz zur Nutzniessung umfasst die Verpfändung die Nutzung und Verwaltung der Aktie allerdings nicht.[181] Nach Art. 905 Abs. 1 ZGB werden verpfändete Aktien in der Generalversammlung durch die Aktionäre und nicht durch die Pfandgläubiger vertreten. Damit verbleibt das Stimmrecht – wie auch das Anfechtungsrecht – beim Aktionär.[182] Die Verpfändung einer Aktie führt somit in der Regel nicht zur Einflussnahme auf die Willensbildung der Gesellschaft durch den Pfandgläubiger.[183] Art. 905 ZGB ist jedoch *dispositiver* Natur, weshalb der

---

177 Siehe KLÄY, 309; LUTZ, 33.

178 Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 115; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 6; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 127; LUTZ, 33; SCHMID, CHK OR 685a N 2; ZOBL, SZW 1994, 166. Während die Gesellschaft bei börsenkotierten Namenaktien dem Nutzniesser lediglich das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte verweigern kann, ist für die Begründung einer Nutzniessung an nicht kotierten Namenaktien die Zustimmung der Gesellschaft erforderlich. Siehe KLÄY, 309.

179 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 6.

180 Vgl. Art. 891 Abs. 2 ZGB.

181 Siehe BÄRTSCHI, 332; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 136; KLÄY, 309; SCHLEIFFER, 33.

182 Dieser hat bei der Ausübung des Stimmrechts allerdings das Interesse des Pfandgläubigers an der Werterhaltung des Pfandgegenstandes zu berücksichtigen. Die Berücksichtigung der Interessen des Pfandgläubigers an der Werterhaltung der verpfändeten Aktien ist nicht als Einflussnahme auf die Willensbildung der Gesellschaft zu qualifizieren. Vgl. dazu VON SALIS, 167 Fn. 776; ZBINDEN, 85 m.w.H.; ferner FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 188.

183 KLÄY, 310; LUTZ, 33 f.; vgl. BÄRTSCHI, 328 f.

Aktionär auch den Pfandgläubiger zur Vertretung der Aktien in der Generalversammlung ermächtigen kann (vgl. Art. 689a Abs. 1 OR).[184]

Die Treuhändervinkulierung ist nicht anwendbar auf die Pfandbestellung von börsenkotierten Namenaktien. Da keine Übertragung der Aktien stattfindet, muss dies gemäss der gesetzlichen Konzeption der Vinkulierungsordnung auch dann gelten, wenn der Aktionär den Pfandgläubiger zur Vertretung der Aktien in der Generalversammlung ermächtigt. Da der Vinkulierungsordnung *einseitig zwingende* Wirkung zukommt, kann die Gesellschaft die Vinkulierung statutarisch zwar lockerer gestalten, nicht aber verschärfen.[185] Eine statutarische Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Vinkulierung auf die Verpfändung von börsenkotierten Namenaktien ist nach herrschender Lehre nicht zulässig.[186]

Von der Pfandbestellung zu unterscheiden ist jedoch die *Pfandverwertung*. Werden die verpfändeten Aktien zu einem späteren Zeitpunkt im Rahmen einer Pfandverwertung veräussert, findet immer ein Eigentümerwechsel statt. Nach der hier vertretenen Ansicht kommt die Vinkulierung für börsenkotierte Namenaktien[187]

---

184 Siehe BÄRTSCHI, 329; BAUER, BSK ZGB 905 N 5; SCHLEIFFER, 33.

185 Siehe Art. 685b Abs. 7 OR, wonach die Statuten die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht (über die gesetzliche Regelung hinaus) erschweren dürfen. Auch wenn sich diese Bestimmung bei der Regelung für nicht kotierte Namenaktien findet, muss dies umso mehr auch für börsenkotierte Namenaktien gelten, bei welchen der Gesetzgeber die Möglichkeit der Übertragungsbeschränkung gerade auf ein absolutes Minimum beschränken wollte. Siehe auch Botschaft Aktienrecht 1983, 901; KLÄY, 308; ZOBL, SZW 1994, 167.

186 BAUER, BSK ZGB 899 N 42; BÖCKLI, § 6 Rz. 115; DEFFERRARD, 30; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 684 N 13 und 685a N 6; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 34; KLÄY, 310; ZOBL, SZW 1994, 167; a.M. LUTZ, 34 (jedoch zu aOR); SCHMID, CHK OR 685a N 2, welcher eine statutarische Ausdehnung der Vinkulierung auf die Verpfändung als zulässig erachtet. SUTER, 64; TROXLER, ST 1996, 54, mit dem Hinweis auf die Botschaft Aktienrecht 1983, 899, worin die Möglichkeit der statutarischen Ausdehnung der Vinkulierung auf die Verpfändung noch als zulässig erachtet wurde. Diese Aussage bezieht sich jedoch auf die frühere Vinkulierungsordnung, welche später im Gesetzgebungsprozess noch stark abgeändert wurde. Siehe dazu KLÄY, 310 Fn. 38.

187 Bei nicht kotierten Namenaktien kann die Gesellschaft den Erwerber, welcher die Aktien durch Zwangsvollstreckung erworben hat, gemäss Art. 685b Abs. 4 OR nur ablehnen, wenn sie ihm die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet.

bei beiden Arten der Pfandverwertung, d.h. sowohl bei der Zwangsvollstreckung als auch bei der Privatverwertung,[188] wie gewohnt zur Anwendung.[189]

c. Sicherungsübereignung und Sicherungszession

Wie die Verpfändung verfolgen auch die Sicherungsübereignung und die Sicherungszession[190] von Aktien den wirtschaftlichen Zweck der Kreditsicherung.[191] Im Gegensatz zur Verpfändung überträgt der Sicherungsgeber im Rahmen der Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession die Aktien fiduziarisch auf den Sicherungsnehmer. Bei der Sicherungsübereignung erwirbt der Sicherungsnehmer also das Aktieneigentum,[192] bei der Sicherungszession wird der Sicherungsnehmer Vollrechtsinhaber. Eine parteiinterne Vereinbarung beschränkt dabei die Verfügungsbefugnis des Sicherungsnehmers und hält fest, dass die Übertragung der Aktien auf den Sicherungsnehmer nur Sicherungszwecken dienen soll.[193]

Bei einer Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession werden die börsenkotierten Namenaktien *ausserbörslich* auf den Sicherungsnehmer übertragen.

---

188 Bei der Privatverwertung kann der Pfandgläubiger die verpfändeten Aktien gestützt auf eine entsprechende Parteiabrede mit dem Pfandschuldner freihändig verwerten. Siehe KLÄY, 310.

189 Gl.M. KLÄY, 310 f.; wohl auch BAUER, BSK ZGB 899 N 42 und REETZ/GRABER, CHK ZGB 899 N 21, welche die Prozentklausel unabhängig von der Art der Pfandverwertung als anwendbar erachten. Vgl. BRUNNER, 168. Siehe zur Zwangsvollstreckung vorne S. 27 f.

190 Die *Sicherungszession* (Sicherungsabtretung) unterscheidet sich von der Sicherungsübereignung durch das *andersartige Sicherungsobjekt,* ansonsten teilt sie mit dieser die wesentlichen Merkmale. So besteht das Wesen der Sicherungszession darin, dass der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer ein Sicherungsobjekt – *eine Forderung oder ein Recht* – zur Sicherstellung einer Hauptforderung zu vollem Recht abtritt. Je nach Ausgestaltung der Aktien als Wertrechte, also entmaterialisierte Wertpapiere wie beispielsweise Namenaktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck, oder als Ordrepapiere liegt entweder eine Sicherungszession oder bei Letzteren eine Sicherungsübereignung vor. Der Zessionar wird Vollrechtsinhaber und ist damit – bei vinkulierten Namenaktien unter Vorbehalt der Anerkennung als Aktionär mit Stimmrecht – zur Ausübung des Stimmrechts formell und materiell legitimiert. Siehe BAUER, BSK ZGB 899 N 9 und Vorbem. 884–894 N 32 ff.; MÜHL/PETEREIT, in: Hadding/Schneider, Rz. 497 ff. und 520 ff.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1396 f., 1507 ff. und 1609.

191 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 35; ZOBL, SZW 1994, 168.

192 BÄRTSCHI, 277.

193 BÄRTSCHI, 277; BRUNNER, 168; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 35.

Gemäss Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR geht das Aktieneigentum beim ausserbörslichen Erwerb erst mit der Einreichung des Anerkennungsgesuchs auf den Sicherungsnehmer über. Damit die Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession durchgeführt werden kann, muss der Sicherungsnehmer folglich ein Anerkennungsgesuch einreichen.[194] Die Zustimmung der Gesellschaft ist für den Eigentumsübergang allerdings nicht notwendig.[195] Die Anwendung der Treuhändervinkulierung auf den Sicherungsnehmer wird im 3. Teil untersucht.[196]

2.4 Liquidation

Gemäss Art. 685a Abs. 3 OR fällt die statutarische Beschränkung dahin, sobald die Gesellschaft in Liquidation tritt. Im Liquidationsfall kann die Gesellschaft kein schützenswertes Interesse an der Einflussnahme auf den Aktionärskreis mehr geltend machen.[197] Ab diesem Zeitpunkt gilt zwingend der in Art. 684 Abs. 1 OR statuierte Grundsatz der freien Übertragbarkeit von Namenaktien.[198]

2.5 Anlagefonds und andere Kollektivanlagen

Für kollektive Kapitalanlagen bestimmt Art. 23 Abs. 1 KAG, dass die mit den Anlagen verbundenen Mitgliedschaftsrechte unabhängig und ausschliesslich im Interesse der Anlegerinnen und Anleger auszuüben sind. Die Botschaft zum KAG konkretisiert, dass die Fondsleitung die mit den Anlagen verbundenen Mitgliedschaftsrechte immer dann wahrnehmen muss, wenn Traktanden die Interessen der Anleger nachhaltig tangieren können.[199] Gemäss Art. 30 KAG verwaltet die Fondsleitung den Anlagefonds zwar *für Rechnung* der Anlegerinnen und Anleger, aber selbständig[200] und *in eigenem Namen.* Die Fondsleitung handelt insbesondere auf eigene Verantwortung und ohne Weisungsrecht des Kollektivanlegers.[201] Um

---

194 Siehe BRUNNER, 168.

195 Vgl. BRUNNER, 168; anders hingegen ZOBL, SZW 1994, 168, der die Zustimmung der Gesellschaft als für die Sicherungsübereignung notwendig erachtet. Richtigerweise ist die Zustimmung der Gesellschaft nur notwendig, wenn der Sicherungsnehmer das Stimmrecht und andere mit diesem zusammenhängende Rechte ausüben will.

196 Siehe zum fiduziarischen Aktienerwerb unter Art. 685d Abs. 2 OR hinten S. 181 ff.

197 KLÄY, 349 m.w.H.

198 BÖCKLI, § 17 Rz. 27; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 7.

199 Botschaft KAG, 6446.

200 Vgl. Art. 25 Abs. 1 lit. b und Art. 30 lit. d KAG.

201 BÖCKLI, § 6 Rz. 120a.

Unsicherheiten bei der Anerkennung von Anlagefonds als Aktionäre *mit Stimmrecht* zu vermeiden, hat der Gesetzgeber den Erwerb von börsenkotierten Namenaktien durch Anlagefonds vom Anwendungsbereich der Treuhändervinkulierung ausgenommen:[202] Art. 685d Abs. 2 OR findet gemäss Art. 23 Abs. 2 KAG keine Anwendung auf Anlagefonds.

Nach GERICKE ist allerdings nicht auszuschliessen, «dass man die Treuhändervinkulierung dann anrufen kann, wenn ein Fondsverwalter die tatsächliche Stimmabgabe – und sei es nur im materiellen Sinn (d.h. Festlegung des Stimmverhaltens) – an eine Drittperson delegiert, welche weder wirtschaftlich Berechtigte noch Fondsverwalterin ist».[203]

III. Erwerb von Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung

Das nachfolgende Kapitel widmet sich der Ermittlung des materiellen Gehalts der Treuhändervinkulierung. Hierfür ist zunächst ein kurzer Rückblick auf die Entstehungsgeschichte der Vinkulierungsordnung notwendig. Sodann wird durch Auslegung die Bedeutung der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» ermittelt.

1. Entstehungsgeschichte der Vinkulierungsordnung

Die im Entwurf des Bundesrates von 1983 vorgesehene Vinkulierungsordnung basierte noch auf dem *Grundsatz der Einheit des Aktienrechts* und sah entsprechend für alle Aktiengesellschaften – unabhängig von ihrer Grösse – dieselben Normen vor.[204] Im Vergleich zum früheren Recht sollten allerdings die Vinkulierungsmöglichkeiten stark eingeschränkt werden. Eine Ablehnung sollte nur noch möglich sein, wenn die Gesellschaft einen wichtigen Grund bekannt gibt oder dem

---

202 KÜHNE, Rz. 308; PFENNINGER/NÜESCH, BSK KAG 23 N 10; siehe auch Votum von BRUNO FRICK, Amtl. Bull. StR (2006), 353.

203 GERICKE, 97. Siehe zur Behandlung von Stimmrechtsberater und -vertreter unter Art. 685d Abs. 2 OR hinten S. 236 ff.

204 Botschaft Aktienrecht 1983, 972 ff. Nach dem *Grundsatz der Einheit des Aktienrechts* sollen für alle Aktiengesellschaften – also sowohl für Einmann- wie auch für Publikumsgesellschaften – dieselben Normen anwendbar sein.

Veräusserer anbietet, die Aktien zum wirklichen Wert zu übernehmen.[205] Im Verlauf der parlamentarischen Beratung wurde dann allerdings eine völlig neue Vinkulierungsordnung entwickelt. Mit Blick auf den Börsenhandel vinkulierter Namenaktien erarbeitete der Ständerat 1988 eine *neue, zweigeteilte Vinkulierungsordnung,* bei welcher die Ablehnungsgründe an die Erwerbs*art* geknüpft wurden.[206] So unterschied das ständerätliche Modell zwischen börsenmässigem und ausserbörslichem Erwerb. Nach diesem Modell wären für dieselbe Namenaktie je nach Erwerbsart unterschiedliche Ablehnungsgründe zur Anwendung gelangt. Der Nationalrat stimmte mit dem Ständerat zwar darin überein, dass aufgrund des Börsenhandels eine Zweiteilung notwendig sei, doch knüpfte er diese an die Börsenkotierung.[207] Neu sollte die Vinkulierungsordnung – unter Aufgabe der Einheit des Aktienrechts – zweigeteilt werden: Während den Gesellschaften bei nicht kotierten Namenaktien noch ein etwas grösserer Spielraum zugestanden wurde, schränkte das Parlament die Vinkulierungsmöglichkeiten bei börsenkotierten Namenaktien stark ein. Zusätzlich entschied sich der Gesetzgeber im Interesse der Börsengängigkeit dazu, den *Rechtsübergang* bei börsenkotierten Namenaktien unabhängig von der Anerkennung durch die Gesellschaft auszugestalten.[208]

2. Folgen des Entstehungsprozesses

Die Entstehungsgeschichte zeigt, dass die geltende Vinkulierungsordnung nicht auf dem (sorgfältig ausgearbeiteten) Entwurf des Bundesrates beruht. Sie entstand vielmehr in der parlamentarischen Debatte im Rahmen des Differenzbereinigungs-

205 Art. 685b Abs. 1 E-OR 1983.

206 Siehe dazu Amtl. Bull. StR (1988), 454 f., 481–499; Prot. StRK 1986–1988, 242–257, 480–486, 490–532, 556–571, 573–603, 636–647; KLÄY, 113 ff.

207 Siehe Amtl. Bull. NR (1990), 1363–1382; siehe dazu KLÄY, SZW 1990, 122 ff.; KLÄY/JÄGGI, SZW 1990, 301 ff.

208 Aus diesem Grund geht das Eigentum an börsenkotierten Namenaktien auch dann auf den Erwerber über, wenn dieser von der Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt wird (Art. 685f Abs. 1 OR).

verfahrens.[209] Dies führte dazu, dass der Gesetzestext nicht immer klar und teilweise sogar fehlerhaft ist.[210]

Folgen dieses Entstehungsprozesses zeigen sich auch im Wortlaut von Art. 685d Abs. 2 OR, wonach die Gesellschaft *die Eintragung im Aktienbuch verweigern kann.* Gemeint ist nicht die Eintragung im Aktienbuch, sondern vielmehr dass die Gesellschaft die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* verweigern kann. Diese Formulierung entstammt dem früheren Recht, als der Eintragung im Aktienbuch noch konstitutive Wirkung zukam.[211] Nach einhelliger Auffassung hat die Eintragung im Aktienbuch unter geltendem Recht bloss deklaratorische Wirkung.[212] Auch der von der Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnte Erwerber muss somit im Aktienbuch eingetragen werden, wenn auch als Aktionär *ohne Stimmrecht.*

3. Auslegung des Begriffs *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung*

Über die Bedeutung der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» besteht grosse Uneinigkeit. Diese Wendung, die den materiellen Gehalt von

---

209 Wegen der Natur des Differenzbereinigungsverfahrens können bereits verabschiedete Bestimmungen nicht mehr an später gemachte Modifikationen angepasst werden. Siehe KLÄY, 121 f.

210 Hierfür bezeichnend das Votum von CARL MIVILLE, Amtl. Bull. StR (1988), 497: «Wir gelangen jetzt immer mehr dazu, eine Formulierung zu suchen, von der wir hoffen, dass der Nationalrat sie verbessert. Das ist ein eigentümliches Vorgehen für einen Rat, der sonst gewohnt ist, juristisch einwandfrei zu formulieren. Es ist aber gleichzeitig ein Hinweis auf die Schwierigkeit der Materie, die wir zu bewältigen haben.»

211 Siehe beispielsweise BGE 69 II 313 E. 2.

212 BGE 87 II 249 E. 1; BGE 90 II 164 E. 3 (zu Art. 685 Abs. 4 aOR 1936, welcher der geltenden Bestimmung in Art. 686 Abs. 4 OR entspricht); Entscheid des HGer ZH vom 14. Mai 2008, ZR 2009, Nr. 15, E. 3.2; Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.3; BAUDENBACHER, BSK OR 622 N 13; BENZ, 111 ff.; BÖCKLI, § 6 Rz. 325; BÜRGI, ZK OR 685 N 9; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 47; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 4; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 84 und § 44 Rz. 90; KLÄY, 363; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 Rz. 391; PLÜSS, OFK AG OR 622 N 11; RUDIN, HSA Rz. 54.42; STUDER, 23; VON DER CRONE, § 3 Rz. 45; ZOBL, SZW 1992, 50.

Art. 685d Abs. 2 OR massgebend definiert, wird in der Literatur unterschiedlich ausgelegt.

Im Folgenden ist durch Auslegung unter Anwendung der klassischen Auslegungselemente zu ermitteln, was unter der Erklärung, die Aktien *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben,* zu verstehen ist. Das Bundesgericht befolgt bei der Auslegung einen *pragmatischen Methodenpluralismus,* ohne die einzelnen Auslegungselemente einer hierarchischen Prioritätsordnung zu unterstellen.[213]

3.1 Das grammatikalische Element

Nach Bundesgericht ist der Wortlaut Ausgangspunkt jeder Auslegung.[214] Mittels grammatikalischer Auslegung soll eine Spannbreite möglicher Bedeutungen des Wortsinns abgesteckt werden.[215] Innerhalb dieses abgesteckten Rahmens soll schliesslich die *nach den Worten naheliegendste Bedeutung* identifiziert werden.[216]

Art. 685d Abs. 2 OR lautet wie folgt:

«Die Gesellschaft kann überdies die Eintragung in das Aktienbuch verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat.»

Vorliegend ist durch grammatikalische Auslegung die Bedeutung des Ausdrucks *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung* zu ermitteln.

a. Sprachgebrauch im Obligationenrecht

Die Terminologie «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» kommt in unterschiedlichen Ausprägungen an verschiedenen Stellen im Obligationenrecht vor,[217] stützt sich dabei letztlich aber immer auf das Stellvertretungsrecht. Der in Art. 685d Abs. 2 OR verwendete Ausdruck «im eigenen Namen und auf eigene

---

213 BGE 121 III 219 E. 1d/aa; BGE 123 III 24 E. 2a; BGE 124 III 266 E. 4; BGE 127 III 415 E. 2; BGE 131 III 314 E. 2.2; BGE 139 III 491 E. 4.2; BGE 141 III 155 E. 4.2.

214 BGE 131 III 314 E. 2.2; BGE 140 V 213 E. 4.1; EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, BK ZGB 1 N 206; KRAMER, 61; LARENZ/CANARIS, 141.

215 EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, BK ZGB 1 N 222.

216 EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, BK ZGB 1 N 222.

217 Siehe beispielsweise Art. 401 Abs. 1 und 3 OR, Art. 408 Abs. 1 OR, Art. 418a Abs. 1 OR sowie Art. 425 Abs. 1 OR.

Rechnung» (frz. *«en son propre nom et pour son propre compte»;* ital. *«in proprio nome e per proprio conto»)* entspringt denn auch der Begrifflichkeit der *indirekten Stellvertretung.* Bei der indirekten Stellvertretung handelt der Vertreter *im eigenen Namen aber auf fremde Rechnung* – nämlich auf Rechnung des Vertretenen.[218] *Im eigenen Namen* handelt, wer – ausdrücklich oder stillschweigend – den Willen äussert, sich persönlich durch das Rechtsgeschäft zu verpflichten.[219] Deshalb wird der Dritte in der Regel davon ausgehen, dass der Vertreter ein Eigengeschäft[220] abschliesst.[221] Die Wirkungen des Rechtsgeschäfts treffen ausschliesslich den Vertreter, nicht jedoch den indirekt Vertretenen.[222] Der Ausdruck *für fremde Rechnung* bedeutet, dass der Erfolg des Geschäfts wirtschaftlich dem indirekt Vertretenen zukommt.[223] Dies geschieht durch die vertragliche Regelung im Innenverhältnis zwischen dem Vertreter und dem indirekt Vertretenen, mit dem der wirtschaftliche Erfolg des Grundgeschäfts auf den indirekt Vertretenen überführt wird.[224] Unter *wirtschaftlichem Erfolg* sind dabei nicht nur die – positiven wie auch negativen – finanziellen Auswirkungen gemeint, sondern alle sich aus dem Grundgeschäft ergebenden Vor- und Nachteile. Zusammengefasst sind somit unter dem Ausdruck «im eigenen Namen aber auf fremde Rechnung» Sachverhalte zu verstehen, in welchen eine Person gegen aussen den Anschein erweckt, ein

---

218 BGE 100 II 200 E. 8a; BGE 126 III 59 E. 1b; Entscheid des BGer vom 13. September 2005, 4C.134/2005, E. 2.2; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 180; BUCHER, 597 f., der sich jedoch aufgrund möglicher Missverständnisse kritisch zum Begriff der indirekten Stellvertretung äussert. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/EMMENEGGER, Rz. 1426; WATTER, BSK OR 32 N 29; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 165.

219 BGE 100 II 200 E. 8a; BGE 126 III 59 E. 1b; Entscheid des BGer vom 13. September 2005, 4C.134/2005, E. 2.2; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 167.

220 In Abgrenzung zum Vertretungsgeschäft wird unter einem *Eigengeschäft* ein zwischen zwei (oder mehreren) Personen abgeschlossenes Rechtsgeschäft verstanden, bei welchem die Wirkungen des Rechtsgeschäfts zwischen diesen Personen eintreten. Beim *Vertretungsgeschäft* hingegen tritt die rechtliche Wirkung nicht zwischen diesen Personen ein, sondern zwischen einer dieser Personen und einem Dritten. Siehe dazu ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 7.

221 WATTER, BSK OR 32 N 29.

222 BUCHER, 597; WATTER, BSK OR 32 N 31; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 178; siehe auch BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 180.

223 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 180; FELLMANN, BK OR 401 N 26; PESTALOZZI, 39 f.; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 175.

224 Das Innenverhältnis kann rechtlich sehr unterschiedlich ausgestaltet sein. Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 180; BUCHER, 598; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/EMMENEGGER, Rz. 1427; WATTER, BSK OR 32 N 31; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 179.

Eigengeschäft abzuschliessen, während der wirtschaftliche Erfolg im Innenverhältnis jemand anderen trifft.

Nach diesem Begriffsverständnis liegt *bei einem Aktienerwerb kein* Erwerb auf eigenen Namen und auf eigene Rechnung vor, wenn die auf der Käuferseite kontrahierende Person nicht sich selber, sondern einen Dritten verpflichtet und/oder wenn aufgrund einer entsprechenden vertraglichen Vereinbarung im Innenverhältnis der wirtschaftliche Erfolg des Aktienerwerbs nicht der auf der Käuferseite kontrahierenden Person, sondern einem Dritten zukommt. Der wirtschaftliche Erfolg kommt einerseits dann einem Dritten zu, wenn dieser das wirtschaftliche Risiko des Aktienerwerbs trägt.[225] Weil als wirtschaftlicher Erfolg sämtliche sich aus dem Aktienerwerb ergebenden Vor- und Nachteile berücksichtigt werden müssen, kommt andererseits der wirtschaftliche Erfolg auch dann einem Dritten zu, wenn dieser gestützt auf die vertragliche Regelung im Innenverhältnis über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. Kein Erwerb im eigenen Namen und auf eigene Rechnung liegt also vor, wenn der Aktienerwerb zwar rechtlich den Erwerber persönlich verpflichtet, der wirtschaftliche Erfolg des Aktienerwerbs, d.h. die (materielle) Aktionärsstellung, aber auf einen anderen fallen soll. Die Aktien werden dann *im Interesse* des Dritten erworben, wobei dieser gegen aussen im Verborgenen bleibt. Klassische Beispiele solcher Sachverhalte sind der im eigenen Namen auftretende Treuhänder, wie auch der Strohmann, der für einen im

---

225 SCHLEIFFER, 158 f.; VON SALIS, 209; Dieses Begriffsverständnis findet sich auch in der deutschen Literatur. Siehe dazu MARTENS, AG 1993, 500; MERKT, Grosskomm. AktG 71a N 68. Doch auch im deutschen Recht kommt dem Begriff je nach dem spezifischen Verwendungszweck eine unterschiedliche Bedeutung zu. So ist beispielsweise das Halten von Aktien *für Rechnung* der Gesellschaft nach § 71a Abs. 2 AktG nichtig, wenn es der Umgehung der Regeln über den Erwerb eigener Aktien dient (§ 71 Abs. 1 und 2 AktG). Der Dritte hält die Aktien dann *für Rechnung* der Gesellschaft, wenn er den *Weisungen* der Gesellschaft hinsichtlich der Mitgliedschaft unterworfen ist und die Gesellschaft das wirtschaftliche Risiko aus den Aktien wenigstens zum Teil zu tragen hat. Siehe dazu LUTTER/DRYGALA, Kölner Komm. AktG 71a N 8 und 73. Hier zeigt sich, dass der Ausdruck «auf Rechnung von» je nach dem, in welchem Zusammenhang er verwendet wird, einen stärkeren Bezug zur Weisungskomponente oder zur wirtschaftlichen Komponente haben kann. Dies führt dazu, dass sich das Begriffsverständnis – trotz gleichbleibendem Wortlaut – je nach Zusammenhang, in welchem der Ausdruck verwendet wird, stark verändert. Siehe MARTENS, AG 1993, 500 f.

Verborgenen agierenden Hintermann auftritt.[226] Die Begriffswahl des Gesetzgebers deutet darauf hin, dass er vornehmlich solche Personen vor Augen hatte.[227]

Demgegenüber handelt gestützt auf diesen Sprachgebrauch *beim Aktienerwerb im eigenen Namen und auf eigene Rechnung,* wer sich durch den Aktienerwerb selber verpflichtet («im eigenen Namen») und gleichzeitig den wirtschaftlichen Erfolg des Erwerbs selbst beansprucht («auf eigene Rechnung»). Der im eigenen Namen und auf eigene Rechnung handelnde Erwerber bestimmt mitunter auch über die Ausübung des Stimmrechts.

b. Sprachgebrauch im Offenlegungsrecht

Der Ausdruck «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» wird in ähnlicher Form auch ausserhalb des Obligationenrechts verwendet. Nach Art. 11 lit. a FinfraV-FINMA gilt der Erwerb über eine rechtlich *im eigenen Namen* auftretende Drittperson, die *auf Rechnung* der wirtschaftlich berechtigten Person handelt, als indirekter Erwerb einer Beteiligung. Diese Formulierung soll fiduziarische Verhältnisse erfassen, bei welchen ein Treuhänder oder ein anderer Vertreter bei einer Erwerbstransaktion zwischengeschaltet wird.[228] Bei diesen Sachverhalten kommt es zu einem Auseinanderfallen der formellen Aktionärseigenschaft und der wirtschaftlichen Verfügungsmacht über die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte.[229] Bei einer rein formellen Betrachtung solcher Sachverhalte stehen die Stimmrechte dem formellen Aktionär *(legal owner)* zu.[230] Eine materielle Betrachtung zeigt allerdings, dass die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte einer anderen – nämlich der wirtschaftlich berechtigten – Person *(beneficial owner)* zukommt.[231] Diese wirtschaftlich

---

226 Siehe WATTER, BSK OR 32 N 29; ZÄCH/KÜNZLER, BK OR 32 N 168; ferner BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 180 f.

227 Dies ergibt sich auch klar aus den Gesetzesmaterialien. Siehe zur historischen Auslegung hinten S. 54.

228 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 171; siehe GOTSCHEV, Rz. 346; METTIER, 109 f.; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 75 und 77; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 114; ZOBL/KRAMER, Rz. 355.

229 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 167; RENN, 229; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 73; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 114.

230 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 167; WEBER, BSK BEHG 20 N 73; siehe auch RENN, 229.

231 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 167; siehe auch GOTSCHEV, Rz. 346; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 73; siehe auch RENN, 229.

berechtigte Person übt das Stimmrecht im eigenen Interesse aus bzw. weist den formellen Aktionär an, das Stimmrecht in ihrem Interesse auszuüben.[232]

Mit der Formulierung *im eigenen Namen, aber auf Rechnung* der wirtschaftlich berechtigten Person zielt Art. 11 lit. a FinfraV-FINMA auf die Offenlegung der tatsächlichen Kontrollverhältnisse ab.[233] Nach dem Begriffsverständnis des FinfraG und der FinfraV-FINMA werden mit dem Ausdruck *im eigenen Namen, aber auf fremde Rechnung* somit Sachverhalte angesprochen, bei welchen hinter dem formellen Aktionär ein Dritter steht, der die aus der Beteiligung fliessenden Stimmrechte kontrolliert. Im Fokus stehen auch hier die typischen fiduziarischen Rechtsverhältnisse.[234]

c. Fazit

Die Wortwahl des Gesetzgebers für Art. 685d Abs. 2 OR entstammt der Regelung zur indirekten Stellvertretung. Nach dem Begriffsverständnis des Stellvertretungsrechts handelt *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung,* wer sich durch den Aktienerwerb selbst verpflichtet («im eigenen Namen») und gleichzeitig den wirtschaftlichen Erfolg des Aktienerwerbs selbst beansprucht («auf eigene Rechnung»). Negativ ausgedrückt erwirbt ein Erwerber die Aktien nicht «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung», wenn er zwar sich selber verpflichtet, der wirtschaftliche Erfolg des Aktienerwerbs aber einen Dritten trifft. Als wirtschaftlicher Erfolg müssen sämtliche Vor- und Nachteile, die sich aus dem Aktienerwerb ergeben, berücksichtigt werden. Insbesondere muss mit einbezogen werden, wer über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Bestimmt nicht der Erwerber, sondern ein Dritter gestützt auf eine Abrede im Innenverhältnis über die Ausübung des Stimmrechts, erwirbt der Erwerber die Aktien nicht auf eigene Rechnung. Dass dies so ist, zeigt auch der Vergleich mit dem Offenlegungsrechts. Hier wird die Formulierung «im eigenen Namen, aber auf fremde Rechnung» verwendet, um Sachverhalte des indirekten Erwerbs zu erfassen. Nach Art. 120 Abs. 5 Satz 1 FinfraG gelten als indirekter Erwerb alle Vorgänge, die im Ergebnis das

---

232 Um auch jene Fälle zu erfassen, in welchen nicht der (rein) wirtschaftlich Berechtigte, sondern beispielsweise der Treuhänder das Stimmrecht *nach freiem Ermessen* ausüben kann, sieht Art. 120 Abs. 3 FinfraG auch in diesen Fällen eine entsprechende Meldepflicht vor. Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 120 ff.; SCHENKER, Übernahmerecht, 147; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 165 ff.

233 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 169; WEBER, BSK BEHG 20 N 65 f. und 75.

234 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 171; vgl. auch WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 114.

Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können. Die besagte Formulierung erfasst also auch hier Sachverhalte, in denen der Erwerber zwar die Aktien rechtlich betrachtet selber erwirbt, in denen aber ein Dritter über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt.

3.2 Das systematische Element

Sodann soll eine Gesetzesbestimmung systematisch ausgelegt werden. Nach dem systematischen Element soll die Bestimmung nicht isoliert, sondern aus ihrem Kontext heraus verstanden werden.[235] Die einzelne Norm stellt dabei mit thematisch zusammengehörenden Bestimmungen ein System *möglichst kohärenter Wertentscheidungen* dar.[236] Die Bedeutung einer Bestimmung ergibt sich demnach erst aus ihrem Zusammenspiel mit den sie umgebenden Rechtsnormen.[237]

a. In der Systematik der Vinkulierungsordnung

Art. 685d OR befindet sich im Abschnitt über die Beschränkung der Übertragbarkeit. Dieser Abschnitt ist in gesetzliche (Art. 685 OR) und statutarische (Art. 685a ff. OR) Beschränkungen unterteilt. Art. 685d OR ist also Teil der statutarischen Beschränkungen.[238] Diese statutarischen Beschränkungen dienen dem Zweck, *unerwünschte Einflussnahmen auf die innergesellschaftliche Willensbildung auszuschliessen.*[239] Die statutarische «Übertragungsbeschränkung» soll jedoch nicht die Handänderung der Aktien an sich verhindern, sondern vielmehr den mit diesem Aktionärswechsel möglicherweise einhergehenden Einfluss auf die Willensbildung in der Gesellschaft.[240] Diese unerwünschte Einflussnahme auf die innergesellschaftliche Willensbildung erfolgt über das Stimmrecht. Damit die Gesellschaft unerwünschten Einfluss auf die innergesellschaftliche Willensbildung

---

235 FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 81; KRAMER, 92; LARENZ/CANARIS, 145.

236 EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, BK ZGB 1 N 245; FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 81; KRAMER, 92 f.

237 LARENZ/CANARIS, 146.

238 Siehe dazu vorne S. 23 f.

239 Bei der Vinkulierung handelt es sich somit um ein *Zielverbot:* Die Vinkulierungsregeln wollen nicht eine bestimmte Vorgehensweise, sondern einen bestimmten Erfolg, nämlich die unerwünschte Einflussnahme, verhindern. KLÄY, 307; SCHLEIFFER, 244 und 259.

240 Siehe KLÄY, 307.

ausschliessen kann, muss sie folglich wissen, wer Einfluss auf ihre Willensbildung nimmt, d.h. wer über die Ausübung der Stimmrechte an ihren Aktien bestimmt.

b. In der Systematik des Aktienrechts

Nach der Grundidee des Aktienrechts ist die Aktiengesellschaft kapitalbezogen strukturiert.[241] Auch das Stimmrecht bemisst sich grundsätzlich nach der Kapitalbeteiligung.[242] Die Gesellschaft kann aber unter anderem durch die Einführung von Vinkulierungsbestimmungen von dieser Kapitalbezogenheit abweichen und das Stimmrecht bei Vorliegen gewisser statutarisch genannter Gründe beschränken. Solche Abweichungen vom Grundprinzip der Kapitalbezogenheit der Mitgliedschaft sind Ausnahmen und müssen – vor allem bei börsenkotierten Gesellschaften – zurückhaltend Anwendung finden. Art. 685b Abs. 7 OR, der analog für börsenkotierte Namenaktien gilt, statuiert denn auch, dass die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht erschwert werden dürfen. Damit ist gemeint, dass die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht über die gesetzlich vorgesehenen Ablehnungsgründe hinaus erschwert werden dürfen. Bei der Auslegung der Vinkulierungsbestimmungen und damit auch bei der Auslegung der Formulierung «im eigenem Namen und auf eigene Rechnung» ist somit Zurückhaltung geboten. Insbesondere sollte der Gehalt der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» auf das für die Erfüllung des Gesetzeszwecks notwendige Mass beschränkt werden.

c. Fazit

Die systematische Betrachtung zeigt einerseits, dass die unerwünschte Einflussnahme auf die innergesellschaftliche Willensbildung, welche durch statutarische Beschränkungen verhindert werden soll, über das Stimmrecht erfolgt. Um diese Einflussnahme zu verhindern, muss die Gesellschaft wissen, wer über die Ausübung der Stimmrechte an ihren Aktien bestimmt. Andererseits zeigt sich, dass bei der Auslegung der Formulierung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» Zurückhaltung geboten ist. Die Voraussetzungen der Übertragbarkeit dürfen nicht über das gesetzlich notwendige Mass hinaus erschwert werden.

---

241 Vgl. BGE 91 II 298 E. 6b; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 2 Rz. 22.

242 Siehe Art. 692 Abs. 1 OR.

3.3 Das historische Element

Ferner soll eine Gesetzesbestimmung historisch ausgelegt werden. Mit dem historischen Element sollen der Gehalt und Zweck einer Bestimmung aus dem Kontext ihrer Entstehungsgeschichte ermittelt werden.[243] Es geht darum, die sich in der Norm manifestierte *Regelungsabsicht* des Gesetzgebers und die dieser Absicht zugrunde liegenden *Wertentscheidungen* herauszuarbeiten.[244] Das historische Element dient als Richtschnur bei der Ermittlung des Normsinns in der Gegenwart.[245]

Zur Ermittlung der durch die Norm zum Ausdruck gebrachten Regelungsabsicht sind die beim Erlass des Gesetzes erstellten Materialien heranzuziehen.[246]

a. Entstehungsgeschichte von Art. 685d Abs. 2 OR

aa. Keine Hinweise in der Botschaft 1983

Aufgrund der Entstehungsgeschichte der geltenden Vinkulierungsordnung lassen sich aus der Botschaft Aktienrecht 1983 keine Schlüsse für die Auslegung von Art. 685d Abs. 2 OR ziehen. Die Botschaft basierte nämlich noch auf dem Grundsatz der Einheit des Aktienrechts. Die unterschiedliche Regelung für börsenkotierte und nicht kotierte Namenaktien wurde erst spät in der Aktienrechtsrevision

---

243 FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 90.

244 LARENZ/CANARIS, 149.

245 FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 91; LARENZ/CANARIS, 150 f.

246 Das Bundesgericht verfolgt – soweit ersichtlich – keine einheitliche Praxis bezüglich der Gewichtung der Materialien. Diesen gegenüber *ablehnend* äusserte sich das Bundesgericht beispielsweise in BGE 81 I 274 E. 3: «Wie das Bundesgericht wiederholt erklärt hat, ist nicht massgebend, was in den Gesetzesmaterialien steht oder was bei der Gesetzesberatung in der gesetzgebenden Behörde gesagt wurde, sondern was dem Gesetz im Lichte allgemeiner Rechtsanschauung zu entnehmen ist, wobei die gegenwärtigen Verhältnisse zu berücksichtigen sind.» In anderen Entscheiden gestand das Bundesgericht den Materialien (und dem historischen Willen des Gesetzgebers) allerdings durchaus eine *erhöhte Bedeutung* zu. So beispielsweise in BGE 135 III 59 E. 4.3 in Bezug auf Voten in der Parlamentsdebatte: «An diese Wertung des Gesetzgebers ist die rechtsanwendende Gewalt grundsätzlich gebunden, umso mehr als die parlamentarischen Beratungen erst rund zehn Jahre zurückliegen [...] und sich die gesellschaftlichen Verhältnisse seither nicht wesentlich verändert haben.» Siehe dazu FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 94 ff.; KRAMER, 132 ff.

ausgearbeitet.[247] Im Entwurf des Bundesrates war die Sonderregelung für börsenkotierte Namenaktien entsprechend noch nicht vorgesehen.[248]

bb. Vorschlag des EJPD von 1988

Art. 685d Abs. 2 OR geht auf einen Vorschlag des EJPD von 1988 zurück. Die vorgeschlagene Regelung lautete wie folgt:

«Die Gesellschaft kann die Eintragung verweigern, wenn das Gesuch nicht fristgerecht eingereicht wurde, oder wenn der Erwerber nicht ausdrücklich erklärt hat, dass er die Aktien ausschliesslich im eigenen Interesse erwerbe.»[249]

cc. Beratung in der Ständeratskommission

Art. 685d Abs. 2 OR wurde nicht in der parlamentarischen Debatte, sondern in den vorberatenden Kommissionen erarbeitet. Die Ständeratskommission nahm dazu den genannten Vorschlag des EJPD auf. Um klarzustellen, dass es sich dabei um eine zusätzliche Ablehnungsmöglichkeit handelt, wurde der Wortlaut dahingehend angepasst, dass die Gesellschaft die Eintragung *überdies* verweigern kann.[250] Zudem wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens auf das Erfordernis der fristgerechten Einreichung des Eintragungsgesuchs verzichtet.

In der Debatte der vorberatenden Kommission wurde die Frage aufgeworfen, ob eine Umgehung der Prozentvinkulierung durch koordinierte Vorgehensweise nicht auch *im eigenen Interesse* des Erwerbers erfolge.[251] Bei der Beantwortung dieser Frage wurde erläutert, dass Absprachen über die Stimmrechtsausübung grundsätzlich sowohl *nach* dem Erwerb der Aktien als auch *vor* dem Erwerb als zulässig erachtet werden.[252] Gemäss Äusserung in der Kommission soll von Art. 685d Abs. 2 OR lediglich der fiduziarische Erwerb erfasst werden.[253] Werden Aktien fiduziarisch erworben, tritt gegenüber der Gesellschaft lediglich der Treuhänder auf, während der Treugeber, in *dessen Interesse* die Aktien erworben werden, grundsätzlich im Verborgenen bleibt. Diesen Sachverhalt wollte die Kommission erfassen. Hierin zeigt sich der Transparenzzweck der Treuhänder-

247 Siehe zur Entstehungsgeschichte der Vinkulierungsordnung vorne S. 44 f.

248 Vgl. Art. 685b E-OR 1983.

249 Prot. StRK 1986–1988, 576 und 584.

250 Prot. StRK 1986–1988, 589.

251 Prot. StRK 1986–1988, 589.

252 Prot. StRK 1986–1988, 589 f.

253 Prot. StRK 1986–1988, 590.

vinkulierung. Absprachen über die Stimmrechtsausübung sollen nicht mittels Art. 685d Abs. 2 OR verboten werden. Entscheidend ist vielmehr, dass transparente Verhältnisse vorliegen. Wichtig – unter anderem im Zusammenhang mit der Durchsetzung der anderen beiden Vinkulierungsbestimmungen – ist einzig, *wem* das mit den erworbenen Aktien verbundene Stimmrecht zugerechnet werden soll. Bei der Diskussion des Vorschlags des EJPD wurde ausdrücklich darauf hingewiesen, dass mit dieser Bestimmung Umgehungsgeschäfte bekämpft werden sollen.[254]

Aus der Sicht der Ständeratskommission war es deshalb – mit Blick auf den Treuhänder – naheliegend, den möglicherweise unklaren Ausdruck «im eigenen Interesse» durch den nach Meinung des Gesetzgebers präziseren aber inhaltlich gleichbedeutenden Ausdruck «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» zu ersetzen.[255]

Aus den Ständeratskommissionsprotokollen ergibt sich somit, dass der Gesetzgeber die Einflussnahme auf die Willensbildung innerhalb der Generalversammlung durch Vorschieben von fiduziarischen Erwerbern zur Umgehung der übrigen Ablehnungsgründe verhindern wollte. Absprachen über die Stimmrechtsausübung sollen zulässig sein, solange der Erwerber das Stimmrecht *im eigenen Interesse* ausübt.

dd. Beratung in der Nationalratskommission

Im Anschluss an die Ständeratskommission befasste sich 1989 die Nationalratskommission mit Art. 685d Abs. 2 OR.[256] Dabei wurde die Frage aufgeworfen, was der Ausdruck «auf eigene Rechnung» überhaupt bedeute.[257] So wurde gefragt, ob beispielsweise ein Aktienkauf auf Bankkredit *auf eigene Rechnung* stattfinde.[258] Es wurde die Ansicht geäussert, dass diese Frage bejaht werden müsse, da Kredit eigenes Geld sei, der Erwerber ja das Risiko für den Kredit trage.[259] Daraus könnte abgeleitet werden, dass die Tragung des wirtschaftlichen Risikos das entscheidende Element ist, damit jemand Aktien auf eigene Rechnung erwirbt. Dies ist

---

254 Prot. StRK 1986–1988, 589; siehe auch Votum von Bundesrätin ELISABETH KOPP, Amtl. Bull. StR (1988), 491.

255 Prot. StRK 1986–1988, 591 f.; vgl. DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 287.

256 Vgl. Prot. NRK 1989–1990, 114 ff.

257 Prot. NRK 1989–1990, 116 und 129; siehe auch Beilage NRK 16.03.1989, 2.

258 Prot. NRK 1989–1990, 116 und 129.

259 Prot. NRK 1989–1990, 116.

aber m.E. nicht der Fall. Das Vorbringen ist vielmehr dahingehend zu verstehen, dass auch beim durch Kredit finanzierten Erwerb die Verfügungsmacht über die Stimmrechte beim Kreditnehmer und nicht bei der Bank ist.

In der nachfolgenden Diskussion in der Nationalratskommission wurde dann – in Übereinstimmung mit der Ansicht, die schliesslich Eingang ins Gesetz gefunden hat – darauf hingewiesen, dass die Vinkulierung *lediglich* das Stimmrecht erfasse.[260] Die Vermögensrechte blieben unangetastet, auch wenn die Vinkulierung greift.[261] Aus diesem Grund müsse es der Gesellschaft auch gleichgültig sein, wer die Dividende aus den Aktien bekomme.[262] In diesem Sinne handelt auch jener Erwerber *im eigenen Interesse,* der die Aktien gestützt auf einen Bankkredit erworben hat, denn er übt das Stimmrecht an den Aktien nicht im Interesse der Bank, sondern im eigenen Interesse aus.

b. Fazit

Die Betrachtung der Gesetzesmaterialien zeigt, dass Art. 685d Abs. 2 OR der Bekämpfung von Umgehungsgeschäften der anderen Vinkulierungsbestimmungen dient. Der Gesetzgeber hatte dabei vor allem die Umgehung dieser anderen Ablehnungsgründe mittels Treuhänder und Strohmänner vor Augen. Deshalb sollte nur derjenige Erwerber zur Ausübung des Stimmrechts zugelassen werden, der die Aktie auch *im eigenen Interesse* erwirbt. Aufgrund der Unklarheit des Ausdrucks «im eigenen Interesse» entschied sich der Gesetzgeber – mit Blick auf die Umgehung durch fiduziarisch auftretende Aktionäre – für den inhaltlich gleichbedeutenden Ausdruck «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung».

3.4 Das teleologische Element

Das teleologische Element der Auslegung versucht den Normzweck, d.h. die *ratio legis,* zu ermitteln.[263] Um die Bedeutung des Ausdrucks «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» zu ergründen, muss der Zweck der Treuhändervinkulierung betrachtet werden.

---

260 Prot. NRK 1989–1990, 135.

261 Prot. NRK 1989–1990, 135.

262 Prot. NRK 1989–1990, 135.

263 EMMENEGGER/TSCHENTSCHER, BK ZGB 1 N 290; FORSTMOSER/VOGT, § 19 Rz. 101; KRAMER, 159 f.

a. Zweck der Treuhändervinkulierung

aa. Übersicht

Wie bereits beschrieben, liegt der Hauptzweck von Art. 685d Abs. 2 OR darin, die anderen beiden Ablehnungsgründe durchzusetzen.[264] Bei der Untersuchung der Bedeutung des Ausdrucks «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» muss somit auch auf die beiden anderen Vinkulierungsbestimmungen eingegangen werden.

bb. Prozentvinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 1 OR

Mit der *Prozentvinkulierung* soll verhindert werden, dass einzelne Aktionäre einen zu grossen Einfluss auf die Willensbildung innerhalb der Gesellschaft erhalten.[265] Diese Einflussnahme, welche durch die Prozentvinkulierung verhindert werden soll, geschieht über das Stimmrecht. Aufgrund der Regelung des Rechtsübergangs kann eine Gesellschaft bei börsenkotierten Namenaktien mit der Prozentvinkulierung nur verhindern, dass einzelne Aktionäre über die Prozentlimite hinaus *mit Stimmrecht* eingetragen werden, nicht jedoch, dass diese Aktionäre über die Prozentlimite hinaus zusätzliche Aktien erwerben.[266] Für die Prozentvinkulierung ist entsprechend entscheidend, *wer* über die Ausübung des mit den Aktien verknüpften Stimmrechts entscheidet. Nicht entscheidend ist hingegen die wirtschaftliche Komponente der Aktionärsstellung, wie beispielsweise wer die Dividende aus den Aktien erhält. Daher muss die geforderte Offenlegungserklärung Aufschluss darüber geben, wem die Verfügungsmacht über die Ausübung des Stimmrechts an den Aktien zukommt. Erst wenn die Gesellschaft Kenntnis darüber hat, wer letztlich über die Stimmrechte bestimmt, kann sie darüber entscheiden, ob ein Erwerber für die neu erworbenen Aktien als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden muss oder ob er die Prozentlimite überschreitet und folglich als Aktionär *ohne Stimmrecht* eingetragen werden muss.

---

264 Siehe zum Regelungszweck der Treuhändervinkulierung vorne S. 5 ff.

265 Durch die Prozentvinkulierung soll die Stimmkraft dekonzentriert werden. Die Stückelung der Stimmrechte verhindert, dass einzelne Blockaktionäre die *Willensbildung* kontrollieren können. BIERI, Rz. 267 ff.; BOHRER, § 14 Rz. 20; PLETSCHER, SZW 1992, 211; Votum von HANSPETER THÜR, Amtl. Bull. NR (1990), 1372: «Eine prozentmässige Begrenzung ist für uns auch deshalb akzeptabel, weil es durchaus Sinn macht, zu verhindern, dass eine Unternehmung von einem Aktionär oder einer Aktionärsgruppe beherrscht werden kann.»

266 BÖCKLI, ST 1991, 585; FORSTMOSER/PLÜSS, NZZ 09.12.1992; FORSTMOSER/PLÜSS, SJZ 1993, 299.

cc. Ausländervinkulierung gemäss Art. 4 SchlB

Gemäss Art. 4 SchlB kann die Gesellschaft aufgrund einer statutarischen Bestimmung Personen als Erwerber börsenkotierter Namenaktien ablehnen, soweit und solange deren Anerkennung die Gesellschaft daran hindern könnte, durch Bundesgesetze[267] geforderte Nachweise über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen.[268] Gewisse Bundesgesetze verlangen von gewissen Gesellschaften den Nachweis der *schweizerischen Beherrschung.*

Nicht alle diese Vorschriften stellen bei der Beurteilung, ob die *schweizerischen Beherrschung* gegeben ist oder nicht, auf die stimmenmässige Beherrschung ab. Wie gesehen, erfasst die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien allerdings bloss die Stimmrechte. Aufgrund der Ausgestaltung des Rechtsüberganges bei börsenkotierten Namenaktien in Art. 685f Abs. 1 OR, wonach die vermögensmässigen Rechte beim Erwerb von börsenkotierten Namenaktien unabhängig von der Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber übergehen, entsteht nun dort ein Spannungsverhältnis, wo die Vorschriften auf den *Beteiligungsanteil* am Kapital Bezug nehmen.[269] Ein solches Beispiel ist die Lex Friedrich (BewG), welche den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland beschränkt, um die Überfremdung des einheimischen Bodens zu verhindern.[270] Erwirbt eine Aktiengesellschaft ein Grundstück, bedarf sie einer Bewilligung, wenn sie von Personen im Ausland beherrscht wird.[271] Nach Art. 6 Abs. 2 lit. a und lit. b BewG wird die Beherrschung einer juristischen Person durch Personen im Ausland vermutet,[272] wenn diese mehr als einen Drittel des *Aktienkapitals* besitzen oder über mehr als

---

267 Die herrschende Lehre legt den Begriff der *Bundesgesetze* weit aus. Demnach muss nicht zwingend ein Gesetz im formellen Sinne vorliegen. Unter dem Begriff wird vielmehr die *Gesamtheit des Bundesrechts* verstanden. ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 85; BIERI, Rz. 306 Fn. 573; BOHRER, § 14 Rz. 32; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 197; GEHRER, 118 Fn. 425; KLÄY, 242; siehe auch FORSTMOSER, SZW 1992, 65 Fn. 52.

268 Bei der Einführung der neuen Vinkulierungsordnung ging der Gesetzgeber noch davon aus, dass diese Bestimmungen in naher Zukunft aufgehoben werden, weshalb er die Ausländervinkulierung in die Schlussbestimmungen einfügte.

269 Vgl. Art. 102 Abs. 1 lit. c LFV. Siehe BOHRER, § 14 Rz. 32 ff.; KLÄY, 248 f. und 259.

270 Art. 1 BewG.

271 Art. 2 Abs. 1 BewG.

272 Diese Vermutung ist allerdings widerlegbar, d.h. sie kann jederzeit durch den Beweis des Gegenteils beseitigt werden. Siehe Bundesamt für Justiz, Schreiben vom 21. Dezember 1993, 1.

einen Drittel der Stimmen in der Generalversammlung verfügen. Die Regelung des Rechtsüberganges verhindert bei börsenkotierten Namenaktien, dass die Gesellschaft ausländische Aktionäre daran hindern kann, eine Kapitalmehrheit aufzubauen. Mit andern Worten kann die Gesellschaft gestützt auf die Vinkulierung eine Stimmenmehrheit des Erwerbers verhindern, nicht aber eine Kapitalmehrheit.

Der Gesetzgeber war sich über die Diskrepanzen, welche sich aus einer derartigen Gestaltung ergeben, im Klaren. Aus den Voten in der parlamentarischen Beratung wird auch ersichtlich, dass der Gesetzgeber es als für die Sicherstellung der Durchsetzung der Lex Friedrich genügend erachtete, wenn die Gesellschaft Ausländer ab einem gewissen Schwellenwert nur noch als Aktionäre *ohne Stimmrecht* anerkennen muss.[273] Bei der Regelung des Rechtsüberganges in Art. 685f Abs. 1 OR handelt es sich demnach im Verhältnis zu den Bundesgesetzen, die einen Nachweis über die schweizerische Beherrschung auf die Kapitalbeteiligung abstellen, um eine *lex posterior,* in der der Gesetzgeber bewusst von der bisherigen Rechtslage abgewichen ist.[274] Trotz der Regelung des Rechtsüberganges in Art. 685f Abs. 1 OR, wonach die vermögensmässigen Rechte beim Erwerb von börsenkotierten Namenaktien unabhängig von der Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber übergehen, wollte der Gesetzgeber den Gesellschaften mit Art. 4 SchlB ermöglichen, den Nachweis über die schweizerische Beherrschung zu erbringen.[275] In einem Schreiben des Bundesamtes für Justiz vom 21. Dezember 1993

---

273 Siehe die Voten von Berichterstatter PASCAL COUCHEPIN, Amtl. Bull. NR (1990), 1373; CHRISTOPH BLOCHER, Amtl. Bull. NR (1990), 1373 f.; EUGEN DAVID, Amtl. Bull. NR (1990), 1374; Berichterstatter MORITZ LEUENBERGER, Amtl. Bull. NR (1990), 1377; Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1377; CHRISTOPH BLOCHER, Amtl. Bull. NR (1991), 849 f.; KURT SCHÜLE, Amtl. Bull. NR (1991), 850; Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1991), 851: «Es geht darum [...] eine Lösung zu finden, nach der allenfalls nicht mehr eine Mehrheit des Kapitals in schweizerischen Händen liegen muss, wenn die Leitung dieser Bank eindeutig schweizerisch bestimmt ist.» Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1991), 469 f.; so auch KLÄY, 259 f.; siehe hingegen FORSTMOSER/PLÜSS, NZZ 09.12.1992, und FORSTMOSER/PLÜSS, SJZ 1993, 300, die darauf hinweisen, dass der Gesetzgeber durch Art. 4 SchlB zwar sicherstellen wollte, dass die Beteiligungsgrenzen der «Lex Friedrich» auch von Publikumsgesellschaften eingehalten werden können. Hätte der Gesetzgeber die Problematik allerdings besser erkannt, wäre die «Lex Friedrich» zweifellos angepasst worden, weshalb die Inkohärenz der beiden Gesetze auf einem *gesetzgeberischen Versehen* beruhe.

274 KLÄY, 260; siehe auch FORSTMOSER/PLÜSS, NZZ 09.12.1992; FORSTMOSER/PLÜSS, SJZ 1993, 297 ff.; GEHRER, 119; KLEINER, NZZ 03.06.1992.

275 FORSTMOSER/PLÜSS, NZZ 09.12.1992; KLÄY, 269.

an die kantonalen Bewilligungsbehörden stellte das Bundesamt denn auch klar, dass Aktionäre *ohne Stimmrecht* bei der Ermittlung der Beherrschung einer Gesellschaft nicht zu berücksichtigen sind.[276] Eine Anpassung fand auch beim BankG statt. Der Gesetzgeber passte Art. 3bis Abs. 3 BankG dahingehend an, dass bei der Beurteilung der Beherrschung in erster Linie auf das Stimmrecht abzustellen ist.[277] Nach dem Gesetzgeber ist damit auch bei der Ausländervinkulierung entscheidend, wem die Verfügungsmacht über die mit den Aktien verbundenen Stimmrechte zukommt.

dd. Schlussfolgerungen in Bezug auf die Durchsetzungsfunktion

Sowohl für die Prozent- als auch für die Ausländervinkulierung sind die Stimmrechte entscheidend. Zur Durchsetzung der Prozent- und der Ausländervinkulierung muss die Gesellschaft deshalb wissen, *wem* die Verfügungsmacht über die Stimmrechte an den von ihr ausgegebenen Aktien zukommt. Die Treuhändervinkulierung dient der Durchsetzung der Prozent- und der Ausländervinkulierung. Aus dem Gesagten kann geschlossen werden, dass die Treuhändervinkulierung sicherstellen soll, dass die Gesellschaft weiss, wem die Verfügungsmacht über die Stimmrechte an den von ihr ausgegebenen Aktien zukommt. Die Offenlegungserklärung soll also dazu dienen, dass die Gesellschaft für jede Aktie, für die ein Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen ist, weiss, wer über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Kann das Stimmrecht nicht einer Person zugerechnet werden, wird die Durchsetzungsfunktion in Frage gestellt. Für die Durchsetzungsfunktion der Treuhändervinkulierung ist nicht entscheidend, wer das wirtschaftliche Risiko trägt, sondern vielmehr *wer über die Ausübung des Stimmrechts Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft nimmt.*

---

276 Bundesamt für Justiz, Schreiben vom 21. Dezember 1993, 2; siehe auch BIERI, Rz. 309 Fn. 590; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 202; FORSTMOSER/PLÜSS, NZZ 09.12.1992; KLÄY, 261 f.; KLEINER, NZZ 03.06.1992; siehe auch Botschaft BewG 2003, 4363.

277 Ein beherrschender ausländischer Einfluss liegt gemäss Art. 3bis Abs. 3 BankG vor, wenn Ausländer mit qualifizierten Beteiligungen direkt oder indirekt mit mehr als der Hälfte der Stimmen an ihr beteiligt sind oder auf sie in anderer Weise einen beherrschenden Einfluss ausüben. Siehe Zusatzbericht des Eidg. Finanzdepartements 1994, 90, wonach bei einer Kapitalbeteiligung, welche nicht auch das Stimmrecht einschliesst, der Einfluss dieser Aktionäre vernachlässigt werden kann. Ein Einfluss in kapitalmässiger Hinsicht kann, je nach Aktionariatsstruktur, weiterhin über den Weg der Beherrschung «auf andere Weise» berücksichtigt werden. Siehe auch BÖCKLI, § 6 Rz. 99 ff.; KLÄY, 248 ff.

Gestützt auf die teleologische Auslegung zeigt sich hinsichtlich des Hauptzwecks der Treuhändervinkulierung, dass die Erklärung, die Aktien *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung* zu erwerben, Auskunft darüber geben muss, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.* Die Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» soll verhindern, dass bestehende Aktionäre durch vorgeschobene Personen über die statutarisch erlaubte Limite hinaus Einfluss auf die Gesellschaft nehmen können, ohne dies der Gesellschaft gegenüber offenzulegen.[278] Hingegen lässt sich aus der Durchsetzungsfunktion keine Pflicht zur Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten bzw. aller an einer Aktie irgendwie Berechtigter ableiten.

b. Transparenzfunktion der Treuhändervinkulierung

Neben der Durchsetzungsfunktion erfüllt die Treuhändervinkulierung auch eine Transparenzfunktion.[279] Wie bereits oben erwähnt, will die Treuhändervinkulierung die Transparenz über die *Beherrschungsverhältnisse* gewährleisten. Die Beherrschungsverhältnisse ergeben sich aus der Kenntnis der Aktionäre, denen das Stimmrecht der Aktien der Gesellschaft zusteht. Demgegenüber ist für die Transparenz bezüglich die Beherrschungsverhältnisse einer Gesellschaft nicht entscheidend, wer das wirtschaftliche Risiko an den Aktien trägt.

Auch in Bezug auf den Transparenzzweck der Treuhändervinkulierung zeigt die teleologische Auslegung also, dass der Erwerber mit der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, gegenüber der Gesellschaft offenlegen muss, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt*. Für die Beherrschung ist nämlich einzig entscheidend, wem die Verfügungsmacht über die Stimmrechte zukommt. Eine Pflicht zur Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten bzw. aller an einer Aktie irgendwie Berechtigten würde über den Zweck von Art. 685d Abs. 2 OR hinausgehen und ist deshalb abzulehnen.

3.5 Analyse aller Auslegungselemente

Nach der *grammatikalischen Auslegung* handelt *im eigenen Namen und auf eigene Rechnung,* wer sich durch den Aktienerwerb persönlich verpflichtet und gleichzeitig den wirtschaftlichen Erfolg des Aktienerwerbs beansprucht. Daraus könnte geschlossen werden, dass derjenige Erwerber, der nicht selber das wirtschaftliche

278 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 116.

279 Dazu ausführlich vorne S. 7 ff.

Risiko an den Aktien trägt, die Offenlegungserklärung nicht abgeben und von der Gesellschaft als Erwerber mit Stimmrecht abgelehnt werden kann. Die Betrachtung der übrigen Auslegungselemente zeigt allerdings, dass der Wortlaut zu weit gefasst ist.

Die *historische Auslegung* zeigt deutlich, dass der Gesetzgeber mit Art. 685d Abs. 2 OR in erster Linie die Durchsetzung der anderen Ablehnungsgründe bezwecken wollte. Dabei hatte er vor allem deren Umgehung mittels Treuhänder und Strohmänner vor Augen. Um die Umgehung durch Vorschieben solcher Personen zu verhindern, nahm er die Offenlegungserklärung und das damit zusammenhängende Ablehnungsrecht der Gesellschaft ins Gesetz auf. Wegen möglicher Unklarheiten entschied sich der Gesetzgeber mit Blick auf die offensichtlichsten Umgehungsformen – Treuhänder und Strohmann – gegen die Formulierung «im eigenen Interesse» und für die Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung». Im Gegensatz zu dem, was aus diesem Wortlaut gefolgert werden könnte, ist das Problematische am fiduziarischen Aktienerwerb allerdings nicht, dass der Treuhänder kein wirtschaftliches Risiko trägt, sondern vielmehr, dass jene Person, die über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, der Gesellschaft verborgen bleibt. Aktionäre, die bereits die in den Statuten vorgesehene Prozent- bzw. Ausländerlimite erreicht haben, sollen ihren Einfluss nicht über vorgeschobene Figuren über das erlaubte Mass hinaus vergrössern. Dieser Schluss wird auch durch die *systematische Betrachtung* gestützt. Mit den statutarischen Beschränkungen wollte der Gesetzgeber unerwünschte Einflussnahmen auf die innergesellschaftliche Willensbildung ausschliessen. Die entscheidende Grösse in der Beeinflussung einer Gesellschaft stellt das Stimmrecht dar. Um die unerwünschte Einflussnahme auf die Gesellschaft zu verhindern und um die beiden anderen Vinkulierungsbestimmungen durchzusetzen, muss die Gesellschaft wissen, wer über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Zusätzlich zeigt die systematische Betrachtung, dass bei der Auslegung von Vinkulierungsbestimmungen Zurückhaltung geboten ist. Der Gehalt der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» soll entsprechend auf das für die Erfüllung des Normzwecks notwendige Mass beschränkt werden. Im Sinne einer *teleologischen Reduktion* muss der gestützt auf den Wortsinn zu weit gefasste und damit undifferenzierte Anwendungsbereich folglich so begrenzt werden, dass er dem Normzweck entspricht.[280]

[280] Zur teleologischen Reduktion siehe FORSTMOSER/VOGT, § 15 Rz. 69 und § 19 Rz. 109; KRAMER, 233 f.

Es zeigt sich somit, dass der Erwerber mit der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, offenlegen muss, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.*[281] Dabei geht es um die tatsächliche Kontrolle über das Stimmrecht. Nicht entscheidend ist, ob der Erwerber in vermögensrechtlicher Hinsicht den Nutzen und die Gefahr aus der Aktie trägt. Auch wenn die Person, der die Verfügungsmacht über das mit den Aktien verbundene Stimmrecht zukommt, in der Praxis häufig auch die Person ist, die das ökonomische Risiko trägt, muss die Treuhändervinkulierung auf das Stimmrecht beschränkt bleiben.

4. Offenlegungserklärung

Gemäss Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft vom Erwerber eine Erklärung verlangen, dass dieser die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Da der Erwerber die Offenlegungserklärung gemäss Gesetzeswortlaut bloss auf «Verlangen» der Gesellschaft abgeben muss und die Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR lediglich 20 Tage beträgt, sollte die Offenlegungserklärung einen zwingenden Bestandteil des Eintragungsgesuchs darstellen. Andernfalls könnte sich ein Erwerber, der das Eintragungsgesuch ohne die Offenlegungserklärung einreicht, wohl regelmässig darauf berufen, dass ihn die Gesellschaft nicht fristgemäss ablehnte. Ist die Offenlegungserklärung Bestandteil des Eintragungsgesuchs, kann dies verhindert werden. Damit die Gesellschaft das Stimmrecht an den zu beurteilenden Aktien einer bestimmten Person zuordnen und damit die Durchsetzung der beiden anderen Ablehnungsgründe gewährleisten kann, hat die Erklärung Auskunft darüber zu geben, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.*

Wie gesehen, kann die Gesellschaft gemäss Art. 685d Abs. 2 OR den Erwerber ablehnen, wenn dieser nicht erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Der Wortlaut stellt also in erster Linie darauf ab, ob der Erwerber erklären kann, dass er *selber* der «eigentliche Stimmberechtigte» ist. Ist der Erwerber allerdings nicht der «eigentliche Stimmberechtigte» an den erworbenen Aktien, hat er die Wahl, diesen gegenüber der Gesellschaft geheimzuhalten oder von sich aus offenzulegen. Entscheidet er sich für Ersteres, wird die Gesellschaft den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, weil sie nicht sicherstellen kann, dass die statutarischen Bestimmungen eingehalten sind.

[281] So auch GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 623.

Entscheidet sich der Erwerber für Letzteres, prüft die Gesellschaft, ob der «eigentliche Stimmberechtigte» die Voraussetzungen der Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* erfüllt. Ist dies der Fall, wird die Gesellschaft den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* eintragen. Das Stimmrecht wird in diesem Fall aber zum Zweck der Vinkulierung dem «eigentlichen Stimmberechtigten» zugerechnet.

Rechtsfolgen

I. Rechtsübergang bei der Übertragung von kotierten vinkulierten Namenaktien

1. Übersicht

Bei börsenkotierten vinkulierten Namenaktien muss zwischen dem *Übergang der Aktionärsrechte* und der *Ausübbarkeit* dieser Rechte unterschieden werden.[282] Im Unterschied zu nicht kotierten Namenaktien, bei welchen das Eigentum und alle damit verknüpften Rechte gemäss Art. 685c Abs. 1 OR solange beim Veräusserer bleiben, bis die Gesellschaft die erforderliche Zustimmung zur Übertragung der Aktien erteilt, gehen das Eigentum und sämtliche Aktionärsrechte bei kotierten Namenaktien auch ohne die Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber über (Art. 685f Abs. 1 OR).[283] Jedoch kann der Erwerber bis zur Anerkennung durch die Gesellschaft weder das mit den Aktien verknüpfte Stimmrecht noch andere mit dem Stimmrecht zusammenhängende Rechte ausüben (Art. 685f Abs. 2 OR). Die Vinkulierung erfasst somit nicht die Aktionärsstellung als solche, sondern lediglich die Ausübung des Stimmrechts und der damit zusammenhängenden Rechte. Entgegen dem Gesetzeswortlaut handelt es sich daher bei der Vinkulierung für börsenkotierte Namenaktien nicht um eine Übertragungsbeschränkung.[284]

Nach der Auffassung des Gesetzgebers genügt es für den Schutz vor der Einflussnahme auf die Willensbildung durch unerwünschte Erwerber, wenn diesen kein Stimmrecht zukommt.[285] Jeder Erwerber hat somit Anspruch auf Eintragung im

---

282 Art. 685f Abs. 1 und 2 OR. Siehe DAENIKER, 130; KLÄY, 274; KLÄY, SZW 1991, 313 f.; ZINDEL, Aktionäre, 204; siehe auch Prot. StRK 06.06.1991, 6.

283 Siehe BRÜGGER, SZW 1992, 217; DAENIKER/WALLER, 80; DU PASQUIER/OERTLE, AJP 1992, 763 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 216 f.; KLÄY, SZW 1991, 313 f.; MEYER, SJZ 1997, 24; PLETSCHER, SZW 1992, 213 f.; VON BÜREN, ZBJV 1995, 69; ZINDEL, Aktionäre, 204.

284 Siehe Randtitel zu Art. 685 OR. Eine *Übertragungs*beschränkung erachtete der Gesetzgeber als unvereinbar mit der Handelbarkeit der Aktien an der Börse.

285 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 221. Vgl. auch die Voten im Nationalrat bei der Beratung der neuen Vinkulierungsordnung: CHRISTOPH BLOCHER, Amtl. Bull. NR (1990), 1373 f.; EUGEN DAVID, Amtl. Bull. NR (1990), 1374; Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1377.

Aktienbuch, zumindest als Aktionär *ohne Stimmrecht.*[286] Ein Erwerber kann also auch gegen den Willen der Gesellschaft eine Beteiligung auf- und ausbauen.[287] Hinsichtlich des *Zeitpunktes des Übergangs der Aktionärsrechte* muss zwischen *börsenmässigem* und *ausserbörslichem* Erwerb unterschieden werden.[288]

2. Börsenmässiger Erwerb

2.1 Begriff des börsenmässigen Erwerbs

Werden börsenkotierte Namenaktien *börsenmässig* erworben, gehen die Aktionärsrechte mit der Übertragung auf den Erwerber über.[289] Der Erwerb findet *börsenmässig* statt, wenn er auf einen *Börsenauftrag* des Veräusserers zurückgeht.[290] Für die Beurteilung, ob die Veräusserung börsenmässig oder ausserbörslich erfolgt, ist unbeachtlich, ob die beauftragte Bank den Auftrag über die Börse oder mittels Selbsteintritt oder bankinterner Kompensation erfüllt.[291]

---

286 Art. 685f Abs. 3 OR.

287 Die Vinkulierung bewirkt somit keinen absoluten Schutz gegen Übernahmen.

288 Art. 685f Abs. 1 OR.

289 Art. 685f Abs. 1 Satz 1 OR.

290 BÖCKLI, § 6 Rz. 149; BRÜGGER, SZW 1992, 218; DAENIKER, 127, welcher den Begriff noch weiter fassen will und immer dann von einem *börsenmässigen* Erwerb ausgeht, wenn es dem Erwerber nicht auf die Person des Veräusserers ankommt; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 2; KLÄY, 128 und 277; SCHLEIFFER, 252; SCHMID, CHK OR 685e N 3; STUDER, 28; VON DER CRONE, § 3 Rz. 115, stellt für die Unterscheidung zwischen *börsenmässigem* und *ausserbörslichem* Erwerb darauf ab, wie der Kaufvertrag vollzogen wird. Werden Aktien innerhalb des Banken- und Börsensystems übertragen, liege ein *börsenmässiger* Erwerb auch dann vor, wenn die Parteien den Aktienkaufvertrag ausserhalb des Handelssystems der Börse abgeschlossen haben.

291 Andernfalls könnte der Veräusserer die rechtliche Behandlung des Rechtsübergangs nicht selbst bestimmen, sondern diese würde vielmehr von der Art der Auftragsabwicklung durch die Bank abhängen. Siehe BÄR, BN 1992, 413; BÖCKLI, § 6 Rz. 149; BRÜGGER, SZW 1992, 218; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 213 Fn. 89; KLÄY, 277; SCHLEIFFER, 252; STUDER, 28; siehe auch Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 494; sowie Votum von Bundesrätin ELISABETH KOPP, Amtl. Bull. StR (1988), 496: «Wenn der Anknüpfungspunkt für die Sonderregelung in diesem Punkt präzisiert werden muss und eine Klarstellung des Präsidenten zu Handen der Materialien nicht genügt, würden wir folgende Formulierung vorziehen: ‹Wurden Namenaktien durch einen Börsenauftrag erworben [...]› Ich halte dies auch vor allem zu Handen der

2.2 Rechtsübergang

Werden börsenkotierte Namenaktien börsenmässig erworben, gehen die damit verbundenen Rechte *zum Zeitpunkt der formrichtigen Übertragung*[292] auf den Erwerber über.[293] Die Übertragung findet somit *ohne* Zutun – d.h. ohne jeglichen Rechtsakt – der Gesellschaft statt.[294] Der Erwerber wird auch dann rechtsgültiger Eigentümer, wenn er (noch) nicht im Aktienbuch eingetragen ist. Mit der Übertragung wird der Erwerber Träger sämtlicher Aktionärsrechte, also nicht nur der Vermögensrechte, sondern auch des Stimmrechts und der damit zusammenhängenden Rechte.[295] Der Erwerber ist also zwar Träger des Stimmrechts, er kann es aber bis zur Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* nicht ausüben.[296] Sämtliche nicht mit dem Stimmrecht zusammenhängende Aktionärsrechte kann der Erwerber hingegen auch ohne Anerkennung durch die Gesellschaft ausüben.[297]

Materialien und des Protokolles fest.» Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1991), 69: «Aber wir gehen noch einen Schritt weiter und sagen, die Kotierung allein mache es nicht aus, sondern wir wollen, dass kotierte Aktien nur dann der speziellen Vinkulierungsordnung unterstehen, wenn sie auch tatsächlich an der Börse respektive durch Börsenauftrag gehandelt werden. Ob die Bank dann tatsächlich am Ring ruft oder ob sie den Auftrag im Bankenhandel durch Verrechnung ausführt, ist der Kommission gleich. Wesentlich ist der Börsenauftrag.»

292 Mit der *Übertragung* ist das Verfügungsgeschäft gemeint. Unbeachtlich ist dabei, wann der Kaufvertrag abgeschlossen wurde. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 136; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 4; KLÄY, 275; THALMANN, 31 f.; VON DER CRONE, § 3 Rz. 115.

293 Art. 685f Abs. 1 OR.

294 DAENIKER, 128; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 216; KLÄY, 274.

295 BIERI, Rz. 722; BÖCKLI, § 6 Rz. 135, wonach das Stimmrecht aufschiebend bedingt auf den Erwerber übergeht und solange ruht, bis die Anerkennung durch die Gesellschaft vorliegt; KLÄY, 274 f.

296 BÖCKLI, § 6 Rz. 143; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 7; KLÄY, 275. Aus diesem Grund ist der Ausdruck «Aktionär ohne Stimmrecht» missverständlich. Wie KLÄY zu Recht bemerkt, wäre der Ausdruck «nicht zur Ausübung des Stimmrechts zugelassene Aktionäre» zutreffender. Diese Formulierung ist allerdings schwerfällig, weshalb in der vorliegenden Arbeit der allgemein benutzte Ausdruck «Aktionär ohne Stimmrecht» verwendet wird.

297 Art. 685f Abs. 2 Satz 2 OR. Der Erwerber hat mit der Übertragung insbesondere automatisch das Recht auf Auszahlung der von der Generalversammlung beschlossenen Dividende, das Recht auf den Liquidationsanteil und das Bezugsrecht. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 135.

Da Art. 685f Abs. 1 Satz 1 OR mit dem Begriff der *Übertragung* beim Verfügungsgeschäft anknüpft, muss hinsichtlich des Zeitpunkts des Rechtsübergangs nach der Art der Ausgestaltung der Namenaktie – als Wertpapier, Wertrecht oder Bucheffekte – und den entsprechenden Übertragungsvoraussetzungen unterschieden werden.[298]

2.3 Meldepflicht der involvierten Parteien

a. Meldepflicht der Veräussererbank

Werden börsenkotierte Namenaktien börsenmässig verkauft, hat die Veräussererbank den Namen des Veräusserers und die Anzahl der verkauften Aktien unverzüglich[299] der Gesellschaft zu melden.[300] Nicht Teil der Meldepflicht der Veräussererbank ist, wer die Aktien erworben hat.[301] Aufgrund dieser Meldung wird der Veräusserer für die entsprechenden Aktien unverzüglich aus dem Aktienbuch gestrichen und ist nicht mehr länger Aktionär.[302] Die Gesellschaft hat den Veräusserer auch dann aus dem Aktienbuch zu streichen, wenn ihr der Erwerber nicht bekannt ist.[303] Die Mitgliedschaftsstelle im Aktienbuch bleibt daraufhin solange

---

298 Für eine Übersicht über den Rechtsübergang bei der Übertragung von Wertpapieren, Wertrechten und Bucheffekten siehe: BIERI, Rz. 724 ff.; BRÜGGER, SZW 1992, 217 Fn. 8; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 4; vgl. auch KLÄY, 276; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 295a.

299 Die Lehre gewährt der Veräussererbank für die Meldung einen Zeitrahmen von drei Bankwerktagen. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 150; BRÜGGER, SZW 1992, 219; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 5; KLÄY, 278 Fn. 293; SCHMID, CHK OR 685e N 5; siehe auch Votum von KASPAR VILLIGER, Amtl. Bull. StR (1988), 498; Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 498: «Wir haben in der Kommission lange über die Frist gesprochen und als äusserstes Maximum seinerzeit drei Werktage vorgesehen, haben dann aber als klare Lösung ‹unverzüglich› ins Gesetz genommen.»

300 Art. 685e OR.

301 Siehe KLÄY, 279; KLÄY, SZW 1991, 313 Fn. 8; PLETSCHER, SZW 1992, 214.

302 Da sämtliche Rechte zum Zeitpunkt des börsenmässigen Verkaufs auf den Erwerber übergehen, ist der Veräusserer für die kurze Zeit zwischen dem börsenmässigen Rechtsübergang und dem Eingang der Meldung über die Veräusserung bei der Gesellschaft auch unter geltendem Recht als *Buchaktionär* zu betrachten. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 136; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 1 und 4; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 213.

303 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 214.

leer, bis der Erwerber das Anerkennungsgesuch einreicht.[304] Sobald die Gesellschaft Kenntnis von der Veräusserung hat, kann sie nicht mehr mit befreiender Wirkung Leistungen an den Veräusserer erbringen.[305]

Art. 685e OR verwendet den Begriff der *Bank* funktional.[306] Nach dem Sinn und Zweck von Art. 685e OR erfasst der Begriff der Bank alle Banken und Effektenhändler, welche den Börsenauftrag des Veräusserers ausführen.[307]

b. Keine Meldepflicht des Erwerbers

Im Gegensatz zur Veräussererbank trifft den Erwerber oder die Erwerberbank keine Meldepflicht. Zudem ist der Erwerber bei der Einreichung des Anerkennungsgesuchs auch an keine (Verwirkungs-)Frist gebunden.[308] Der Erwerber kann sich auch dazu entscheiden, gar kein Gesuch einzureichen oder die Aktien selbst wieder weiterzuveräussern. Aktionäre, die (noch) kein Anerkennungsgesuch eingereicht haben und der Gesellschaft somit unbekannt sind, werden als *Dispoaktionäre*[309] bezeichnet.[310] Vom Dispoaktionär zu unterscheiden ist der bei der

---

304 Vgl. BÄR, BN 1992, 413 f.; BÖCKLI, § 6 Rz. 136.

305 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 214.

306 Der Begriff der *Bank* entspricht damit nicht dem Begriffsverständnis des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen. Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 150; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 3.

307 BÖCKLI, § 6 Rz. 150; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685e N 3; KLÄY, 279; SCHMID, CHK OR 685e N 4; vgl. auch BRÜGGER, SZW 1992, 219.

308 BÖCKLI, § 6 Rz. 135. In der parlamentarische Debatte war lange Zeit umstritten, ob – wie der Ständerat (vgl. Vorschlag für Art. 685f Abs. 2 OR, Amtl. Bull. StR (1988), 498) dies wünschte – *der Anspruch auf die nach dem Verkauf fällig werdende Dividende ein Jahr nach Eintritt der Fälligkeit erlöschen sollte,* wenn der Erwerber kein Anerkennungsgesuch stellt (oder dieses von der Gesellschaft abgewiesen wird). Mit dieser Regelung wollte man den Erwerber dazu bringen, das Anerkennungsgesuch rasch einzureichen und sich dadurch der Gesellschaft zu offenbaren. Im Differenzbereinigungsverfahren setzte sich schliesslich der Nationalrat durch, weshalb auf eine solche Regelung verzichtet wurde. Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 239.

309 Dispoaktionäre werden auch als *actionnaire non inscrit* oder *actionnaire fantôme* bezeichnet. Vgl. VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 304.

310 Dispoaktien stehen in einem Spannungsverhältnis zum Institut der Namenaktie, welches gerade die Kenntnis der Identität des Aktionärs bewirken will. Siehe dazu BRÜGGER, 100 ff.; BRÜGGER, SZW 1992, 218; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 239; KLÄY, 224; SCHILTER, 37 f.; THALMANN, 41; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 304 und 314; VON DER CRONE, § 3 Rz. 124; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008,

ausserbörslichen Übertragung entstehende faktische *Buchaktionär,* der zwar im Aktienbuch als Aktionär eingetragen ist, der aber seine Aktien – ohne Kenntnis der Gesellschaft – bereits veräussert hat.[311]

Es stellt sich die Frage, ob der Erwerber auch Anspruch auf die Vermögensrechte hat, wenn er kein Anerkennungsgesuch einreicht. Den Erwerber trifft keine Pflicht zur Einreichung des Gesuchs. Der Aktionär kann seine (Vermögens-)Rechte gegenüber der Gesellschaft aber erst dann geltend machen, wenn er ein Anerkennungsgesuch eingereicht hat und damit gegenüber der Gesellschaft in Erscheinung getreten ist.[312] Die Einreichung des Anerkennungsgesuchs stellt daher eine *Obliegenheit* dar.[313] In der Praxis ist es nun aber üblich, dass die Gesellschaften die Dividenden über die Käuferbank an den ihnen unbekannten Dispoaktionär überweisen.[314] Diese Praxis führt jedoch zum unerwünschten Ergebnis, dass die meisten Gesellschaften hohe Bestände an Dispoaktien haben.[315] Denn für viele Aktionäre stellt die Aktie lediglich eine Kapitalinvestition dar, weshalb sie, solange ihnen die Vermögensrechte zukommen, kein Interesse an der Einreichung des Anerkennungsgesuchs haben.

3. Ausserbörslicher Erwerb

In der parlamentarischen Debatte war lange Zeit umstritten, ob nicht die Unterscheidung zwischen börsenmässigem und ausserbörslichem Erwerb An-

76; ZINDEL, Aktionäre, 202 f.; vgl. Botschaft Aktienrecht 2007, 1619; Botschaft Aktienrecht 2016, 441.

311 Vgl. VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 315.

312 BÖCKLI, § 6 Rz. 164; BRÜGGER, SZW 1992, 217 Fn. 9; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 9; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 239 f.; KLÄY, 286; VON BÜREN, ZBJV 1995, 69; VON DER CRONE, § 3 Rz. 124; ZINDEL, Aktionäre, 203. Nicht entscheidend für die Ausübung der Vermögensrechte ist jedoch, ob er als Aktionär *mit Stimmrecht* oder als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen wird.

313 BÖCKLI, § 6 Rz. 164; BRÜGGER, SZW 1992, 218; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 9; KLÄY, 286; SCHILTER, 30 f.

314 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 165; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 303.

315 Beteiligungen von Dispoaktionären machen bei kotierten Gesellschaften regelmässig 30 bis 50 Prozent des Aktienkapitals aus. Siehe dazu BÖCKLI, § 4 Rz. 127c und § 6 Rz. 153; GIGER, 244; MAIZAR, 121 f. und 461; SCHILTER, 25; VON DER CRONE, § 3 Rz. 125; VON DER CRONE/ENDER, 137; ZOBL/KRAMER, Rz. 226; vgl. auch Botschaft Aktienrecht 2007, 1619; Botschaft Aktienrecht 2016, 441.

knüpfungspunkt für die unterschiedliche Vinkulierungsordnung sein soll.[316] Schliesslich hat sich das Parlament darauf geeinigt, dass die unterschiedliche Vinkulierungsordnung an die Börsenkotierung der Namenaktien anknüpfen soll. Allerdings hat sich das Parlament auch entschieden, in Bezug auf börsenkotierte Namenaktien eine weitere Unterteilung vorzusehen. Da der ausserbörsliche Erwerb börsenkotierter Namenaktien auch ohne die Mitwirkung der Bank ablaufen und damit keine Meldepflicht einer Veräussererbank gemäss Art. 685e OR greifen kann, hat sich das Parlament für eine unterschiedliche Regelung des Rechtsübergangs entschieden.

3.1 Begriff des ausserbörslichen Erwerbs

Das Gesetz enthält keine Definition der Erwerbsarten. Allerdings ist eine Betrachtung der parlamentarischen Debatte hilfreich. Die unterschiedliche Regelung des Rechtsübergangs wurde im Parlament mit der *Eigenart des Börsengeschäfts,* insbesondere mit der Unmöglichkeit der Rückabwicklung, begründet.[317] Im Gegensatz zum börslichen Erwerb findet beim ausserbörslichen Erwerb die Übertragung *direkt* zwischen Erwerber und Veräusserer statt.[318] Die Geschäftspartner sind sich daher bekannt, weshalb eine Rückabwicklung möglich ist.[319] Das entscheidende Kriterium dafür, dass ein ausserbörslicher Erwerb vorliegt, ist somit, dass eine Rückabwicklung möglich ist, weil sich die Vertragsparteien kennen.[320] Eine Übertragung gilt auch dann als ausserbörslich, wenn eine Bank oder ein Dritter eine Vermittlerrolle einnimmt, sofern kein Börsenauftrag erteilt wird.[321]

---

316 Siehe Votum von Bundesrätin ELISABETH KOPP, Amtl. Bull. StR (1988), 486; Votum von NIKLAUS KÜCHLER, Amtl. Bull. StR (1988), 493; Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 494; Votum von KURT SCHÜLE, Amtl. Bull. NR (1990), 1370. Für eine Übersicht über die parlamentarische Debatte über das Abgrenzungskriterium für die Zweiteilung der Vinkulierungsordnung siehe: KLÄY, 117.

317 Siehe Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1991), 470.

318 DAENIKER, 129; KLÄY, 277.

319 BIERI, Rz. 727; BRÜGGER, SZW 1992, 218; KLÄY, 277. Siehe auch Votum von NIKLAUS KÜCHLER, Amtl. Bull. StR (1988), 493; Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1991), 471.

320 BÖCKLI, § 6 Rz. 149; vgl. auch Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1991), 470.

321 KLÄY, 277.

3.2 Rechtsübergang

Werden Namenaktien ausserbörslich erworben, gehen die Rechte auf den Erwerber über, sobald dieser bei der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär eingereicht hat.[322] Anknüpfungspunkt für den Rechtsübergang ist beim ausserbörslichen Erwerb somit nicht die Übertragung der Aktien, sondern der *Zeitpunkt, indem der Erwerber das Anerkennungsgesuch einreicht*.[323] Bis zur Einreichung des Gesuchs verbleiben das Aktieneigentum und sämtliche damit verbundenen Rechte beim Veräusserer.[324] Mit dem Zugang des Gesuchs bei der Gesellschaft gehen das Eigentum und sämtliche Aktionärsrechte auf den Erwerber über. Entsprechend ist der bisherige Aktionär bis zur Einreichung des Gesuchs durch den Erwerber nicht nur Träger der Vermögensrechte, sondern er bleibt auch zur Ausübung des Stimmrechts befugt. Die Gesellschaft muss ihn folglich auch zur Generalversammlung einladen.[325] Für den Rechtsübergang ist ausschliesslich die Einreichung des Gesuchs massgebend. Aus diesem Grund darf die Gesellschaft den bisherigen Aktionär auch dann nicht aus dem Aktienbuch streichen, wenn sie von einem ausserbörslichen Verpflichtungsgeschäft erfährt.[326] Durch diese Regelung des Rechtsüberganges wollte der Gesetzgeber sicherstellen, dass das Aktienbuch der materiellen Rechtslage entspricht.[327]

Reicht der Erwerber kein Gesuch ein, führt die geltende Regelung des Rechtsüberganges dazu, dass der Veräusserer im Aktienbuch eingetragen bleibt, obwohl er den Kaufpreis erhalten und damit kein Interesse mehr an der Gesellschaft hat.[328] Im Ergebnis hat der Gesetzgeber wieder eine Art *Buchaktionär* geschaffen, also genau jene Rechtsfigur, welche er durch die Revision der Vinkulierungsbe-

---

322 Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR.

323 Ob das Gesuch angenommen oder abgelehnt wird, ist für den Rechtsübergang unbeachtlich. Für den Zeitpunkt des Rechtsübergangs ist somit – im Unterschied zum börsenmässigen Erwerb – unbeachtlich, ob die Namenaktien als Wertpapiere, Wertrechte oder als Bucheffekten ausgestaltet sind. Siehe BIERI, Rz. 727.

324 BÖCKLI, § 6 Rz. 146; KLÄY, 276; VON DER CRONE, § 3 Rz. 117.

325 BÖCKLI, § 6 Rz. 146 ff.

326 BRÜGGER, SZW 1992, 217 Fn. 9; KLÄY, 276 Fn. 282.

327 Siehe DAENIKER, 129; KLÄY, 278.

328 BÖCKLI, § 6 Rz. 146, welcher den Veräusserer in diesem Zusammenhang als eine «Registerleiche» bezeichnet, der einen Störfaktor für die Gesellschaft darstelle; DAENIKER, 129; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 5; KLÄY, 278.

stimmungen abschaffen wollte.[329] Somit kann es auch unter dem neuen Vinkulierungsregime zu *empty voting* kommen, denn es können Aktionäre an der Generalversammlung mitstimmen, die nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos sind.[330]

II. Ablehnung des Erwerbers

Im nachfolgenden Abschnitt wird untersucht, unter welchen Voraussetzungen die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann. Hierfür wird zunächst aufgezeigt, wer für die Entscheidung über die Anerkennung des Erwerbers zuständig ist. Sodann wird die rechtliche Qualifikation des Anerkennungsentscheids untersucht und dessen Wirkung aufgezeigt. Gestützt auf diese Erkenntnisse werden die Gründe, die zu einer Ablehnung als Aktionär *mit Stimmrecht* führen können, näher betrachtet: Dabei wird zunächst der Fall untersucht, bei welchem der Erwerber die Abgabe der Offenlegungserklärung verweigert. Sodann wird der Sachverhalt angeschaut, in dem der Erwerber nicht selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Dannach wird die Ablehnung des Erwerbers betrachtet, der in der Offenlegungserklärung falsche Angaben macht. Schliesslich wird auf die Möglichkeit zur Wiedereinreichung des Gesuchs um Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* eingegangen.

1. Entscheid über die Anerkennung bzw. Ablehnung des Erwerbers

1.1 Vorgehen bei Erhalt des Anerkennungsgesuchs

Erhält die Gesellschaft ein Anerkennungsgesuch, trägt sie den Erwerber umgehend als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch ein.[331] Ab Eingang des

---

329 Im Unterschied zum alten Recht verbleiben rechtlich gesehen jedoch nicht nur das Stimmrecht und die damit verbundenen Rechte, sondern auch die Vermögensrechte beim eingetragenen Aktionär. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 146; BRÜGGER, SZW 1992, 217 Fn. 9; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 5; KLÄY, 278; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 310 f.

330 Allerdings wird der *noch* im Aktienbuch eingetragene Aktionär wohl in den meisten Fällen kein Interesse an der Ausübung des Stimmrechts haben. Problematisch wird es jedoch dort, wo der Veräusserer ein negatives Interesse an der Gesellschaft hat. Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 146.

331 Art. 685f Abs. 3 OR

Anerkennungsgesuchs hat die Gesellschaft 20 Tage Zeit, um über die Anerkennung des Erwerbers als Aktionär *mit Stimmrecht* zu entscheiden. Lehnt sie das Gesuch nicht innert 20 Tagen (mit Begründung) ab, ist der Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt.[332] Diese 20-tägige Frist ist zwingend, die Gesellschaft kann mithin nicht statutarisch eine längere Frist vorsehen.[333]

1.2 Zuständigkeit

Nach Art. 685d Abs. 2 OR kann die *Gesellschaft* die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* verweigern. Der Gesetzestext weist diese Entscheidung aber nicht explizit einem Organ zu. Aus diesem Grund greift die gesetzliche Kompetenzvermutung, wonach der Verwaltungsrat in allen Angelegenheiten Beschluss fassen kann, die nicht nach Gesetz oder Statuten der Generalversammlung zugeteilt sind.[334] Sofern die Statuten keine andere Zuständigkeit vorsehen, ist für den Anerkennungsentscheid somit der Verwaltungsrat zuständig. Theoretisch wäre es auch denkbar, die Zuständigkeit für den Anerkennungsentscheid der Generalversammlung zuzuweisen. Da der Anerkennungsentscheid gemäss Art. 685g OR innerhalb von 20 Tagen gefällt werden muss, ist eine Delegation an die Generalversammlung bei börsenkotierten Namenaktien aufgrund der Einberufungsfrist für die Generalversammlung (Art. 700 Abs. 1 OR) allerdings grundsätzlich nicht möglich.[335] Für den Anerkennungsentscheid bei börsenkotierten Namenaktien ist

---

332 Art. 685g OR.

333 Es handelt sich dabei um eine unwiderlegbare gesetzliche Vermutung. Der Erwerber muss bei Ablauf der Frist auch dann als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen werden, wenn ein Ablehnungsgrund vorliegt. Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 151; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 2; STUDER, 29.

334 Art. 716 Abs. 1 OR.

335 Ausnahmsweise kann die Generalversammlung auch bei börsenkotierten Namenaktien über die Anerkennung bzw. – genauer gesagt – über die Gewährung einer Ausnahme entscheiden. Siehe zur Möglichkeit der Gewährung einer Ausnahme durch die Generalversammlung der übernehmenden Gesellschaft im Rahmen eines Fusionsbeschlusses vorne S. 29 ff. Bei nicht kotierten vinkulierten Namenaktien besteht auch praktisch die Möglichkeit, die Zuständigkeit der Generalversammlung zuzuweisen, da das Gesetz bei nicht kotierten Namenaktien eine längere Frist vorsieht (Art. 685c Abs. 3 OR). Dies führt jedoch dazu, dass die Gesellschaft für jede Übertragung, die ausserhalb des Zeitraums der ordentlichen Generalversammlung stattfindet, eine ausserordentliche Generalversammlung einberufen muss. Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 31; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 9; GLANZMANN, ZSR 2000, 149 f., insb. Fn. 85, äussert

somit in der Regel der Verwaltungsrat zuständig. Sofern die Entscheidbefugnis nicht delegiert wurde, haben die Mitglieder des Verwaltungsrates gemäss Art. 716b Abs. 3 OR gemeinsam über die Anerkennung zu entscheiden.[336]

Nach Art. 716b Abs. 1 OR können die Statuten den Verwaltungsrat ermächtigen, den Anerkennungsentscheid nach Massgabe eines Organisationsreglements an einzelne Mitglieder oder an Dritte zu übertragen.[337] Erlässt der Verwaltungsrat die nötigen Weisungen und sind die formellen Voraussetzungen erfüllt, kann der Entscheid über die Anerkennung folglich delegiert werden, beispielsweise an einen Ausschuss des Verwaltungsrats.[338] Der Verwaltungsrat bleibt jedoch für die gebotene Sorgfalt bei der Auswahl, Unterrichtung und Überwachung der mit der Aufgabe betrauten Personen verantwortlich.[339]

1.3 Wirkung und rechtliche Qualifikation

a. Anerkennungsentscheid als Ausübung eines Gestaltungsrechts

Bei börsenkotierten Namenaktien gehen das Eigentum an der Aktie sowie sämtliche Aktionärsrechte auch ohne Zustimmung der Gesellschaft auf den Erwerber über. Der Entscheid über die Anerkennung des Erwerbers betrifft jedoch die Zulassung zur Ausübung der Mitwirkungsrechte. Bis zur Anerkennung kann der Erwerber weder das Stimmrecht noch andere mit dem Stimmrecht zusammenhängende Rechte ausüben.[340] Für die Legitimation gegenüber der Gesellschaft hat die

gewisse Vorbehalte bezüglich der Zuweisung solcher Kompetenzen an die Generalversammlung.

336 Vgl. DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 8.

337 Der Entscheid über das Anerkennungsgesuch fällt nicht unter die unübertragbaren Zuständigkeiten des Verwaltungsrats gemäss Art. 716a Abs. 1 OR. Die herrschende Lehre verlangt für die Delegation gestützt auf Art. 716b OR eine ausdrückliche Ermächtigung in den Statuten. Vgl. DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 8; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 129 i.V.m. § 29 Rz. 26; KLÄY, 354; KRNETA, OR 716a N 1523; zum früheren Recht: BENZ, 25 ff.; a.M. BÖCKLI, § 6 Rz. 34, welcher eine Delegation auch *ohne* eine besondere Statutenklausel als gültig erachtet.

338 Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 33; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 8; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 129 Fn. 32 und § 30 Rz. 22 ff.

339 Art. 754 Abs. 2 OR; BERTSCHINGER, Arbeitsteilung, Rz. 220 und 223; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 30 Rz. 26; KLÄY, 354 f.

340 Siehe zum Gesagten vorne S. 66 f.

Anerkennung also *konstitutive* Bedeutung.[341] Dem Anerkennungsentscheid kommt somit rechtsgestaltende Wirkung zu.[342] Er stellt die Ausübung eines Gestaltungsrechts dar.[343] Die Gesellschaft kann folglich mittels einseitiger Willenserklärung die Rechtslage des Erwerbers verändern.[344] Wird dieses Gestaltungsrecht durch die Gesellschaft ausgeübt, d.h. anerkennt sie den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht,* geht die Gestaltungsbefugnis unter.[345] Der Anerkennungsentscheid ist für die Gesellschaft verbindlich und kann – ausser in Fällen von Art. 686a OR – nicht einseitig widerrufen werden.[346]

Ein allfälliger Ablehnungsentscheid stellt eine *empfangsbedürftige Willenserklärung* dar, welche dem Erwerber innerhalb der 20-tägigen Frist gemäss Art. 685g OR zugehen muss.[347] Um Rechtswirkung zu entfalten, muss die Ablehnung *begründet* werden.[348]

b. Entscheid über die einzutragenden Aktien

Der Anerkennungsentscheid bezieht sich bloss auf die *einzutragenden Aktien*.[349] Der Entscheid richtet sich nicht an den *Erwerber an sich,* weshalb insbesondere Aktien, für welche der Erwerber bereits im Aktienbuch eingetragen ist, nicht vom Entscheid betroffen sind. Dies bedeutet, dass früher erworbene Aktien, für die der Erwerber aufgrund eines Ablehnungsentscheids bereits als Aktionär *ohne Stimm-*

---

341 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 10; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 82 ff.; FORSTMOSER, SZW 1992, 66; GERMANN, Rz. 1541; KLÄY, 350.

342 KLÄY, 353.

343 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.4.2; vgl. auch BIERI, Rz. 403; BÖCKLI/HÄRING, 137; BUCHER, 35 f.; DAENIKER/WALLER, 92; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 628; GERMANN, Rz. 1540 Fn. 3650; KLÄY, 353; siehe auch zum alten Recht: PESTALOZZI-HENGGELER, 126 f. und 131 f.

344 BIERI, Rz. 403; KLÄY, 353; MERZ, 72.

345 BGE 109 II 319 E. 4b; vgl. auch BGE 72 II 402 E. 2; BIERI, Rz. 403; BUCHER, 36 f.; KLÄY, 353 f.

346 BGE 72 II 402 E. 2; BGE 109 II 319 E. 4b; Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.4.2; vgl. auch BIERI, Rz. 403; DAENIKER/WALLER, 92; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 628; KLÄY, 354.

347 BUCHER, 138 ff., insb. Fn. 90; DU PASQUIER/OERTLE, AJP 1992, 764; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685g N 1; GERMANN, Rz. 1540; KLÄY, 360; siehe auch zum alten Recht: PESTALOZZI-HENGGELER, 132.

348 DAENIKER/WALLER, 81 ff.; KLÄY, 359.

349 Siehe BIERI, Rz. 396.

recht eingetragen ist, vom späteren Anerkennungsentscheid bezüglich der neu erworbenen Aktien nicht betroffen sind.[350] Besitzt ein Aktionär mehrere Namenaktien, ist es somit möglich, dass er zugleich als Aktionär *mit Stimmrecht* und als Aktionär *ohne Stimmrecht* eingetragen ist.

c. Eintrag im Aktienbuch als Folge der Anerkennung

Der Gesetzestext spricht fälschlicherweise davon, dass die Gesellschaft die *Eintragung in das Aktienbuch* verweigern kann.[351] Gemeint ist jedoch nicht die Eintragung in das Aktienbuch, sondern die *Anerkennung* des Aktionärs als Aktionär *mit Stimmrecht.*[352] Wie vorne erwähnt, hat unter geltendem Recht der Anerkennungsentscheid und nicht die Eintragung im Aktienbuch konstitutive Wirkung.[353] Der Gesetzeswortlaut stammt noch aus dem früheren Recht, wonach dem Eintrag im Aktienbuch hinsichtlich der Mitgliedschaft konstitutive Wirkung zukam.[354] Der Eintrag im Aktienbuch hat unter geltendem Recht allerdings nur noch *deklaratorische* Wirkung.[355] Der Anerkennungsentscheid ist deshalb von der Eintragung des Resultats dieses Entscheids im Aktienbuch zu unterscheiden. Der Eintrag im Aktienbuch ist lediglich eine Folge der Anerkennung des Erwerbers.[356] Der Aktionär, der zwar als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, aber nicht im Aktienbuch eingetragen wurde, kann den Nachweis der Anerkennung auch anderweitig erbringen.[357]

---

350 Der Erwerber kann allerdings jederzeit ein neues Anerkennungsgesuch einreichen, um auch für diejenigen Aktien, für welche er noch als Aktionär *ohne Stimmrecht* eingetragen ist, als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt zu werden. Siehe zum Recht auf Wiedereinreichung des Anerkennungsgesuchs hinten S. 86.

351 Art. 685d Abs. 2 OR.

352 Siehe FORSTMOSER, SZW 1992, 66; KLÄY, 269.

353 Siehe vorne S. 45 f. und S. 76.

354 Vgl. BGE 69 II 313 E. 2.

355 Siehe dazu vorne S. 45 f.

356 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.3; vgl. auch DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 10; KLÄY, 350; zum früheren Recht: BENZ, 114 und 133; KÜNG, SAG 1989, 181.

357 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.3; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 4.

1.4 Bestandteile des Anerkennungsvorgangs

Der Anerkennungsvorgang besteht aus zwei Schritten. In einem *ersten Schritt* überprüft die Gesellschaft, ob der Erwerber den nach Art. 686 Abs. 2 OR geforderten Nachweis über den Erwerb der Aktie zu Eigentum oder die Begründung einer Nutzniessung erbringen kann.[358] Die Gesellschaft hat diesen Nachweis zu überprüfen, wobei diese Prüfung, solange keine Zweifel bestehen, auf das Formelle begrenzt werden kann.[359]

Hat die Gesellschaft die Legitimation des Erwerbers überprüft, untersucht sie in einem *zweiten Schritt,* ob der Erwerber die Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, d.h. sie untersucht, ob Ablehnungsgründe gegeben sind. Hierbei sind sowohl gesetzliche als auch statutarische Ablehnungsgründe zu prüfen. In diesem Schritt überprüft die Gesellschaft somit, ob der Erwerber gestützt auf die Offenlegungserklärung als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden kann. Erbringt der Erwerber den Legitimationsnachweis und liegt kein Ablehnungsgrund vor, anerkennt ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht.*

2. Bei der Verweigerung der Offenlegungserklärung

2.1 Verweigerung der Abgabe der Offenlegungserklärung

Gemäss Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft die Anerkennung verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben. Zunächst kann ein Erwerber in denjenigen Fällen die Abgabe der Offenlegungserklärung verweigern, in denen er sich mit den vermögensmässigen Rechten begnügt und direkt um die Eintragung als Aktionär *ohne Stimmrecht* ersucht. In diesem Fall verweigert der Erwerber zwar die Offenlegungserklärung, er gibt sich aber der Gesellschaft gegenüber zu erkennen. Die Gesellschaft trägt den Erwerber in der Folge als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch ein. Sodann kann sich der Erwerber auch – was in der Praxis häufiger der Fall sein wird – dazu entscheiden, gar kein

---

358 KLÄY, 354 ff.

359 BENZ, 60 ff.; BÖCKLI, § 6 Rz. 324; KLÄY, 355 f.; RUDIN, HSA Rz. 54.29 ff. m.w.H. zum rechtsgenügenden Nachweis über den Erwerb der Aktie zu Eigentum; TRIGO TRINDADE, CR CO 686 N 18 ff.; a.M. DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686 N 7, wonach der Gesellschaft nicht nur in formeller, sondern auch in materieller Hinsicht eine Pflicht zur Prüfung der Übertragung zukommen soll. Vgl. ferner zum Umfang der Prüfung der Übertragung BÜRGI, ZK OR 685 N 25 f.

Anerkennungsgesuch einzureichen. In diesem Fall hat die Gesellschaft keine Kenntnis von der Person des Erwerbers und kann ihn deshalb auch nicht im Aktienbuch eintragen. Obwohl sich diese beiden Fälle nach der Konzeption des Gesetzgebers unterscheiden, haben sie in der Praxis dieselben Folgen.

2.2 Sanktionsmöglichkeit der Gesellschaft

a. Eintrag als Aktionär ohne Stimmrecht

Bei vinkulierten börsenkotierten Namenaktien findet der Rechtsübergang unabhängig von der Zustimmung der Gesellschaft statt. Dies bedeutet, dass sämtliche Rechte – also auch das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte – auf den Erwerber übergehen, auch wenn sich dieser weigert, die Offenlegungserklärung abzugeben. Die Weigerung, die Offenlegungserklärung zu unterzeichnen, hat allerdings zur Folge, dass der Erwerber von der Gesellschaft bloss als Aktionär *ohne Stimmrecht* anerkannt werden kann. In diesem Fall kann er weder das Stimmrecht noch andere mit dem Stimmrecht zusammenhängende Rechte ausüben.

b. Vermögensmässige Rechte: Theorie und Praxis

Im Verhältnis zur Gesellschaft gilt gemäss Art. 686 Abs. 4 OR als Aktionär (oder als Nutzniesser), wer im Aktienbuch eingetragen ist. Nach der Idee des Gesetzgebers kann ein Aktionär die Aktionärsrechte also erst dann geltend machen, wenn er sich durch die Einreichung des Anerkennungs- bzw. Eintragungsgesuchs gegenüber der Gesellschaft zu erkennen gegeben hat.[360] Unter dem Druck des Kapitalmarkts hat sich die Praxis allerdings hinsichtlich der vermögensmässigen Rechte über diese Konzeption hinweggesetzt. Gesellschaften überweisen die Dividenden über die Käuferbank an die ihnen unbekannten Dispoaktionäre.[361] In Abweichung von der gesetzlichen Konzeption wird damit in der Praxis nicht unterschieden, ob sich der Aktionär, der sich weigert, die Offenlegungserklärung abzugeben, gegenüber der Gesellschaft zu erkennen gibt oder nicht.

---

360 BÖCKLI, § 6 Rz. 162 ff.; VON BÜREN, ZBJV 1995, 69 f.; siehe dazu vorne S. 70 f.

361 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 147.

3. Wenn der Erwerber nicht selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt

Weigert sich ein Erwerber, die Offenlegungserklärung abzugeben, kann ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen. Im Folgenden wird nun untersucht, ob eine Gesellschaft einen Erwerber auch dann ablehnen kann, wenn dieser die Offenlegungserklärung zwar abgibt, darin aber offenlegt, dass nicht er, sondern ein Dritter letztlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt und er der Gesellschaft gegenüber die Identität dieses Dritten bekannt gibt. Die nachfolgende Untersuchung beschränkt sich auf die Anwendung der Treuhändervinkulierung. Nicht untersucht wird, ob eine Ablehnung gestützt auf die Prozent- oder Ausländervinkulierung in Frage käme.

3.1 Das grammatikalische Element

Nach dem Gesetzeswortlaut von Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft die Eintragung verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Dieser Wortlaut deutet darauf hin, dass die Bedingung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, in der Person des Erwerbers gegeben sein muss.[362] Im Normtext ist nämlich insbesondere nicht von einer Offenlegungspflicht die Rede, wonach der Erwerber diejenige Person offenlegen müsste, auf deren Rechnung er die Aktien erworben hat, sondern vielmehr von der konkreten Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben. Ist diese Bedingung nicht in der Person des Erwerbers gegeben, hat die Gesellschaft folglich gestützt auf den Gesetzeswortlaut das Recht, den Erwerber als Aktionär mit Stimmrecht abzulehnen.

Ferner spricht der Gesetzestext davon, dass die Gesellschaft die Eintragung verweigern *kann,* wenn der Erwerber die Offenlegungserklärung nicht in der geforderten Form abgibt. Impliziert wird folglich eine Entscheidungsfreiheit der Gesellschaft.

---

[362] Zum selben Schluss gelangt man aufgrund der französischen («La société peut en outre refuser l'inscription au registre des actions si, sur sa demande, l'acquéreur n'a pas déclaré expressément avoir acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte.») und italienischen Texte («La società può inoltre rifiutare l'iscrizione nel libro delle azioni se, su sua domanda, l'acquirente non dichiara espressamente che ha acquistato le azioni in proprio nome e per proprio conto.»).

3.2 Das systematische Element

a. In der Systematik von Art. 685d OR

Die Marginalie zu Art. 685d OR spricht von *Voraussetzungen der Ablehnung.* Die Möglichkeit der Ablehnung wird damit ausdrücklich vorausgesetzt. Weitere Schlüsse für die vorliegende Frage können allerdings nicht gezogen werden.

b. In der Systematik des Aktienrechts

Wie gesehen, ist die Aktiengesellschaft nach der Grundidee des Aktienrechts kapitalbezogen strukturiert.[363] Auch das Stimmrecht bemisst sich grundsätzlich nach der Kapitalbeteiligung.[364] Die Gesellschaft kann aber unter anderem durch die Einführung von Vinkulierungsbestimmungen von dieser Kapitalbezogenheit abweichen und das Stimmrecht bei Vorliegen gewisser statutarisch genannter Gründe beschränken. Solche Abweichungen vom Grundprinzip der Kapitalbezogenheit der Mitgliedschaft sind Ausnahmen und müssen – vor allem bei börsenkotierten Gesellschaften – zurückhaltend Anwendung finden. Art. 685b Abs. 7 OR, der analog für börsenkotierte Namenaktien gilt, statuiert denn auch, dass die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht erschwert werden dürfen. Damit ist gemeint, dass die Voraussetzungen der Übertragbarkeit nicht über die gesetzlich vorgesehenen Ablehnungsgründe hinaus erschwert werden dürfen. Bei der Auslegung der Vinkulierungsbestimmungen ist somit Zurückhaltung geboten. Die Übertragung darf nicht durch eine extensive Auslegung über das vom Gesetzgeber vorgesehene und notwendige Mass hinaus erschwert werden. Genügt es für die Erfüllung des Gesetzeszwecks, dass der Erwerber offenlegt, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, sollte der Gesellschaft folglich auch dann keine Ablehnungsmöglichkeit zukommen, wenn nicht der Erwerber, sondern ein Dritter über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

3.3 Das historische und teleologische Element

Wie bereits dargelegt, geht aus den Gesetzesmaterialien klar hervor, dass der Gesetzgeber mit der Treuhändervinkulierung hauptsächlich die Absicherung der anderen Ablehnungsgründe bezweckte.[365] Dem Gesetzgeber ging es vor allem

---

363 Siehe vorne S. 53.

364 Siehe Art. 692 Abs. 1 OR.

365 Vgl. Amtl. Bull. StR (1988), 490 f.; siehe zum Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR vorne S. 5.

darum, die Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen durch Treuhänder und Strohpersonen zu verhindern. Erst gestützt auf die Offenlegungserklärung kann verhindert werden, dass die Vinkulierungsbestimmungen einer Gesellschaft nicht durch Strohpersonen umgangen werden.[366]

Durch die Offenlegungserklärung erhält die Gesellschaft Kenntnis jener Person, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Dieses Wissen ist notwendig, um darüber zu entscheiden, ob mit den einzutragenden Aktien eine Prozentlimite überschritten wird oder ob in Bezug auf den Nachweis der schweizerischen Beherrschung ein Ablehnungsgrund gegeben ist.

Neben der Durchsetzung der anderen Vinkulierungsbestimmungen hat die Treuhändervinkulierung zusätzlich auch eine *Transparenzfunktion*. Mit der Möglichkeit, vom Erwerber die Offenlegungserklärung zu verlangen, wird der Gesellschaft ein Instrument gegeben, mit welchem sie ihre Beherrschungsverhältnisse feststellen kann.[367]

Für die Durchsetzung dieser beiden Zwecke ist es nicht notwendig, dass der Erwerber *selbst* über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Solange er der Gesellschaft die Identität jener Person offenlegt, der die Verfügungsmacht über das Stimmrecht zukommt, können die Zwecke der Treuhändervinkulierung hinreichend erfüllt werden.[368] Die teleologische Auslegung legt deshalb nahe, dass die Treuhändervinkulierung der Gesellschaft bloss ein Mittel geben will, die Identität jener Personen zu erfahren, denen die Verfügungsmacht über das Stimmrecht zukommt. Hingegen bezweckt sie nicht, der Gesellschaft ein Mittel in die Hand zu geben, Personen, die nicht selber über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen, generell die Ausübung des Stimmrechts zu verweigern. Entgegen anderen Ansichten in der Literatur[369] ist es nicht Zweck der Treuhändervinkulierung, den Gleichlauf von Herrschaft und Risiko durchzusetzen.

---

366 Selbstverständlich bietet auch Art. 685d Abs. 2 OR keinen absoluten Schutz vor Umgehung.

367 In diesem Sinne dient die Treuhändervinkulierung auch der *Durchsetzung des Instituts der Namenaktie*.

368 So auch GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 623.

369 BIERI, Rz. 280 f.; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 288 ff.; GERICKE, 97: «Mit dieser Norm soll sichergestellt werden, dass das Stimmrecht nur solchen Aktionären zugestanden werden muss, welche auch wirtschaftlich berechtigt sind.»

3.4 Analyse aller Auslegungselemente

Das grammatikalische Element spricht dafür, dass die Gesellschaft den Erwerber ablehnen kann, wenn dieser nicht selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, selbst wenn er diejenige Person offenlegt, die dies tut. Obwohl sich aus einer systematischen Auslegung keine direkten Schlüsse für die vorliegende Frage ziehen lassen, zeigt sie, dass die Übertragung von Namenaktien nur mit grosser Zurückhaltung erschwert werden darf. Die Untersuchung der historischen und teleologischen Auslegungselemente macht deutlich, dass es für die Durchsetzung des Regelungszwecks von Art. 685d Abs. 2 OR genügt, wenn der Erwerber offenlegt, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

Aus der systematischen, historischen und teleologischen Auslegung von Art. 685d Abs. 2 OR folgt m.E., dass dessen Wortlaut unpräzise ist und dass die Gesellschaft den Erwerber nicht bloss deshalb ablehnen kann, weil nicht er, sondern ein Dritter letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Solange der Erwerber diesen Dritten der Gesellschaft gegenüber offenlegt, hat die Treuhändervinkulierung ihren Zweck erfüllt. Aus diesem Grund hat die Gesellschaft die Aktien auch dann mit Stimmrecht im Aktienbuch einzutragen, wenn nicht der Erwerber, sondern ein offengelegter Dritter über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.[370] Führt der Aktienerwerb allerdings dazu, dass der Dritte, der über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, eine Prozentlimite überschreitet oder den Nachweis der schweizerischen Beherrschung verunmöglicht, kann die Gesellschaft die Anerkennung aus diesen Gründen verweigern.

4. Ablehnung bei falschen Angaben

4.1 Falsche Angaben

Sind die in der Offenlegungserklärung gemachten Angaben falsch, ist hinsichtlich des Zeitpunkts zu unterscheiden, an welchem die Gesellschaft deren Unrichtigkeit bemerkt. Die nachfolgenden Ausführungen betreffen lediglich den Fall, bei welchem die Gesellschaft *vor* der Anerkennung bemerkt, dass die Angaben des Erwerbers falsch sind.[371]

---

370 Vgl. VON DER CRONE, § 3 Rz. 92 ff.

371 Siehe zur Streichung des Aktionärs, der bereits als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt und im Aktienbuch eingetragen wurde, hinten S. 141 ff.

Nach Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, wenn dieser nicht bereit ist, auf ihr Verlangen die Offenlegungserklärung abzugeben. Die Gesellschaft kann den Erwerber auch ablehnen, wenn dieser die geforderte Offenlegungserklärung zwar abgibt, die Angaben jedoch falsch sind.[372] Die Angaben sind falsch, wenn sie nicht den wahren Gegebenheiten entsprechen.[373] Falsche Angaben liegen beispielsweise vor, wenn ein Erwerber angibt, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, obwohl er in Wirklichkeit treuhänderisch für einen Dritten handelt. Die Angaben müssen zum *Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs* falsch sein.[374] Wurde ein Aktionär einmal *mit Stimmrecht* anerkannt und ändern sich *nachträglich* die Umstände, kann ihm die Gesellschaft das Stimmrecht nicht mehr aberkennen, sofern die Angaben zum Zeitpunkt der Einreichung des Gesuchs zutreffend waren.[375]

4.2 Eintragung als Aktionär ohne Stimmrecht

Stellt die Gesellschaft noch vor der Anerkennung des Erwerbers börsenkotierter Namenaktien fest, dass die abgegebene Offenlegungserklärung falsche Angaben enthält, könnte gestützt auf den Gesetzestext, der von der *Verweigerung der Eintragung im Aktienbuch* spricht, geschlossen werden, dass die Gesellschaft die Eintragung des Erwerbers im Aktienbuch – also auch jene als Aktionär *ohne Stimmrecht* – gänzlich verweigern kann.[376] Hierbei handelt es sich allerdings um ein redaktionelles Versehen.[377] Auch wenn die Offenlegungserklärung falsche Angaben enthält, muss die Gesellschaft den Erwerber – als Aktionär *ohne Stimmrecht* –

372 KLÄY, 268.

373 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 2.

374 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 2.

375 BGE 117 II 290 E. 6b/aa (zum alten Recht); vgl. auch DAENIKER/WALLER, 93; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 7; VON DER CRONE, § 3 Rz. 94.

376 So beispielsweise NOBEL, SZW 1993, 123 ff., der die Meinung vertritt, dass die Gesellschaft einen Erwerber, der in der Offenlegungserklärung falsche Angaben gemacht hat, auch als Aktionär *ohne Stimmrecht* ablehnen könne. Wolle sich ein Erwerber gegenüber der Gesellschaft nicht zu erkennen geben, könne er auch keine Rechte aus Namenaktien geltend machen (125).

377 Siehe dazu vorne S. 45 f.

im Aktienbuch eintragen.[378] Die Sanktionsmöglichkeit der Gesellschaft bei falschen Angaben beschränkt sich somit auf die Ablehnung als Aktionär *mit Stimmrecht.*

5. Recht auf Wiedereinreichung des Gesuchs

Dem Ablehnungsentscheid kommt kein endgültiger Charakter zu.[379] Wird ein Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt, kann er jederzeit ein neues Anerkennungsgesuch einreichen.[380] Der abgelehnte Aktionär ist bei der erneuten Einreichung des Anerkennungsgesuchs an keine Frist gebunden. Hat sich beispielsweise ein Erwerber geweigert, die Offenlegungserklärung abzugeben, und wurde er entsprechend als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt, kann er jederzeit seine Meinung ändern und ein neues Gesuch einreichen.

Einzige Schranke bei der Wiedereinreichung bildet das Rechtsmissbrauchsverbot.[381] So wäre etwa die wiederholte Einreichung des Anerkennungsgesuchs, obwohl sich der Erwerber immer noch weigert, die Offenlegungserklärung abzugeben, rechtsmissbräuchlich. Aufgrund der lediglich 20 Tage dauernden Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR würde das ständige Einreichen neuer Anerkennungsgesuche – ohne materielle Änderung – zu einem hohen Aufwand für die Gesellschaft führen. Die Gesellschaft müsste jedes Gesuch innerhalb der 20-tägigen Frist ablehnen, damit der Erwerber nicht aufgrund der gesetzlichen Fiktion als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt gilt. Reicht ein abgelehnter Erwerber, ohne dass sich die Umstände geändert haben,[382] Anerkennungsgesuche bloss mit der Intention ein, die Gesellschaft könnte die Ablehnungsfrist verpassen, muss es der Gesellschaft im Extremfall – trotz Art. 685g OR – ausnahmsweise offenstehen,

---

378 Er kann somit sämtliche Rechte ausser das Stimmrecht und die mit dem Stimmrecht zusammenhängenden Rechte ausüben. Vgl. Art. 685f Abs. 2 OR und Art. 686 Abs. 4 OR.

379 BÖCKLI, § 6 Rz. 144, welcher darauf hinweist, dass es keine «Erschöpfungswirkung» des Antrags gibt; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 286 f.; KLÄY, 280.

380 BÖCKLI, § 6 Rz. 144; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK SchlT AG OR 4 N 10; KLÄY, 280.

381 BÖCKLI, § 6 Rz. 144; KLÄY, 351.

382 Eine Änderung kann sowohl aufseiten der Gesellschaft, beispielsweise in Form einer Statutenänderung, als auch aufseiten des Gesuchstellers, beispielsweise weil sich dieser entschieden hat, die Offenlegungserklärung zu unterzeichnen oder weil er sich eingebürgern lassen hat, auftreten.

dem Aktionär eine Art Sperrfrist aufzuerlegen.[383] Erst nach dieser Sperrfrist wird das Gesuch des querulatorischen Erwerbers wieder behandelt.

Anders liegt der Fall bei einem Aktionär, welcher gestützt auf Art. 4 SchlB mit Hinweis auf den geforderten Nachweis über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre abgelehnt wurde. Die Veräusserung von Aktien durch andere ausländische Aktionäre führt in diesem Fall nämlich dazu, dass der abgelehnte Aktionär neu im Ausmass der veräusserten Aktien als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt würde.[384]

III. Die widerrechtliche Ablehnung

1. Formen der widerrechtlichen Ablehnung

Eine widerrechtliche Ablehnung liegt vor, wenn die Gesellschaft einen Erwerber, der alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennt. Eine widerrechtliche Ablehnung liegt also beispielsweise vor, wenn die Gesellschaft einen Erwerber, der auf ihre Aufforderung hin wahrheitsgemäss

---

383 So auch KLÄY, 351. Von dieser Möglichkeit darf eine Gesellschaft jedoch nur im *Extremfall,* nämlich dann, wenn der Aktionär die Gesellschaft rechtsmissbräuchlich mit Anerkennungsgesuchen geradezu eindeckt, Gebrauch machen. Administrativer Aufwand oder Personalmangel können *nie* eine Sperrfrist begründen.

384 Um solche Situationen zu verhindern, wird in der Literatur vorgeschlagen, dass die Gesellschaft für Aktionäre, die aufgrund ihrer Ausländereigenschaft abgelehnt wurden, eine Warteliste erstellt werden müsse. Werden Aktien durch einen Ausländer veräussert, könnte demnach der Nächste auf der Warteliste nachträglich als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 104, wonach nur eine Warteliste für die Erwerber fair und zumutbar sei, da es sich bei der Anwendung von Art. 4 SchlB nicht um eine Limite, sondern um ein *Kontingent* handle, dessen Über- oder Unterschreiten nur den Gesellschaftsorganen bekannt sei; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 199, wonach sich eine «Warteschlange» i.S. des Grundsatzes *«first come – first serve»* praktisch aufdränge; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK SchlT AG OR 4 N 10; KLÄY, 264 f., der darauf hinweist, dass der Entscheid über die Anerkennung als Vollaktionär die Ausübung eines Gestaltungsrechts darstelle, welches mit der Entscheidung über die Anerkennung oder Ablehnung konsumiert werde. Aus diesem Grund könne die Gesellschaft später weder in positiver noch in negativer Weise auf den getroffenen Entscheid zurückkommen. Zur Erleichterung nachträglicher Gesuche solle die Gesellschaft den jeweiligen Ausländeranteil in geeigneter Weise bekanntmachen.

erklärt hat, letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts zu bestimmen, als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnt. Eine widerrechtliche Ablehnung liegt ebenso vor, wenn der Erwerber mit Hinweis auf Art. 685d Abs. 2 OR abgelehnt wird, obwohl er die Identität derjenigen Person offengelegt hat, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Eine widerrechtliche Ablehnung liegt schliesslich auch vor, wenn die Gesellschaft einen Erwerber, der zwar nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, aber unter einen Ausnahmetatbestand fällt, ohne sachlichen Grund ablehnt.

2. Rechtliche Einordnung der zu Unrecht erfolgten Ablehnung

Die zu Unrecht erfolgte Ablehnung eines Erwerbers verletzt das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR und das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung gemäss Art. 689 Abs. 1 OR.

2.1 Verletzung des Gleichbehandlungsgebots

Ein Erwerber, der die Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, hat Anspruch auf Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* und die entsprechende Eintragung im Aktienbuch.[385] Dies gilt auch für die Treuhändervinkulierung: Füllt der Erwerber die Offenlegungserklärung wahrheitsgemäss aus, *muss* er als Aktionär *mit Stimmrecht* eingetragen werden, solange nicht ein anderer Ablehnungsgrund vorliegt. Dem Verwaltungsrat kommt bei der Entscheidung über die Anerkennung des Erwerbers gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR kein Ermessen zu.

Nach Art. 717 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Der Verwaltungsrat trägt einen Erwerber, der alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch ein. Lehnt der Verwaltungsrat nun einen Erwerber ab, obwohl dieser gemäss den Statuten als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden muss, liegt eine Verletzung des Gleichbehandlungsgebots gemäss Art. 717 Abs. 2 OR vor. Der Erwerber wird anders behandelt als die übrigen Aktionäre, welche die Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt haben und deshalb als Aktionäre *mit Stimmrecht*

---

385 Entscheid des HGer ZH vom 14. Mai 2008, ZR 2009, Nr. 15, E. 3.2; BÖCKLI, § 6 Rz. 322; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 10 Rz. 49 ff.; VON DER CRONE, § 3 Rz. 49.

anerkannt wurden. Da dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid *in Bezug auf die Treuhändervinkulierung kein* Ermessen zukommt, kann er die Verletzung des Gleichbehandlungsgebots auch nicht damit rechtfertigen, dass sie im Interesse der Gesellschaft erfolge. Der Verwaltungsrat hat insofern lediglich den klaren und abschliessend geregelten Auftrag der Generalversammlung auszuführen. Die Aufgabe des Verwaltungsrats besteht – mangels Ermessen – lediglich darin, zu schauen, ob ein Erwerber die Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt. Erfüllt der Erwerber die Voraussetzungen, hat ihn der Verwaltungsrat als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.

2.2 Beschränkung des Rechts auf Teilnahme an der Generalversammlung

Das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung ergibt sich aus Art. 689 Abs. 1 OR. Demnach übt der Aktionär seine Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft in der Generalversammlung aus. Lehnt die Gesellschaft einen Erwerber ab, trägt sie ihn als Aktionär *ohne Stimmrecht* in das Aktienbuch ein. Als solcher darf er nicht an der Generalversammlung teilnehmen.[386] Wird ein Erwerber abgelehnt, tangiert dies folglich sein Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung.

2.3 Nichtigkeit des Ablehnungsentscheids

Für *Verwaltungsratsbeschlüsse* gelten gemäss Art. 714 OR sinngemäss die gleichen Nichtigkeitsgründe wie für die Beschlüsse der Generalversammlung.[387] Nach Art. 706b Ziff. 1 OR sind *Generalversammlungsbeschlüsse* nichtig, die das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung beschränken.

---

386 Vgl. Art. 685f Abs. 3 OR; BÖCKLI, § 6 Rz. 143 f.; KLÄY, 385 f.

387 Art. 714 OR i.V.m. 706b OR. Aufgrund der unterschiedlichen Funktionen von Generalversammlung und Verwaltungsrat wird dieser Verweis auf die Nichtigkeitsgründe der Generalversammlung in der Literatur allerdings kritisch betrachtet. Siehe RHEIN, 151 ff.; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 5; siehe auch BÖCKLI, § 13 Rz. 267; JAGMETTI, 76. Unter anderem stellt sich die Frage, ob der Verweis von Art. 714 OR dahingehend zu verstehen ist, dass ein Verwaltungsratsbeschluss, der das Recht des Aktionärs auf Teilnahme an der Generalversammlung beschränkt, nichtig ist, oder ob ein Verwaltungsratsbeschluss nichtig ist, der die Rechte der Verwaltungsratsmitglieder auf Teilnahme an Verwaltungsratssitzungen beschränkt. Siehe auch WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 5.

Gemäss der Botschaft Aktienrecht 1983 ist das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung von so grundlegender Bedeutung für die Struktur der Aktiengesellschaft, dass es zwingend gewährt werden muss. Beschlüsse der Generalversammlung oder des Verwaltungsrats, die darauf abzielen, das Teilnahmerecht dauernd und generell zu beschränken, müssen deshalb nichtig sein.[388] In dieser Absolutheit trifft diese Aussage allerdings nicht zu. Das Recht auf Teilnahme kann ausnahmsweise beschränkt werden. Die Einschränkung muss allerdings auf sachlichen Gründen beruhen und sie muss von der Generalversammlung beschlossen werden.[389] Dies ist bei der zu Unrecht erfolgten Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR allerdings gerade nicht der Fall, erfolgt doch die Einschränkung des Rechts auf Teilnahme in Verletzung des Gleichbehandlungsgebots und ohne von der Generalversammlung erlassene statutarische Grundlage. Der Verwaltungsrat verfügt nämlich über *kein Ermessen* bei der Entscheidung über die Ablehnung des Erwerbers gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR.

Der Verwaltungsratsbeschluss betreffend die Ablehnung des Erwerbers ist widerrechtlich, da er das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung und das Gleichbehandlungsgebot verletzt. Die Wirkung der Ablehnung ist dabei nicht auf eine einzelne Generalversammlung beschränkt; der Erwerber wird vielmehr *dauernd und generell* von der Teilnahme an der Generalversammlung ausgeschlossen.[390] Die Ablehnung des Erwerbers ohne sachlichen Grund und ohne statutarische Grundlage ist qualifiziert widerrechtlich und damit nichtig.

2.4 Zwischenfazit

Der Verwaltungsratsbeschluss betreffend die Ablehnung eines Erwerbers, der alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, verletzt das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR und das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung nach Art. 689 Abs. 1 OR. Ein solcher Beschluss ist nichtig. Anders wäre der Fall zu beurteilen, wenn dem Verwaltungsrat beim Beschluss über die Ablehnung eines Erwerbers ein Ermessenspielraum zukommt, da eine solche Ablehnung

388 Botschaft Aktienrecht 1983, 882; vgl. Botschaft Aktienrecht 2007, 1682.

389 Die Generalversammlung muss zumindest den Rahmen abstecken, in welchem eine Beschränkung des Rechts auf Teilnahme aufgrund sachlicher Gründe erfolgen kann. Nicht notwendig ist, dass die Generalversammlung den einzelnen Beschluss fällt.

390 So auch HOMBURGER, ZK OR 1997 714 N 351; RHEIN, 129; siehe auch DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 10.

sachlich begründet werden könnte. Wie gesehen, ist dies bei der Treuhändervinkulierung allerdings nicht der Fall.

3. Rechtsbehelfe gegen eine zu Unrecht erfolgte Ablehnung

3.1 Leistungsklage auf Vornahme der Berichtigung der Aktionärsstellung im Aktienbuch

Der zu Unrecht nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannte Erwerber kann beim Gericht am Sitz der Gesellschaft eine Leistungsklage auf Vornahme der Berichtigung der Aktionärsstellung im Aktienbuch erheben.[391] Da die unter Hinweis auf Art. 685d Abs. 2 OR erfolgte Ablehnung eines Erwerbers, der alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, nichtig ist, ist der Erwerber mit Ablauf der Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt. Gegenstand des Leistungsbegehrens ist damit bloss die Anpassung der Eintragung im Aktienbuch, nicht die Anerkennung des Erwerbers.[392] Aktivlegitimiert zur Leistungsklage auf Vornahme der Berichtigung der Aktionärsstellung im Aktienbuch ist der zu Unrecht abgelehnte Erwerber.[393] Passivlegitimiert ist die Gesellschaft.[394] Bei der Geltendmachung seiner Rechte ist der zu Unrecht abgelehnte Erwerber an keine Verwirkungsfrist gebunden.[395] Die Nichtigkeit des Verwaltungsratsbeschlusses ist unheilbar, unverjährbar und von Amtes wegen zu beachten.[396]

---

391 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.3.

392 Vgl. aber DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 14; GERMANN, Rz. 1544; KLÄY, 360; VON BÜREN, ZBJV 1995, 72; siehe zum alten Recht BGE 76 II 51 E. 4.

393 BIERI, Rz. 759; BÖCKLI, § 6 Rz. 174a, der die Aktivlegitimation auch dem Veräusserer zugesteht. Dies deshalb, weil der Veräusserer ein legitimes Interesse daran habe, seine Aktien *mit Stimmrecht* veräussern zu können. Um dieses Recht durchsetzen zu können, müsse der Veräusserer zur Klage zugelassen werden. DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 12; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 131; GEHRER, 134; KLÄY, 361; KUNZ, Minderheitenschutz, § 11 Rz. 53.

394 Die Klage richtet sich nicht gegen den Verwaltungsrat oder einzelne seiner Mitglieder, sondern gegen die Gesellschaft. Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 131; GEHRER, 134; vgl. auch BGE 76 II 51 E. 1.

395 Siehe BÖCKLI, § 16 Rz. 156; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 14; KUNZ, Minderheitenschutz, § 11 Rz. 53; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 6.

396 WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 6.

Nach Art. 685f Abs. 4 OR hat die Gesellschaft das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte allerdings erst vom Zeitpunkt des richterlichen Urteils an anzuerkennen.

3.2 Weitere Rechtsbehelfe

Gemäss Art. 685f Abs. 4 OR hat die Gesellschaft dem zu Unrecht abgelehnten Erwerber Schadenersatz zu leisten, sofern sie nicht beweist, dass ihr kein Verschulden zur Last fällt.[397] Der Erwerber kann schliesslich auch eine Verantwortlichkeitsklage gemäss Art. 754 OR gegen die verantwortlichen Organpersonen erheben.[398]

3.3 Fazit

Der zu Unrecht abgelehnte Erwerber kann mittels Leistungsklage die Berichtigung des Aktienbuchs verlangen. Aufgrund der gesetzlichen Regelung von Art. 685f Abs. 4 OR hat die Gesellschaft den Erwerber allerdings erst ab dem Zeitpunkt des richterlichen Urteils als Aktionär *mit Stimmrecht* zu behandeln. Zusätzlich zur Leistungsklage kann der zu Unrecht abgelehnte Erwerber von der Gesellschaft Schadenersatz verlangen (Art. 685f Abs. 4 OR). Ferner steht dem Erwerber auch die Verantwortlichkeitsklage gemäss Art. 754 OR offen.

4. Die nicht rechtsgenügend erfolgte Ablehnung

Neben der materiell widerrechtlichen Ablehnung kann eine Ablehnung auch *formell* in nicht rechtsgenügender Weise erfolgen. War die Ablehnung nicht rechtsgenügend, d.h. hat die Gesellschaft den Erwerber beispielsweise erst nach Ablauf der 20-tägigen Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR abgelehnt oder hat sie die Ablehnung nicht begründet, gilt der Erwerber aufgrund der unwiderlegbaren

---

397 Dabei hat die Gesellschaft zu beweisen, dass sie kein Verschulden trifft, während der zu Unrecht abgelehnte Aktionär Schaden, Widerrechtlichkeit und Kausalität nachweisen muss. Der Nachweis des Schadens wird ihm jedoch in der Regel schwerfallen. Siehe KUNZ, Minderheitenschutz, § 11 Rz. 54.

398 Der Erwerber wird jedoch Schwierigkeiten haben, einen Vermögensschaden nachzuweisen. Siehe BIERI, Rz. 764 f.; GEHRER, 134; HUGUENIN JACOBS, 221.

gesetzlichen Vermutung als anerkannt.[399] Anders gesagt liegt in diesen Fällen gar keine Ablehnung vor, weshalb Art. 685f Abs. 4 OR keine Anwendung findet.

Da der Erwerber in der Lage ist, über die blosse Feststellung seiner Stellung als Aktionär *mit Stimmrecht* hinaus eine vollstreckbare Leistung, nämlich die Anpassung des Aktienbuchs an die wirkliche Rechtslage zu verlangen, muss er nicht eine Feststellungs-, sondern eine Leistungsklage erheben.[400] Der Erwerber kann folglich beim Gericht am Sitz der Gesellschaft eine Leistungsklage auf Vornahme der Berichtigung der Aktionärsstellung im Aktienbuch erheben. Anders als bei der widerrechtlichen *Ablehnung* ist die Wirkung des Urteils aber auf den Ablauf der Ablehnungsfrist zurückzubeziehen.

IV. Die widerrechtliche Anerkennung

1. Begriff der widerrechtlichen Anerkennung

Nicht nur eine Ablehnung kann zu Unrecht erfolgen, sondern auch eine Anerkennung.[401] Eine widerrechtliche Anerkennung liegt vor, wenn die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennt, obwohl er nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt und auch nicht unter einen Ausnahmetatbestand fällt. Eine Anerkennung ist beispielsweise dann widerrechtlich, wenn die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennt, obwohl er sich weigert, die Offenlegungserklärung abzugeben.[402] Es ist zu prüfen, ob eine solche Anerkennung rückgängig gemacht werden kann und wie sich die übrigen Aktionäre gegen eine solche widerrechtliche Anerkennung zur Wehr setzen können.

Bei der Beurteilung der widerrechtlichen Anerkennung muss danach unterschieden werden, ob dem Verwaltungsrat bei der Entscheidung über die Anerkennung des Erwerbers Ermessen zukommt. Regeln die Statuten – wie dies bei der Treu-

399 KLÄY, 361.

400 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.2 f.

401 Siehe zur Möglichkeit der nachträglichen Streichung aus dem Aktienbuch hinten S. 141 ff.

402 Die gleiche Situation liegt vor, wenn die Gesellschaft einen Erwerber über eine in den Statuten vorgesehene Prozentlimite hinaus als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennt.

händervinkulierung *zwingend* der Fall sein muss[403] – sowohl die Anerkennungsvoraussetzungen als auch die Ausnahmemöglichkeiten abschliessend, kommt dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid kein Ermessen zu. Sehen die Statuten allerdings vor, dass der Verwaltungsrat einen Erwerber – im Interesse der Gesellschaft – ausnahmsweise trotz Vorliegen eines Ablehnungsgrunds als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennen kann, kommt dem Verwaltungsrat Ermessen zu.[404]

2. Die widerrechtliche Anerkennung ohne Vorliegen eines Ermessensspielraums

2.1 Anfechtungsklage gemäss Art. 706 f. OR

Da der Anerkennungsentscheid bei börsenkotierten Namenaktien vom Verwaltungsrat (und nicht von der Generalversammlung) gefasst wird und Verwaltungsratsbeschlüsse nicht Gegenstand einer Anfechtungsklage gemäss Art. 706 f. OR sein können, können die übrigen Aktionäre nicht mittels einer Anfechtungsklage gegen den Anerkennungsentscheid vorgehen.[405]

---

403 Siehe zu den Voraussetzungen und Schranken der Ausnahmegewährung hinten hinten S. 131 ff. Eine Ausnahmeregelung kommt bei der Treuhändervinkulierung *nur* für *Nominees* in Frage. Entscheidet sich die Gesellschaft für eine solche Ausnahmeregelung, ist diese nach klaren numerischen Vorgaben auszugestalten. Der Erwerber weiss deshalb bereits im Voraus mit Sicherheit, ob er für die einzutragenden Aktien als Aktionär *mit* oder *ohne Stimmrecht* anerkannt wird. Das Gleiche gilt für die Prozentvinkulierung, sofern die Statuten keine Ausnahmen vorsehen, die dem Verwaltungsrat ein Ermessen einräumen.

404 Eine solche Regelung ist bei der Treuhändervinkulierung unter geltendem Recht nicht möglich (siehe dazu hinten S. 131 ff.). Entsprechend gelten jene Ausführungen bloss für die Prozent- und Ausländervinkulierung.

405 BGE 76 II 51 E. 2 ff.; BGE 109 II 239 E. 3b; siehe auch BÖCKLI, § 6 Rz. 78; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 10 und 685d N 15; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 9; KRNETA, OR 714 N 855 ff.; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 3; siehe ferner BÜHLER, 51; a.M. STAUBER, 165 ff., insb. 206 f., der gesetzes- und statutenwidrige Verwaltungsratsbeschlüsse als anfechtbar erachtet.

2.2 Nichtigkeitsklage gemäss Art. 706b OR i.V.m. Art. 714 OR

a. Ansichten zum Anwendungsbereich der Nichtigkeitsklage

Es ist zu prüfen, ob die zu Unrecht erfolgte Anerkennung des Erwerbers nichtig ist. Vorliegend wird nur jener Fall untersucht, bei welchem dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid kein Ermessen zukommt.[406]

Nichtigkeit wird aufgrund ihrer die Rechtssicherheit gefährdenden Wirkung nicht leichthin angenommen, sondern nur bei schweren Verstössen gegen die Grundsätze des geschriebenen und ungeschriebenen Rechts.[407] Die Anforderungen an die Nichtigkeit von Verwaltungsratsbeschlüssen sind deshalb *ausserordentlich hoch.*[408]

Die herrschende Lehre schliesst eine Klage auf Feststellung der Nichtigkeit des den Erwerber zu Unrecht anerkennenden Verwaltungsratsbeschlusses gemäss Art. 706b OR i.V.m. Art. 714 OR mangels qualifizierter Gesetzesverletzung aus.[409] Die Tatsache, dass der Anerkennungsbeschluss statutenwidrig ist, führe für sich alleine noch nicht zu dessen Nichtigkeit.[410]

Eine Mindermeinung geht von einem etwas breiteren Begriff der Nichtigkeit aus und spricht sich dafür aus, dass Verwaltungsratsbeschlüsse immer dann gemäss

---

406 Dies ist *zum einen* im Rahmen der Treuhändervinkulierung der Fall. Sind allfällige Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung vorgesehen, müssen diese abschliessend in den Statuten geregelt sein. Der Verwaltungsrat hat somit keinen Ermessensspielraum. *Zum anderen* – das ist in der Praxis wohl häufiger der Fall – kommt dem Verwaltungsrat bei der Anerkennung eines Erwerbers über die Prozentlimite hinaus dann kein Ermessen zu, wenn die Statuten die Ausnahmen abschliessend regeln bzw. gar keine vorsehen.

407 BGE 115 II 468 E. 3b; BÜHLER, 56; HOMBURGER, SAG 1988, 134; KRNETA, OR 714 N 860; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 10; a.M. JAGMETTI, 104, der aufgrund der fehlenden Anfechtungsmöglichkeit von Verwaltungsratsbeschlüssen die Nichtigkeitsgründe über jene bei Generalversammlungsbeschlüssen hinaus ausweitet.

408 Siehe KRNETA, OR 714 N 862, welcher die Nichtigkeit als *allerletzte Notbremse* bezeichnet; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 10.

409 BIERI, Rz. 774 ff.; BÖCKLI, § 6 Rz. 78 und § 13 Rz. 276; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 10 und 685d N 15.

410 Anders verhält es sich, wenn die verletzte Statutenbestimmung zwingend im öffentlichen Interesse erlassen wurde. Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 78 und § 13 Rz. 276; BÜHLER, 56; HOMBURGER, SAG 1988, 134; JAGMETTI, 108 und 112; KRNETA, OR 714 N 864; VON BÜREN, ZBJV 1995, 71 Fn. 79; WERNLI/RIZZI, BSK OR 714 N 10; siehe auch SCHLUEP, 278.

Art. 706b OR i.V.m. Art. 714 OR nichtig sind, wenn sie gegen zwingendes Aktienrecht verstossen.[411] Das Gleichbehandlungsgebot begründet ein subjektives Recht des Aktionärs auf relative Gleichbehandlung, welches zu den zwingenden Aktionärsrechten zählt.[412] Ein Verwaltungsratsbeschluss, der inhaltlich zu einer nicht durch den Gesellschaftszweck bzw. durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigten Ungleichbehandlung führt, unterliegt nach dieser Ansicht wegen der Verletzung eines zwingenden Aktionärsrechts der Nichtigkeit.[413]

b. Nichtigkeit der zu Unrecht erfolgten Anerkennung

Ob ein Verwaltungsratsbeschluss nichtig ist, hängt letztlich von einer *Gesamtbetrachtung* ab.[414] Dabei sind einerseits die Widerrechtlichkeit der Anerkennung und das Interesse der übrigen Aktionäre an der Durchsetzung der Vinkulierungsbestimmungen und andererseits das Bedürfnis nach Rechtssicherheit sowie das Interesse des zu Unrecht anerkannten Aktionärs an der Beibehaltung seiner Rechtsstellung gegeneinander abzuwägen. Entscheidend ist dabei die Gewichtung der divergierenden Interessen.[415] Um über die Feststellung der Nichtigkeit entscheiden zu können, werden nachfolgend diese divergierenden Interessen genauer betrachtet.

aa. Widerrechtlichkeit der Anerkennung

Nach Art. 717 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Die zu Unrecht erfolgte Anerkennung führt dazu, dass die Möglichkeit der bestehenden Aktionäre, auf die Willensbildung in der Generalversammlung Einfluss zu nehmen, vermindert wird, weil dem zu Unrecht anerkannten Aktionär proporational zu viele Stimmrechte zukommen, als

411 RHEIN, 193 ff. und 219 ff.

412 RHEIN, 219 f.

413 RHEIN, 220.

414 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 103, die von einer *richterlichen Interessenabwägung* sprechen, bei der es Aufgabe des Richters sei, die Grenze zwischen nichtigen und bloss anfechtbaren Beschlüssen zu ziehen. Bei dieser heiklen Interessenabwägung steht auf der einen Seite das Interesse an der Beseitigung widerrechtlicher Beschlüsse und ihrer Folgen. Diesem gegenüber steht ein Interesse an der Aufrechterhaltung selbst eines nicht über alle Zweifel erhabenen Beschlusses zur Vermeidung von Rechtsunsicherheit.

415 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 87.

dies bei korrekter Anwendung der Statuten der Fall wäre.[416] Da dem Verwaltungsrat in Bezug auf die Treuhändervinkulierung kein Ermessen zukommt, kann er seine Entscheidung auch nicht damit begründen, dass sie im Interesse der Gesellschaft sei. Die Generalversammlung hat abschliessend über die statutarische Ausgestaltung der Treuhändervinkulierung entschieden. Diese Entscheidung umfasst auch die Überzeugung der Generalversammlung, dass die derart ausgestaltete Vinkulierungsordnung im Gesellschaftsinteresse ist.

Kommt dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid kein Ermessen zu, anerkennt er aber dennoch einen Erwerber, der nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, als Aktionär *mit Stimmrecht,* schafft er eine Ausnahme zur Vinkulierungsordnung. Je nach Umfang des Aktienpakets des Erwerbers kann die zu Unrecht erfolgte Anerkennung dazu führen, dass die Vinkulierungsbestimmungen nicht mehr wirksam durchgesetzt werden können. Eine solche Änderung der Vinkulierungsbestimmungen einer Gesellschaft bedingt eine Statutenänderung. Die Änderung der Statuten stellt aber nach Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR eine unübertragbare Befugnis der Generalversammlung dar. Indem der Verwaltungsrat den Erwerber trotz klar anderslautender Statutenbestimmungen anerkennt, masst er sich folglich eine Generalversammlungskompetenz an. Anerkennt der Verwaltungsrat einen Erwerber zu Unrecht, d.h. obwohl dieser gemäss den Statuten als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt werden *muss,* verletzt er das Gleichbehandlungsgebot und verstösst gegen die aktienrechtliche Kompetenzzuteilung.

bb. Interesse der übrigen Aktionäre an der Durchsetzung der Vinkulierungsbestimmungen

Die ungerechtfertigte Anerkennung eines Erwerbers betrifft auch die übrigen Aktionäre in ihrer Rechtsstellung. Die widerrechtliche Anerkennung führt dazu, dass die Möglichkeit der bestehenden Aktionäre, auf die Willensbildung in der Generalversammlung Einfluss zu nehmen, vermindert wird. Dies ist besonders unter dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes von Bedeutung.[417] Die übrigen Aktionäre haben ein Interesse daran, vor ungerechtfertigten Benachteiligungen geschützt zu werden. Sie müssen sich darauf verlassen können, dass der Verwaltungsrat die Vinkulierungsbestimmungen gleich anwendet und nicht ihm nahestehende Aktionäre bevorteilt. Schliesslich müssen sich die Aktionäre darauf

---

416 Dies ist besonders unter dem Gesichtspunkt des Minderheitenschutzes von Bedeutung. Siehe auch KUNZ, Minderheitenschutz, § 11 Rz. 56.

417 Siehe KUNZ, Minderheitenschutz, § 11 Rz. 56; vgl. auch WATTER/ ROTH PELLENDA, BSK OR 717 N 23.

verlassen können, dass sich der Verwaltungsrat an die aktienrechtliche Kompetenzzuordnung hält.

cc. Bedürfnis nach Rechtssicherheit

Gemäss Bundesgericht ist Nichtigkeit wegen ihrer die Rechtsicherheit gefährdenden Wirkung nicht leichthin anzunehmen.[418] Nach DRUEY folgt daraus, dass die Rechtsfolge auf den Tatbestand zurückwirkt, indem die Nichtigkeitstatbestände immer mit Blick auf die Nichtigkeitsfolge ausgelegt und angewendet werden sollen.[419] Zur Beurteilung der allfälligen Nichtigkeit des widerrechtlichen Anerkennungsentscheids müssen somit die Folgen dessen allfälliger Nichtigkeit angeschaut werden.

aaa. Folgen bei Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids

Wäre der widerrechtliche Anerkennungsentscheid nichtig, hätte der zu Unrecht anerkannte Erwerber die Rechtsstellung als Aktionär *mit Stimmrecht* nicht erlangt. Er wäre noch immer Aktionär, jedoch *ohne Stimmrecht.* Hinsichtlich der vermögensmässigen Rechte hätte die Nichtigkeit der Anerkennung – bei börsenkotierten Namenaktien – keine Auswirkungen, denn die vermögensmässigen Rechte stehen auch Aktionären *ohne Stimmrecht* zu. Die Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids würde deshalb bloss das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte betreffen.

Würde ein Gericht die Nichtigkeit der Anerkennung feststellen, hätte dies folglich Auswirkungen auf die Generalversammlungsbeschlüsse, bei welchen der zu Unrecht anerkannte Erwerber in der Zwischenzeit mitgewirkt hat. Als Aktionär *ohne Stimmrecht* hätte der Erwerber unbefugterweise an der Generalversammlung abgestimmt. Generalversammlungsbeschlüsse, bei welchen Personen, die zur Teilnahme an der Generalversammlung nicht befugt sind, mitgewirkt haben, sind aber nicht nichtig, sondern lediglich gemäss Art. 691 Abs. 3 OR anfechtbar.[420] Bei der Anfechtungsklage gemäss Art. 691 Abs. 3 OR handelt es sich um einen Spezial-

418 Siehe vorne S. 95 f.

419 DRUEY, Rechtsfragen, 136, der davon spricht, das juristische Pferd am Schwanz aufzuzäumen, nämlich den Tatbestand nach den Rechtsfolgen zu bestimmen. Siehe auch DUBS/TRUFFER, BSK OR 706b N 7.

420 BGE 96 II 18 E. 3; Entscheid des BGer vom 29. Juni 2005, 4.C/107/2005, E. 2.1; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12.

tatbestand der allgemeinen Anfechtungsklage nach Art. 706 OR.[421] Dieses Anfechtungsrecht verwirkt, wenn die Klage nicht spätestens zwei Monate nach der Generalversammlung erhoben wird.[422] Wird gegen den unter Mitwirkung des zu Unrecht anerkannten Erwerbers zustande gekommenen Generalversammlungsbeschluss keine Anfechtungsklage erhoben, so behält der gefasste Beschluss seine Gültigkeit auch dann, wenn sich später herausstellen sollte, dass die Anerkennung des Erwerbers nichtig war. Die Gesellschaft, die Aktionäre und Dritte können deshalb nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist weiterhin auf das gültige Zustandekommen von Generalversammlungsbeschlüssen vertrauen, auch wenn der widerrechtliche Anerkennungsentscheid nichtig wäre.

Bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist kann allerdings jeder Aktionär den Generalversammlungsbeschluss anfechten, an dem Personen mitgewirkt haben, die zu Unrecht anerkannt wurden. Die Anfechtungsklage führt damit innerhalb der Anfechtungsfrist zu einer gewissen Rechtsunsicherheit. Die Gefahr einer Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses besteht allerdings immer, unabhängig davon, ob der widerrechtliche Anerkennungsentscheid nichtig ist oder nicht. Die Anfechtungsklage kann auch aus anderen Gründen erhoben werden.

bbb. Folgen bei Verneinen der Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids

Wäre der widerrechtliche Anerkennungsentscheid nicht nichtig, würde der zu Unrecht anerkannte Erwerber seine Rechtsstellung als Aktionär *mit Stimmrecht* behalten, da Verwaltungsratsbeschlüsse nicht angefochten werden können. Die Tatsache, dass der Verwaltungsrat solche Situationen überhaupt, d.h. trotz Verletzung des Gleichbehandlungsgebots und trotz klar anderslautenden Statutenbestimmungen herbeiführen kann, führt für sich alleine bereits zu einer gewissen Rechtsunsicherheit.[423] Die übrigen Aktionäre können nicht sicher sein, ob der Verwaltungsrat in Zukunft erneut solche Entscheide fällen wird. Potentiellen Erwerbern wird es schwerer fallen, den Wert eines zum Kauf stehenden Aktienpakets einzuschätzen, da sie damit rechnen müssen, dass ihr Einfluss durch Willkürentscheide des Verwaltungsrats vermindert werden könnte.

---

421 BGE 122 III 279 E. 2; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12; SCHLEIFFER, 296 f.; siehe auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 23 Rz. 124 Fn. 86.

422 Art. 706a Abs. 1 OR.

423 Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 105, wonach mit *Rechtssicherheit* das Allgemeininteresse an Stabilität und Verlässlichkeit von bestehenden Rechtsverhältnissen gemeint ist und nicht etwa das Interesse der die Gesellschaft beherrschenden Kräfte daran, dass ihr Handeln nicht in Frage gestellt wird.

Die herrschende Lehre, die nicht von der Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids ausgeht, schafft nun noch weitere Rechtsunsicherheit, indem sie den übrigen Aktionären ein Recht einräumen will, mittels Leistungsklage eine «Gleichbehandlung im Unrecht» durchzusetzen.[424] Dies bedeutet, dass Erwerber, die in der gleichen Situation abgelehnt wurden, in welcher der zu Unrecht anerkannte Erwerber anerkannt wurde, ein Recht hätten, von der Gesellschaft zu verlangen, auch als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt zu werden. Ein solches Recht unterläuft allerdings die Vinkulierungsbestimmungen und könnte im Extremfall zur Aufhebung der Vinkulierung führen.[425] Dies hätte grössere Rechtsunsicherheit zur Folge als die Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids im Einzelfall.

Lehnt man eine Leistungsklage auf «Gleichbehandlung im Unrecht» allerdings ab, steht den übrigen Aktionären bei Verneinen der Nichtigkeit kein erfolgsversprechender Rechtsschutz zur Verfügung. Zwar steht es ihnen offen, eine Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 ff. OR zu erheben, doch werden sie Schwierigkeiten haben, den Nachweis zu erbringen, dass die widerrechtliche Anerkennung des Erwerbers ihnen einen Vermögensschaden verursacht hat. Auch eine Klage auf Feststellung der Widerrechtlichkeit der Anerkennung hätte einen bloss beschränkten Nutzen, da sie keinen Einfluss auf die Rechtsstellung des zu Unrecht anerkannten Aktionärs hat.[426]

ccc. Betrachtung der Folgen

Trotz Nichtigkeit des widerrechtlichen Anerkennungsentscheids können die Gesellschaft, die Aktionäre und Dritte nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist auf das gültige Zustandekommen von Generalversammlungsbeschlüssen vertrauen. Die Gefahr einer Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses innerhalb der Anfechtungsfrist besteht immer, d.h. unabhängig davon, ob der widerrechtliche Anerkennungsentscheid nichtig ist. Nach Ablauf der Frist steht fest, ob der Generalversammlungsbeschluss angefochten wird oder nicht. Wird die

---

424 BIERI, Rz. 777; BÖCKLI, § 6 Rz. 78; GEHRER, 138; KLÄY, 231 f.; PLETSCHER, SZW 1992, 212.

425 Der zu Unrecht erfolgte Anerkennungsentscheid des Verwaltungsrats hätte damit – zumindest mittelbar – zur Folge, dass die Vinkulierungsbestimmungen der Gesellschaft aufgehoben würden. Eine solche Aufhebung der Vinkulierungsordnung setzt allerdings eine Statutenänderung voraus. Statutenänderungen stellen jedoch aufgrund von Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR eine unübertragbare Kompetenz der Generalversammlung dar.

426 Siehe dazu hinten S. 103 f.

Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids allerdings verneint, führt dies – inbesondere das von der herrschenden Lehre vorgebrachte Recht zur Gleichbehandlung im Unrecht – zu mehr Rechtsunsicherheit. Mangels Anfechtbarkeit von Verwaltungsratsbeschlüssen und anderer erfolgsversprechender Rechtsbehelfe könnten sich die Aktionäre gegen die zu Unrecht erfolgte Anerkennung nicht wirksam zur Wehr zu setzen. In solchen Fällen wird in der Lehre die Ansicht vertreten, dass dem allgemeinen Grundsatz von Art. 20 OR, wonach Rechtsgeschäfte, welche gegen das objektive Recht verstossen, nichtig sind, mehr Gewicht zukommen soll, als dies der Fall wäre, wenn es den Aktionären möglich ist, einen Verwaltungsratsbeschluss anzufechten. Der Begriff der Nichtigkeit soll insbesondere dann weiter ausgelegt werden, wenn sich der Verwaltungsrat mit seinem Beschluss über die Kontrollrechte von Aktionären hinwegsetzt oder wenn er die Grundstrukturen der Aktiengesellschaft missachtet.[427] Der Verwaltungsrat, der einen Erwerber *ohne Ermessen* zu Unrecht als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennt, setzt sich aber gerade über die aktienrechtliche Kompetenzzuweisung hinweg, indem er die Ausgestaltung der Vinkulierungsordnung in die eigene Hand nimmt.

Aus dem Gesagten folgt, dass dem Bedürfnis nach Rechtssicherheit bei Bejahung der Nichtigkeit genügend Rechnung getragen wird. Rechtssicherheitsüberlegungen gebieten im vorliegenden Fall vielmehr eine weite Auslegung des Nichtigkeitsbegriffs.

dd. Interesse des zu Unrecht anerkannten Erwerbers

Der Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, den Interessen der übrigen Aktionäre an einer willkürfreien Anwendung der Vinkulierung und an der Einhaltung der aktienrechtlichen Kompetenzzuordnung durch den Verwaltungsrat und dem Bedürfnis der Aktionäre und Dritter nach Rechtssicherheit steht das Interesse des zu Unrecht anerkannten Erwerbers an der Beibehaltung seiner Rechtsstellung gegenüber. In der Literatur wird grundsätzlich zu Recht vorgebracht, dass der Erwerber mit der Anerkennung durch die Gesellschaft in eine geschützte Rechtsposition eintritt, welche ihm im Nachhinein nicht mehr entzogen werden kann.[428] Wird ein Erwerber allerdings entgegen klar anderslautenden Statutenbestimmungen und ohne Vorliegen eines Ermessensspielraums des Verwaltungsrats als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, ist seine Rechtsposition nicht schützenswert. Der Erwerber reicht das Anerkennungsgesuch nämlich im Wissen um die klaren

427 VON DER CRONE, § 4 Rz. 138 f.

428 Siehe zur rechtlichen Qualifikation des Anerkennungsentscheids vorne S. 76 f.

Vinkulierungsbestimmungen ein und weiss entsprechend, dass der Verwaltungsrat ihn nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennen darf.

c. Ergebnis

Wird ein Erwerber über die in den Statuten genannten Ausnahmen der Treuhändervinkulierung hinaus entgegen klar anders lautender Statutenbestimmungen und *ohne Ermessensspielraum* des Verwaltungsrats als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, stellt dies eine Verletzung des subjektiven Rechts der Aktionäre auf Gleichbehandlung dar. Zusätzlich liegt im Verwaltungsratsbeschluss über die zu Unrecht erfolgte Anerkennung ein Verstoss gegen die aktienrechtliche Kompetenzverteilung. Der Verwaltungsratsbeschluss stellt damit eine Gesetzesverletzung dar. Nach dem in Art. 20 OR statuierten allgemeinen Grundsatz, der grundsätzlich auch im Aktienrecht gilt,[429] sind Rechtsgeschäfte, die gegen das Gesetz verstossen, nichtig. Obwohl bei der Bejahung der Nichtigkeit im Aktienrecht mehr Zurückhaltung geboten ist, zeigt eine Gesamtbetrachtung, dass der Nichtigkeit der zu Unrecht erfolgten Anerkennung weder Rechtssicherheitsüberlegungen noch überwiegende Interessen des zu Unrecht anerkannten Erwerbers entgegenstehen. Der Verwaltungsratsbeschluss ist folglich gemäss Art. 714 i.V.m. Art. 706b OR nichtig.

2.3 Wirkung der Nichtigkeit

Auf die Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids kann sich jedermann zu jeder Zeit berufen, der ein schutzwürdiges Interesse an der Feststellung der Nichtigkeit hat.[430] Da Art. 685f Abs. 4 OR nur auf die widerrechtliche *Ablehnung* anwendbar ist,[431] stellt sich die Frage, ob die Feststellung der Nichtigkeit rückwirkend Wirkung entfaltet oder ob der zu Unrecht anerkannte Erwerber in Analogie zu Art. 685f Abs. 4 OR erst ab dem Zeitpunkt des Urteils als Aktionär *ohne Stimmrecht* gilt. Die Nichtigkeit des Anerkennungsentscheids würde formell betrachtet

---

429 Art. 20 OR i.V.m. Art. 7 ZGB; BGE 93 II 30 E. 3; DUBS/TRUFFER, BSK OR 706b N 3a; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 91 Fn. 88, wonach Art. 706b OR eine *nicht exklusive Spezialnorm* zu Art. 20 OR (und Art. 27 ZGB) darstellt; vgl. auch VON DER CRONE, § 8 Rz. 163.

430 Siehe BÖCKLI, § 16 Rz. 156 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 129 ff. i.V.m. § 31 Rz. 44; VON DER CRONE, § 8 Rz. 218. Ob der Verwaltungsrat, der ja selber unrechtmässigerweise den Anerkennungsentscheid gefasst hat, ohne Urteil den Eintrag im Aktienbuch ändern kann, ist fraglich.

431 So auch BÖCKLI, § 6 Rz. 78.

bedeuten, dass kein Entscheid über die Anerkennung vorliegt, womit der Erwerber gestützt auf Art. 685g OR eigentlich als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt wäre. Dies wäre im vorliegenden Fall allerdings nicht zielführend. M.E. sollte deshalb Art. 685f Abs. 4 OR analog angewendet werden. Dies bedeutet, dass der zu Unrecht anerkannte Erwerber ab dem Zeitpunkt des Urteils seine Rechtsstellung als Aktionär *mit Stimmrecht* verliert.

Zusätzlich steht es den übrigen Aktionären offen, eine Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 ff. OR zu erheben. Dabei werden sie jedoch regelmässig Schwierigkeiten haben, den Nachweis zu erbringen, dass die widerrechtliche Anerkennung des Erwerbers ihnen einen Vermögensschaden verursacht hat.[432]

3. Die widerrechtliche Anerkennung bei einem Ermessensentscheid

Kommt dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid ein Ermessen zu,[433] beispielsweise weil die Statuten es erlauben, Erwerber ausnahmsweise über die Prozentlimite hinaus als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen, kann grundsätzlich nicht von der Nichtigkeit des Entscheids ausgegangen werden.[434] Einerseits kann der Verwaltungsrat die Eintragung damit begründen, dass sie im Interesse der Gesellschaft erfolge. Andererseits darf der Erwerber darauf vertrauen, dass der Verwaltungsrat zu Recht von seinem Ermessensspielraum Gebrauch gemacht hat. In diesem Fall ist der herrschenden Lehre zu folgen, wonach der Verwaltungsratsbeschluss weder nichtig noch anfechtbar ist.[435]

---

432 Siehe BIERI, Rz. 775; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 15; VON BÜREN, ZBJV 1995, 71. Da der zu Unrecht anerkannte Erwerber seine Vermögensrechte auch als Aktionär *ohne Stimmrecht* hätte ausüben können, müsste sich der Schaden lediglich aus der Ausübung seines Stimmrechts und der damit zusammenhängenden Rechte ergeben.

433 Anders als bei der Treuhändervinkulierung wird dem Verwaltungsrat *de lege ferenda* unter dem neu geplanten Ablehnungsgrund von Art. 685d Abs. 2 E-OR bei der Entscheidung über eine Ausnahmegewährung ein Ermessensspielraum zukommen. Siehe dazu hinten S. 169.

434 Siehe Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.4.2.

435 Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 78 und § 13 Rz. 276; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685a N 10 und 685d N 15; PLETSCHER, SZW 1992, 212.

Anerkennt der Verwaltungsrat bei einem Ermessensentscheid den Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht,* obwohl er um die ungenügenden Anerkennungsvoraussetzungen des Erwerbers weiss, kann die Anerkennung nicht rückgängig gemacht werden. Gewisse Autoren weisen darauf hin, dass es den übrigen Aktionären offensteht, eine Klage auf Feststellung der Widerrechtlichkeit der Anerkennung zu erheben.[436] Eine erfolgreiche Feststellungsklage hätte jedoch keine Auswirkungen auf die Rechtsstellung des zu Unrecht anerkannten Erwerbers.[437] Er bliebe Aktionär *mit Stimmrecht.* Die Feststellung der Widerrechtlichkeit kann für die übrigen Aktionäre allerdings trotzdem sinnvoll sein, nämlich zur Abschreckung des Verwaltungsrats vor möglichen *zukünftigen* unrechtmässigen Anerkennungsentscheidungen.[438] Die Feststellung der Widerrechtlichkeit der Anerkennung kann schliesslich dann von Bedeutung sein, wenn bestehende Aktionäre in einer späteren Generalversammlung durch das Stimmverhalten des zu Unrecht Anerkannten geschädigt werden und sodann eine Verantwortlichkeitsklage gegen den Verwaltungsrat erheben. Eine Leistungsklage anderer Aktionäre auf Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* wegen «Gleichbehandlung im Unrecht» ist – wie bereits gezeigt – abzulehnen.[439]

V. Falschbeurkundung durch falsche Angaben in der Offenlegungserklärung

Nachfolgend wird geprüft, ob sich der Erwerber, der in der Offenlegungserklärung falsche Angaben macht, der Falschbeurkundung gemäss Art. 251 Ziff. 1 Abs. 2 StGB strafbar macht.

1. Tathandlung der Falschbeurkundung

Gemäss Art. 251 Ziff. 1 Abs. 2 StGB macht sich strafbar, wer in der Absicht, jemanden am Vermögen oder an andern Rechten zu schädigen oder sich oder einem

---

436 BIERI, Rz. 777; BÖCKLI, § 6 Rz. 78; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 15; KLÄY, 231.

437 Siehe GEHRER, 137 f.

438 So auch GEHRER, 137 f.

439 A.M. BIERI, Rz. 777; BÖCKLI, § 6 Rz. 78; GEHRER, 138; KLÄY, 231 f.; PLETSCHER, SZW 1992, 212.

andern einen unrechtmässigen Vorteil zu verschaffen, eine *rechtlich erhebliche Tatsache unrichtig beurkundet oder beurkunden lässt.* Strafbar macht sich damit, wer eine *echte,*[440] *aber unwahre Urkunde errichtet, bei welcher der wirkliche und der in der Urkunde enthaltene Sachverhalt nicht übereinstimmen.*[441] Der Tatbestand der Falschbeurkundung schützt das Vertrauen, welches im Rechtsverkehr einer Urkunde als Beweismittel entgegengebracht wird.[442]

2. Urkunde i.S.v. Art. 110 Abs. 4 StGB

Nachfolgend ist zu prüfen, ob es sich bei der Offenlegungserklärung – als Bestandteil des Anerkennungsgesuchs – um eine Urkunde i.S.v. Art. 110 Abs. 4 StGB handelt.

2.1 Urkundencharakter der Offenlegungserklärung

Urkunden sind insbesondere Schriften, die bestimmt und geeignet sind, eine Tatsache von rechtlicher Bedeutung zu beweisen.[443]

Auf Verlangen der Gesellschaft hat der Erwerber in der Offenlegungserklärung offenzulegen, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Wird diese Erklärung in Papierform abgegeben, liegt ein Schriftstück vor, weshalb es sich grundsätzlich um *Schrifturkunden* handelt.[444] Auch eine elektronisch eingereichte Offenlegungserklärung ist eine solche Urkunde.[445]

---

440 Damit der Tatbestand der Falschbeurkundung zur Anwendung kommt, muss die Urkunde echt sein, denn ansonsten – d.h. bei unechten Urkunden – greift immer schon der Tatbestand der Urkundenfälschung i.e.S. ein, weshalb sich die Frage nach der Wahrheit nicht mehr stellt. Siehe BGE 131 IV 125 E. 4.3.

441 BGE 129 IV 130 E. 2.1; BGE 131 IV 125 E. 4.1; BGE 132 IV 12 E. 8.1; BGE 138 IV 130 E. 2.1; BOOG, BSK StGB 251 N 64; SCHUBARTH, ZStrR 1995, 390 f.; STRATENWERTH/BOMMER, § 36 Rz. 29.

442 BGE 129 IV 130 E. 2.1; BGE 137 IV 167 E. 2.3.1; BGE 138 IV 130 E. 2.1.

443 Art. 110 Abs. 4 StGB.

444 Siehe STRATENWERTH/BOMMER, § 35 Rz. 4 ff.

445 Art. 110 Abs. 4 Satz 2 StGB; siehe BOOG, BSK StGB 110 IV N 86 ff.; TRECHSEL/ERNI, PK StGB Vorbem. 251 N 16; vgl. auch BGE 138 IV 209 E. 5.4, wo das Bundesgericht bejahte, dass auch einer noch nicht ausgedruckten E-Mail grundsätzlich der Charakter einer (Computer-)Urkunde zukommt. Siehe auch Art. 686b VE-OR

Eine Urkunde liegt nur vor, wenn sie zum Beweis einer Tatsache von rechtlicher Bedeutung bestimmt und geeignet ist.[446] Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung sind Tatsachen rechtlich erheblich, *welche allein oder in Verbindung mit andern Tatsachen die Entstehung, Veränderung, Aufhebung oder Feststellung eines Rechts bewirken.*[447] Die Tatsache, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, ist für die Beurteilung des Anerkennungsgesuchs entscheidend. Gestützt auf diese Tatsache entscheidet die Gesellschaft über die Anerkennung des Erwerbers als Aktionär *mit Stimmrecht*. Die in der Offenlegungserklärung gemachten Angaben sind also kausal für die Zulassung zur Ausübung des Stimmrechts und der damit zusammenhängenden Rechte. Bei den in der Offenlegungserklärung gemachten Angaben handelt es sich folglich um Tatsachen von rechtlicher Bedeutung.[448]

2.2 Zur Beweiseignung und -bestimmung im Besonderen

Nach Art. 110 Abs. 4 StGB muss die Offenlegungserklärung zum Beweis *bestimmt und geeignet* sein.[449]

a. Beweisbestimmung

Gemäss Bundesgericht «kann sich die Beweisbestimmung eines Schriftstücks einerseits unmittelbar aus dem Gesetz ergeben und andererseits aus dessen Sinn oder Natur abgeleitet werden».[450] Das Kriterium der Beweisbestimmung stellt insoweit ein *subjektives* Erfordernis dar, als auf den Willen des Ausstellers abgestellt

2014, wonach das Gesuch um Anerkennung auch auf elektronischem Weg eingereicht werden kann. Siehe dazu BERTSCHINGER, Aktienrecht, 173.

446 BOOG, BSK StGB 110 IV N 22.

447 BGE 113 IV 77 E. 3a; siehe auch HAEFLIGER, 29 f.

448 Dies gilt umso mehr für nicht kotierte Namenaktien, da bei diesen nicht nur die *Zulassung zur Ausübung des Stimmrechts und der damit verbundenen Rechte,* sondern auch der *Rechtsübergang an sich* von den in der Offenlegungserklärung gemachten Angaben und dem sich daraus ergebenden Anerkennungsentscheid abhängt.

449 Diese beiden Erfordernisse müssen entsprechend dem neuen Gesetzestext *kumulativ* erfüllt sein. Siehe BGE 101 IV 278 E. 2b; siehe auch BOOG, BSK StGB 110 IV N 27; STRATENWERTH/BOMMER, § 35 Rz. 15; TRECHSEL/ERNI, PK StGB Vorbem. 251 N 5.

450 BGE 118 IV 254 E. 3; BGE 120 IV 122 E. 4c; BGE 122 IV 332 E. 2a; BGE 123 IV 61 E. 5a.

wird, mit dem Schriftstück im Rechtsverkehr ein Beweismittel zu schaffen oder es als solches zu nutzen.[451]

Der Erwerber *will* mit der Offenlegungserklärung gerade den Nachweis erbringen, dass er selber bzw. die in der Erklärung genannte Person letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* knüpft direkt an diesen Nachweis an. Dass die Offenlegungserklärung gemäss der Ansicht des Gesetzgebers zum Beweis bestimmt ist, zeigt sich ferner darin, dass die Gesellschaft gemäss Art. 686 Abs. 5 OR die Belege, die einer Eintragung zugrunde liegen, während zehn Jahren nach der Streichung des Eigentümers oder Nutzniessers aus dem Aktienbuch aufzubewahren hat.

b. Beweiseignung

aa. Objektive Beweistauglichkeit

Während beim Kriterium der Beweisbestimmung der subjektive Wille des Ausstellers Ausgangspunkt ist, wird mit der Beweiseignung ein *objektives* Kriterium einbezogen.[452] Ob und inwieweit einer Schrift Beweiseignung zukommt, bestimmt sich nach Gesetz oder aber nach der Verkehrsübung.[453] Dabei geht es um die *objektive Beweistauglichkeit* des Schriftstücks, nämlich um die Frage, ob der Urkunde die generelle Fähigkeit zur Erbringung des Beweises hinsichtlich einer ausser ihrer selbst liegenden Tatsache zukommt.[454]

Um die Falschbeurkundung von der einfachen schriftlichen Lüge abzugrenzen, ist nach neuerer Rechtsprechung des Bundesgerichts die Beweiseignung der im Schriftstück enthaltenen Erklärung nur gegeben, wenn dieser *eine erhöhte Glaubwürdigkeit zukommt und der Adressat ihr daher ein besonderes Vertrauen entgegenbringt.*[455] Eine solche erhöhte Glaubwürdigkeit kann sich aus dem konkreten

---

451 BOOG, BSK StGB 110 IV N 32; HAEFLIGER, 43; STRATENWERTH/BOMMER, § 35 Rz. 16.

452 BOOG, BSK StGB 110 IV N 29; STRATENWERTH/BOMMER, § 35 Rz. 16.

453 BGE 120 IV 122 E. 4c; BGE 122 IV 332 E. 2a; BGE 123 IV 61 E. 5a; siehe auch BGE 118 IV 254 E. 3.

454 BOOG, BSK StGB 110 IV N 29; CORBOZ, Art. 251 N 20; CORBOZ, ZBJV 1995, 542.

455 BGE 129 IV 130 E. 2.1; BGE 131 IV 125 E. 4.1; BGE 132 IV 12 E. 8.1; BGE 138 IV 130 E. 2.1. Die Schwierigkeit des Tatbestandes der Falschbeurkundung liegt in dieser Abgrenzung zwischen der strafrechtlich bedeutungslosen einfachen schriftlichen Lüge und der qualifizierten schriftlichen Lüge, die eine Falschbeurkundung darstellt. Siehe SCHUBARTH, ZStrR 1995, 391; STRATENWERTH/BOMMER, § 36 Rz. 35.

Verwendungszweck der Erklärung ergeben.[456] Das Bundesgericht hat beispielsweise bei der unrichtigen Erklärung über den wirtschaftlich Berechtigten im Formular A der Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 08/16) eine Falschbeurkundung bejaht.[457] Es ist somit zu prüfen, ob den Angaben der Offenlegungserklärung erhöhte Glaubwürdigkeit zukommt.

bb. Erhöhte Glaubwürdigkeit der Offenlegungserklärung

Art. 685d Abs. 2 OR ermächtigt die Gesellschaft, vom Erwerber eine solche Offenlegungserklärung einzufordern. Verschiedene Beteiligte verlassen sich auf die Wahrheit der in der Offenlegungserklärung enthaltenen Informationen.

Gestützt auf die Offenlegungserklärung entscheidet die *Gesellschaft* über die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht.* Die Erklärung wird von der Gesellschaft unter anderem dazu verwendet, den durch Bundesgesetze geforderten Nachweis über die Zusammensetzung des Kreises der Aktionäre zu erbringen.[458] Nur mit Hilfe dieser Erklärung kann die Gesellschaft den geforderten Nachweis erbringen. Auch für die Durchsetzung der Prozentvinkulierung stützt sich die Gesellschaft auf die Angaben in der Offenlegungserklärung ab.

Für die Gesellschaft ist es praktisch unmöglich, den Inhalt der Offenlegungserklärung zu überprüfen. Sie muss sich folglich darauf verlassen können, dass die gemachten Angaben den wahren Gegebenheiten entsprechen.[459] Hinzu kommt, dass ein Nachweis darüber, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, ohne die Mitwirkung des Aktionärs praktisch nicht erbringbar ist.[460] Die geforderte Offenlegungserklärung muss folglich an die Stelle des Nachweises treten.[461]

---

456 BGE 123 IV 61 E. 5a; BGE 125 IV 17 E. 2a/aa; BGE 138 IV 130 E. 2.2.1; Entscheid des BGer, KassH, vom 30. September 1999, SJ 2000 I, 157 ff., E. 3a/aa; Entscheid des BGer, KassH, vom 30. November 1999, SJ 2000 I, 234 ff., E. 4b.

457 Art. 4 GwG; BGE 139 II 404 E. 9.9.2; Entscheid des BGer, KassH, vom 30. November 1999, SJ 2000 I, 234 ff.; siehe auch Entscheid des BGer, KassH, vom 18. Dezember 2006, 6P.144/2005 und 6S.464/2005, E. 7.2.2; kritisch dazu allerdings ARZT, SZW 2002, 232; BASSE-SIMONSOHN, 295 ff.; BOOG, BSK StGB 251 N 130; UMBACH, 78 ff.

458 Vgl. Art. 4 SchlB.

459 Siehe Entscheid des BGer, KassH, vom 30. November 1999, SJ 2000 I, 234 ff., E. 4c; siehe auch BGE 125 IV 17 E. 2b/dd.

460 Vgl. VON SALIS, 286.

461 Bei der Beratung zu Art. 685d Abs. 2 OR wurde in der Ständeratskommission ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich die Gesellschaft aufgrund der Ablehnungsfrist

Nicht nur die Gesellschaft, sondern auch die *(potentiellen) Aktionäre* müssen sich auf die Angaben in der Offenlegungserklärung verlassen können. Die Durchsetzung der Prozent- und Ausländervinkulierung liegt nicht nur im Interesse der Gesellschaft, sondern betrifft auch die Rechte und wirtschaftlichen Interessen der momentanen und zukünftigen Aktionäre. Die Annahme, dass die Prozentvinkulierung nicht umgangen wird und das Aktionariat dadurch gestreut bleibt, ist Teil der Preiskalkulation beim Aktienkauf/-verkauf.

Der Offenlegungserklärung kommt noch eine weitere Beweisfunktion zu. Das Aktienbuch, welches das Ergebnis der Anerkennungsprüfung zeigt – und damit auf den Angaben der Offenlegungserklärung beruht –, muss aufgrund der Implementierung der 2012 revidierten Empfehlungen der Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF/GAFI) für die Strafverfolgungsbehörden jederzeit zugänglich sein.[462] Auch die Strafverfolgungsbehörden verlassen sich dadurch auf die Wahrheit des Aktienbuchs und damit auch der Offenlegungserklärungen. Im Zusammenhang mit der Implementierung dieser Empfehlungen wurde auch Art. 686 Abs. 5 OR eingefügt. Danach müssen die Belege, die einer Eintragung zugrunde liegen, während zehn Jahren nach der Streichung des Eigentümers oder Nutzniessers aus dem Aktienbuch aufbewahrt werden. In diesem Sinne bestehen gewisse Parallelen zur Qualifikation des Formulars A als Urkunde.[463]

c. Erkennbarkeit des Ausstellers

Der Urkundenbegriff verlangt als ungeschriebenes Merkmal, dass die Urkunde einer bestimmten Person zugeschrieben werden kann (sog. Erkennbarkeit des

und der damit verbundenen kurzen Prüfungsphase auf die in der Erklärung gemachten Angaben verlassen können müsse. Siehe Prot. StRK 1986–1988, 589 und 592.

462 Art. 686 Abs. 1 Satz 2 OR; vgl. Erläuternder Bericht des Staatssekretariats für internationale Finanzfragen zur Vernehmlassungsvorlage betreffend Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Group d'action financière vom 27. Februar 2013, 39, verfügbar unter <https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2309/GAFI-2012_Erl-Bericht_de.pdf> (zuletzt besucht am 03.03.2019).

463 Entscheid des BGer, KassH, vom 30. November 1999, SJ 2000 I, 234 ff., E. 4c: «Le but de la CDB dans ses différentes versions depuis 1977 est de lutter contre la criminalité économique en obligeant les clients à donner leur identité à la banque et en évitant le placement anonyme d'avoirs ou le recours à des hommes de paille.»

Ausstellers).[464] Diese Voraussetzung ist bei der Offenlegungserklärung ohne Weiteres gegeben.[465]

3. Vorsatz sowie Täuschungs- und Vorteilsabsicht

Um sich der Falschbeurkundung gemäss Art. 251 Ziff. 1 Abs. 2 StGB strafbar zu machen, muss der Erwerber die Offenlegungserklärung vorsätzlich falsch abgeben, um jemanden am Vermögen oder an andern Rechten zu schädigen oder sich oder einem andern einen unrechtmässigen Vorteil zu verschaffen.[466] Der Begriff des «unrechtmässigen Vorteils» wird in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung weit verstanden. So wird jede Besserstellung – auch solche nicht vermögensrechtlicher Natur – erfasst.[467] Der erstrebte Vorteil muss sich dabei gerade aus dem Gebrauch der unechten bzw. unwahren Urkunde ergeben.[468] Die unwahre Offenlegungserklärung dient dem Erwerber dazu, von der Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt zu werden, obwohl ihm diese Rechtsstellung gestützt auf die wahren Gegebenheiten nicht zusteht. Würde er die Offenlegungserklärung nicht bzw. wahr abgeben, hätte dies zur Folge, dass er bloss als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen würde. Der unrechtmässige Vorteil liegt damit in der Zulassung zur Ausübung des Stimmrechts und der damit verbundenen Rechte.

4. Fazit

Wer in der Offenlegungserklärung vorsätzlich Angaben macht, die nicht den wahren Gegebenheiten entsprechen, macht sich der Falschbeurkundung gemäss Art. 251 Ziff. 1 Abs. 2 StGB strafbar.[469]

---

464 BOOG, BSK StGB 110 IV N 38; TRECHSEL/ERNI, PK StGB Vorbem. 251 N 13.

465 Vgl. Art. 686 Abs. 1 OR.

466 Art. 251 Ziff. 1 Abs. 1 StGB.

467 BGE 118 IV 254 E. 5; BOOG, BSK StGB 251 N 193.

468 BGE 135 IV 12 E. 2.2; BGE 138 IV 130 E. 3.2.4.

469 Siehe auch BÖCKLI, § 6 Rz. 162; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 8; KLÄY, 380.

Verhältnis der Treuhändervinkulierung zu anderen Rechtsinstituten

I. Art. 685b Abs. 3 OR

Entsprechend der Regelung von Art. 685d Abs. 2 OR für börsenkotierte Namenaktien sieht Art. 685b Abs. 3 OR für nicht kotierte Namenaktien vor, dass die Gesellschaft den Erwerber ablehnen kann, wenn er nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat. Im Unterschied zum Wortlaut von Art. 685d Abs. 2 OR fehlt bei Art. 685b Abs. 3 OR allerdings der Zusatz «auf ihr Verlangen». Dabei handelt es sich um einen gesetzgeberischen Fehler im Rahmen des Differenzbereinigungsverfahrens.[470] Auch bei nicht kotierten Namenaktien muss der Erwerber die Offenlegungserklärung *nur* auf Verlangen der Gesellschaft abgeben.[471]

Materiell entspricht die Regelung für nicht kotierte Namenaktien der Regelung für börsenkotierte Aktien. Im Hinblick auf die Rechtsfolgen bestehen allerdings deutliche Unterschiede: Bei börsenkotierten Namenaktien führt die Ablehnung des Erwerbers bloss dazu, dass dieser nur als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen wird und ihm damit die Ausübung des Stimmrechts und der damit zusammenhängenden Rechte verwehrt bleibt.[472] Bei nicht kotierten Namenaktien hat eine Ablehnung demgegenüber zur Folge, dass das Eigentum an den Aktien und alle damit verknüpften Rechte solange beim Veräusserer verbleiben, bis die erforderliche Zustimmung zur Übertragung erteilt wird.[473]

II. Höchststimmklausel gemäss Art. 692 Abs. 2 OR

Nach Art. 692 Abs. 2 Satz 1 OR hat jeder Aktionär, auch wenn er nur eine Aktie besitzt, zum Mindesten eine Stimme. Wird diese Voraussetzung eingehalten, kann

---

470 Siehe KLÄY, 196.

471 So auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 171 Fn. 67; KLÄY, 195 f.; TRIGO TRINDADE, CR CO 685b N 37; siehe auch DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685b N 16.

472 Art. 685f OR.

473 Art. 685c OR.

die Gesellschaft nach Satz 2 allerdings statutarisch eine Höchststimmklausel[474] einführen. Eine Höchststimmklausel ist eine statutarische Bestimmung, welche eine bestimmte Limite vorsieht, bei deren Überschreiten die Stimmrechte der sie übersteigenden Aktien ruhen.[475] Ziel solcher Höchststimmklauseln ist die Verhinderung eines übermässigen Einflusses von Grossaktionären.[476] Aufgrund der proportional erhöhten Stimmkraft soll gleichzeitig der Einfluss von kleineren Aktionären gestärkt und ihre Stellung geschützt werden.[477] Schliesslich sollen durch die Beschränkung des Einflusses von Grossaktionären auch unerwünschte Übernahmen verhindert bzw. erschwert werden.[478]

Trotz der ähnlichen Zwecke der Höchststimmklausel und der Prozentvinkulierung ist die Höchststimmklausel von der Vinkulierung – insbesondere von der Treuhändervinkulierung – zu unterscheiden. Die beiden Rechtsinstitute unterscheiden sich im Hinblick auf ihre *zeitliche Anwendung.* Die Vinkulierung ist eine Übertragungsbeschränkung. Auch wenn börsenkotierte Namenaktien ohne Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden können, ist auch hier stets die erfolgte Übertragung der Anknüpfungspunkt der Vinkulierung.[479] Wird ein Erwerber einmal als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, kann diese Rechtsstellung nicht nachträglich durch die Vinkulierung beschränkt werden. Erwerber, die als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen wurden, sind – zumindest bis zur Einreichung eines neuen Gesuchs – nicht zur Ausübung des Stimmrechts zugelassen. Die Vinkulierung stellt somit eine Art Eingangskontrolle dar: Wird ein Aktionär einmal mit Stimmrecht anerkannt, ist seine Rechtsstellung – auch wenn sich die Umstände *nachträglich* ändern – nicht mehr abänderbar.[480] Im Unterschied dazu kommt die Höchststimmklausel bei jeder Generalversammlung von neuem zur

---

474 Zur Terminologie siehe VON SALIS, 53 m.w.H.

475 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 60; GEHRER, 160; VON SALIS, 52.

476 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 43; DOHM, 102; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 60 und 64; HUGUENIN JACOBS, 158; LEUENBERGER, 170; VON SALIS, 61 m.w.H.; VON SALIS, Höchststimmklauseln, 173.

477 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 64; VON SALIS, 61 f.; VON SALIS, Höchststimmklauseln, 173 f.

478 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 64; GEHRER, 161; VON SALIS, 64 ff.

479 Ihre *Wirkung* entfaltet die Vinkulierung jedoch in der Anerkennungsentscheidung, welche bei börsenkotierten Namenaktien grundsätzlich auch Jahre nach der eigentlichen Übertragung erfolgen kann. Siehe BIERI, Rz. 546.

480 Siehe zur Konzeption der gesetzlichen Vinkulierungsordnung hinten S. 147 ff.

Anwendung.[481] Der von einer Höchststimmklausel Betroffene bleibt Aktionär *mit Stimmrecht,* beschränkt wird lediglich die Ausübung des Stimmrechts an der jeweiligen Generalversammlung.

Auch bezüglich der erfassten Aktien unterscheiden sich die beiden Rechtsinstitute. Während die Vinkulierung bloss Namenaktien erfasst, kommt die Höchststimmklausel auch bei Inhaberaktien zur Anwendung.[482] Hinzu kommt, dass Aktien, die durch einen von der Vinkulierung ausgenommenen privilegierten Erwerbstatbestand erworben wurden, bei der Berechnung für die Höchststimmklausel trotzdem herangezogen werden.[483]

Die beiden Rechtsinstitute haben *gemeinsam,* dass sie den *Erwerb* der Aktien nicht verhindern können.[484] Zudem ist wie bei der Vinkulierungsordnung auch für die Anwendung der Höchststimmklausel entscheidend, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.[485]

III. Gesetzes- und Statutenumgehung

Die Treuhändervinkulierung dient hauptsächlich der Absicherung der statutarischen Vinkulierungsbestimmungen. Dadurch dass die Gesellschaft vom Erwerber die Offenlegungserklärung verlangen kann, sollen Umgehungen der anderen Ablehnungsgründe verhindert werden.[486] Die Treuhändervinkulierung steht entsprechend in einem engen Verhältnis zur Gesetzes- und Statutenumgehung. Dieses Verhältnis wird nachfolgend genauer beleuchtet.

---

481 BIERI, Rz. 546; DAENIKER/WALLER, 104 f. Nach VON SALIS, 58, erfasst die Vinkulierung das *Entstehen von Einfluss,* während die Höchststimmklausel wirkungsorientiert das *Bestehen des Einflusses* beschränkt.

482 HUGUENIN JACOBS, 156 Fn. 333; VON SALIS, 59.

483 BIERI, Rz. 547; LEUENBERGER, 171 Fn. 12; VON SALIS, 59; VON SALIS, Höchststimmklauseln, 174.

484 Dies gilt zumindest für die Vinkulierung börsenkotierter Namenaktien. Bei der Vinkulierung nicht kotierter Namenaktien liegt hingegen eine richtige *Übertragungsbeschränkung* vor. Vgl. VON SALIS, 66.

485 Vgl. VON SALIS, 165 f.

486 Siehe zum Regelungszweck der Treuhändervinkulierung vorne S. 5 ff.

1. Begriff der Normumgehung

Als Umgehung ist ein Verhalten zu betrachten, das zwar den Wortlaut einer Norm beachtet, deren Sinn aber missachtet.[487] Ob eine Umgehung vorliegt, hängt somit nicht nur vom Wortlaut einer Norm ab, sondern auch von ihrem Sinn und Zweck.[488] Im Einzelfall ist deshalb mittels Auslegung der Verbotsnorm zu ermitteln, ob eine Umgehung gegeben ist.[489] Bei der Normumgehung wird der Tatbestand einer Norm durch tatsächliche oder rechtsgeschäftliche Handlungen gerade so weit verändert, dass der modifizierte Tatbestand nicht mehr unter die umgangene Verbotsnorm fällt, sondern die Merkmale einer für den Normadressaten günstigeren Norm – der Umgehungsnorm – erfüllt.[490] Durch diese Veränderung soll der durch die Verbotsnorm verpönte Erfolg herbeigeführt werden.[491] Dabei wird je nach Grundlage der Verpflichtung zwischen Gesetzes-, Vertrags- und Statutenumgehung unterschieden. Vorliegend sind sowohl die Gesetzes- als auch die Statutenumgehung von Interesse.

Während die Gesetzesumgehung in der älteren Lehre noch mit Rechtsmissbrauch in Verbindung gebracht wurde,[492] geht die neuere Lehre und Rechtsprechung mittels extensiver Auslegung der umgangenen Norm oder durch analoge Anwendung derselben gegen Gesetzesumgehung vor.[493] Ausgangspunkt für die rechtliche

---

487 BGE 104 II 204 E. b; BGE 107 II 440 E. 1; BGE 117 II 290 E. 4c; RIEMER, Einleitungsartikel, 119; RIEMER, ZSR 1982, 357; RIEMER, Wirtschaftliche Betrachtungsweise, 135; RÜTTIMANN, 178 f.; VON SALIS, 156; VON SALIS, Höchststimmklauseln, 183.

488 BGE 104 II 204 E. b; BGE 117 II 290 E. 4c. Sinn und Zweck einer Norm ergeben sich durch die teleologische Auslegung.

489 SCHOTT, 255.

490 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 189; DESCHENAUX, in: Gutzwiller, 157; RIEMER, Einleitungsartikel, 119; SCHLEIFFER, 85; VON SALIS, 156.

491 Keine Umgehung liegt jedoch vor, wenn die Auslegung der Verbotsnorm ergibt, dass bloss ein sog. *Wegverbot* vorliegt und die Norm nicht das angestrebte Ergebnis an sich (sog. Zielverbot), sondern lediglich ein ganz bestimmtes Vorgehen verhindern will. Siehe BGE 79 II 79 E. 4a; BGE 87 II 169 E. 4; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 189; SCHLEIFFER, 85 Fn. 130.

492 BGE 81 II 534 E. 3; BGE 109 II 43 E. 3b; BGE 114 II 57 E. 6c; GLATTFELDER, ZSR 1959, 264a; NAHRATH, 107.

493 BGE 115 II 83 E. 4d; BGE 117 II 290 E. 4c; BIERI, Rz. 474; DESCHENAUX, in: Gutzwiller, 157 f.; RIEMER, Einleitungsartikel, 119; RIEMER, ZSR 1982, 357; RÜTTIMANN, 20 und 171 ff.; SCHLEIFFER, 86 f.; VON SALIS, 158.

Beurteilung der Umgehung ist damit die *ratio* der umgangenen Verbotsnorm.[494] Für gewisse Umgehungsfälle enthält das Gesetz zusätzlich besondere Bestimmungen. Besteht eine solche Einzelregelung, hat sich die rechtliche Beurteilung des Umgehungsgeschäfts an dieser zu orientieren.[495] Für die vorliegende Untersuchung besonders relevant ist Art. 691 Abs. 1 OR.[496] Statutenumgehungen können schliesslich gegen das Gebot von Treu und Glauben gemäss Art. 2 Abs. 1 ZGB verstossen.[497] Dies ist der Fall, wenn die Umgehung ein illoyales Verhalten – einen Verstoss gegen das Vertrauensprinzip – darstellt.[498]

2. Gesetzes- und Statutenumgehungstatbestände zur unerlaubten Einflussnahme auf die Willensbildung in der Generalversammlung

2.1 Art. 691 Abs. 1 OR – unstatthafte Überlassung von Aktien

Zum Schutz vor Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen hat der Gesetzgeber mit Art. 691 Abs. 1 OR eine explizite Schutznorm erlassen. Danach ist die Überlassung von Aktien zum Zwecke der Ausübung des Stimmrechts in der Generalversammlung *unstatthaft,* wenn damit die Umgehung einer Stimmrechtsbeschränkung beabsichtigt ist. Solche Stimmrechtsbeschränkungen können sich sowohl aus dem Gesetz (Art. 659a Abs. 1 und Art. 695 Abs. 1 OR) als auch aus den Statuten (vgl. Art. 627 Ziff. 10 OR) ergeben.[499] Zu den Stimmrechtsbeschränkungen, die sich aus den Statuten ergeben, gehören auch die statutarischen Vinkulierungsbestimmungen bei börsenkotierten Namenaktien, denn auch diese führen bei einer Ablehnung des Erwerbers zu einer Beschränkung des Stimmrechts.[500] Bei diesen

494 BIERI, Rz. 473; SCHLEIFFER, 86; VON SALIS, 157.

495 SCHLEIFFER, 86.

496 Siehe beispielsweise Art. 156 und Art. 404 Abs. 2 OR, wobei Art. 156 OR auch Fälle erfasst, in welchen keine Umgehung vorliegt, so beispielsweise bei bloss passivem Verhalten. Vgl. RIEMER, ZSR 1982, 370.

497 Siehe BIERI, Rz. 473; RIEMER, ZSR 1982, 372; ferner RIEMER, Einleitungsartikel, 119.

498 BIERI, Rz. 477; RIEMER, ZSR 1982, 372; VON SALIS, 157 f.

499 Vgl. LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 1.

500 Vgl. Art. 685f Abs. 2 und 3 OR; APPENZELLER, 45; BIERI, Rz. 478; HINTZ-BÜHLER, 80; SCHOTT, 256; TRIGO TRINDADE, CR CO 691 N 5 und 7.

Stimmrechtsbeschränkungen handelt es sich ausschliesslich um Zielverbote.[501] Stimmrechtsverbote dienen der Verhinderung der Einflussnahme auf die Willensbildung innerhalb der Generalversammlung durch unbefugte Personen. Eine Umgehung liegt folglich auch dann vor, wenn eine Person gestützt auf ein an sich legitimes Verhalten diesen verpönten Erfolg herbeiführt.[502]

Art. 691 Abs. 1 OR setzt *objektiv* das *Überlassen*[503] der Aktien voraus. Erfasst wird jedes Rechtsgeschäft – insbesondere das Treuhandgeschäft –, bei welchem das Stimmrecht an den Aktien von einem Dritten im Interesse und nach Weisungen einer durch eine Stimmrechtsbeschränkung vom Stimmrecht ausgeschlossenen Person ausgeübt wird.[504]

In der Literatur besteht Uneinigkeit darüber, ob zusätzlich eine *subjektive* Umgehungsabsicht vorliegen muss.[505] Der Gesetzeswortlaut, gemäss welchem die Überlassung dann unstatthaft ist, wenn sie *beabsichtigt* ist, spricht grundsätzlich dafür. Der Nachweis einer subjektiven Umgehungsabsicht ist in der Praxis allerdings

---

501 Bei einem *Zielverbot* ist das Ergebnis als solches verpönt und zwar unabhängig von den Handlungen, die zu diesem führen. Siehe SCHLEIFFER, 88, der in diesem Zusammenhang von der *Umgehungsfestigkeit* der Stimmrechtsausschlüsse spricht.

502 Siehe SCHOTT, 255.

503 Der Begriff des *Überlassens* entstammt der Problematik der sog. Legitimationsübertragung von Inhaberaktien zur Normumgehung. Vgl. dazu BÖCKLI, § 12 Rz. 493.

504 Erfasst werden somit auch Stimmrechtsvereinbarungen – sofern durch diese ein Verstoss gegen Sinn und Zweck von Art. 691 OR beabsichtigt ist –, auch wenn dabei keine *Überlassung* der Aktien vorliegt. APPENZELLER, 45; BIERI, Rz. 479; BLOCH, 212 f.; BÖCKLI, § 12 Rz. 493; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 94; HINTZ-BÜHLER, 80; TRIGO TRINDADE, CR CO 691 N 8. SCHOTT, 256 f., hingegen vertritt die Auffassung, dass ein Geschäft, das eine Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen bzw. Stimmrechtsausschlüssen bezweckt, bei welchem jedoch keine *Überlassung* der Aktien vorliegt, nicht unter den Tatbestand von Art. 691 Abs. 1 OR falle und diese Bestimmung somit nicht anwendbar sei. In solchen Fällen bilde die umgangene Regelung vielmehr direkt die Umgehungsverbotsnorm.

505 BIERI, Rz. 479, BÖCKLI, § 12 Rz. 493, und TRIGO TRINDADE, CR CO 691 N 9, gehen davon aus, dass eine subjektive Umgehungsabsicht verlangt ist. Aufgrund der damit verbundenen Beweisschwierigkeiten muss diese Umgehungsabsicht allerdings nur glaubhaft gemacht werden. Die *wohl herrschende Lehre* geht jedoch davon aus, dass auf eine subjektive Umgehungsabsicht verzichtet werden kann: BÄR, ZSR 1966, 394 f.; BERTSCHINGER, Securities Lending II, 34; BLOCH, 213; RÜTTIMANN, 181 Fn. 45; SCHLEIFFER, 95; SCHOTT, 256; VON SALIS, 159 ff.; VON SALIS, Höchststimmklauseln, 184; vgl. ferner RIEMER, Einleitungsartikel, 119; so auch für das deutsche Recht MERKT, Grosskomm. AktG 68 N 531.

häufig unmöglich. Der Gesetzestext ist deshalb vielmehr dahingehend zu verstehen, dass es ausreicht, wenn für das zu prüfende Rechtsgeschäft eine überzeugende wirtschaftliche Begründung fehlt und objektiv betrachtet der einzige Zweck darin besteht, die Stimmrechtsbeschränkung zu umgehen.[506] Auf das Erfordernis der subjektiven Umgehungsabsicht ist zu verzichten.

2.2 Rechtsfolgen der Umgehung

a. Rechtsfolgen für das Umgehungsgeschäft und die Aktionärsstellung

Nach herrschender Lehre führt eine Gesetzes- bzw. Statutenumgehung nicht zwingend zur Nichtigkeit des Umgehungsgeschäfts, sondern vielmehr dazu, dass die umgangene Norm auf das Umgehungsgeschäft angewendet wird.[507] Bezüglich des Umgehungsgeschäfts an sich ist Art. 20 Abs. 1 OR gestützt auf eine teleologische Gesetzesinterpretation differenziert anzuwenden, sodass ein Umgehungsgeschäft nur dann nichtig ist, wenn das Gesetz diese Rechtsfolge ausdrücklich vorsieht oder wenn sich die Nichtigkeit aufgrund des verpönten Erfolgs nach Sinn und Zweck der Verbotsnorm ergibt.[508]

Die Rechtsfolgen einer Umgehung sind somit durch Auslegung zu ermitteln. Dabei sind die besonderen aktienrechtlichen Bestimmungen wie Art. 691 OR zu beachten.[509] Zur Veranschaulichung kann der fiduziarische Aktienerwerb durch einen Treuhänder im Interesse eines Aktionärs (Treugebers), welcher die durch die Prozentvinkulierung festgesetzte Schwelle bereits erreicht hat, als Beispiel genommen werden: Eine solche Überlassung der Aktien wäre gemäss Art. 691 Abs. 1 OR unstatthaft. Wie gesehen, führt dies allerdings nicht zwingend zur Nichtigkeit des Umgehungsgeschäfts, d.h. des treuhänderischen Erwerbs. Der Zweck der Prozentvinkulierung liegt darin, den Einfluss eines individuellen Aktionärs bzw. einer Aktionärsgruppe auf die Willensbildung in der General-

---

506 BÄR, ZSR 1966, 394 ff.; BLOCH, 213; BÖCKLI, § 12 Rz. 493.

507 HONSELL, BSK ZGB 2 N 31; SCHLEIFFER, 87; SCHOTT, 255 f.; VON SALIS, 161; vgl. auch BGE 72 II 275.

508 BGE 60 II 313 E. 2; BGE 96 II 18 E. 1; BGE 102 II 401 E. 2b; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 190; SCHLEIFFER, 88; vgl. jedoch die Ausführungen des Bundesgerichts in BGE 117 II 290 E. 4c, «Par contre, le rapport fiduciaire est nul au sens de l'art. 20 CO lorsqu'il se révèle être un moyen de contourner des dispositions légales impératives, celles du droit de la société anonyme notamment».

509 RIEMER, ZSR 1982, 372; RÜTTIMANN, 181 f.; VON SALIS, 161.

versammlung zu begrenzen. Weil es nur um diesen Einfluss auf die Willensbildung geht, betrifft das Zustimmungserfordernis infolge der Prozentvinkulierungsklausel nicht die Aktionärsstellung an sich, sondern lediglich die Zulassung zum Stimmrecht und der damit zusammenhängenden Rechte. Im restlichen Umfang steht die Prozentvinkulierung dem Aktienerwerb durch den Treuhänder nicht entgegen. Dies bedeutet, dass das Umgehungsgeschäft – im Beispiel der fiduziarische Erwerb – bestehen bleibt, weshalb der Treuhänder auch weiterhin formeller Aktionär ist und die vermögensmässigen Rechte geltend machen kann.[510] Die Vinkulierung ist allerdings auf das Umgehungsgeschäft anzuwenden. Die Beteiligung des Treuhänders wird somit mit jener des bestehenden Aktionärs zusammengerechnet.[511]

b. Rechtsfolgen für die abgegebenen Stimmen

Die durch das Umgehungsgeschäft erfassten Stimmen gelten als an der Generalversammlung nicht vertreten und sind für die Ermittlung der Stimmquoren unbeachtlich.[512] Stimmen, welche trotzdem im Rahmen einer Umgehung *unstatthaft* abgegeben wurden, sind nichtig.[513] Die Gesellschaft hat das Recht und die Pflicht, diese Stimmen nicht zu beachten.[514] Von der Nichtigkeit der abgegebenen Stimmen ist deren Wirkung auf die Generalversammlungsbeschlüsse zu unter-

---

510 Vgl. VON SALIS, 162.

511 Hierbei ist zu unterscheiden, zu welchem Zeitpunkt die Umgehung aufgedeckt wird. Wird die Umgehung bereits *vor* der Eintragung im Aktienbuch erkannt, werden die Aktien des Treuhänders mit der bereits bestehenden Beteiligung des Treugebers zusammengerechnet. Weil der Treuhänder dadurch über der Prozentlimite liegt, wird er als Aktionär *ohne Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen. Wird die (bereits zum Zeitpunkt der Anerkennung bestehende) Umgehung allerdings erst *nach* der Eintragung des Erwerbers in das Aktienbuch erkannt, kann die Gesellschaft den Treuhänder gestützt auf Art. 686a OR aus der Rubrik Aktionär *mit Stimmrecht* streichen und in die Rubrik Aktionär *ohne Stimmrecht* eintragen. Vgl. BGE 81 II 534 E. 3; BIERI, Rz. 493; BÖCKLI, § 6 Rz. 60; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 191; BÖCKLI/HÄRING, 134 f.; RIEMER, ZSR 1982, 373.

512 Vgl. Art. 685f Abs. 3 OR; BIERI, Rz. 494; ausführlich SCHLEIFFER, 281 ff. m.w.H.; siehe VON SALIS, Höchststimmklauseln, 185 bezüglich Höchststimmklauseln.

513 BGE 81 II 534 E. 3; BGE 109 II 43 E. 3a; BÖCKLI, § 12 Rz. 494; siehe auch BIERI, Rz. 494; SCHLEIFFER, 257 und 279.

514 BGE 81 II 534 E. 3; BGE 109 II 43 E. 3b; BLOCH, 213; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 94; SCHLEIFFER, 279 f.; SCHOTT, 261.

scheiden.[515] Kommen Generalversammlungsbeschlüsse unter Mitwirkung von Personen zustande, die nicht zur Teilnahme an der Generalversammlung berechtigt waren, sind die Beschlüsse deswegen nicht automatisch nichtig, sie sind lediglich nach Art. 691 Abs. 3 OR anfechtbar.[516]

2.3 Einspruchs- und Klagemöglichkeit gemäss Art. 691 Abs. 2 und 3 OR

Bezüglich der Rechtsbehelfe, die einem Aktionär bei einer unstatthaften Überlassung von Aktien zur Umgehung von Stimmrechtsbeschränkungen zur Verfügung stehen, ist danach zu unterscheiden, ob die Umgehung bereits vor bzw. während der Generalversammlung oder erst danach bemerkt wird. Wird die Umgehung bereits *vor bzw. während* der Generalversammlung bemerkt, ist gemäss Art. 691 Abs. 2 OR jeder Aktionär befugt, gegen die Teilnahme unberechtigter Personen beim Verwaltungsrat oder zu Protokoll der Generalversammlung Einspruch zu erheben. Wird die Umgehung allerdings erst *nach* der Generalversammlung bemerkt, ist Art. 691 Abs. 3 OR massgebend. Danach kann jeder Aktionär,[517] auch wenn er nicht Einspruch erhoben hat, den Beschluss innerhalb der Anfechtungsfrist von zwei Monaten anfechten, wenn Personen, die nicht zur Teilnahme an der Generalversammlung befugt waren, an der Generalversammlung mitgewirkt haben, es sei denn, die beklagte Gesellschaft kann nachweisen, dass diese Mitwirkung keinen Einfluss auf die Beschlussfassung ausgeübt hat. In der Praxis liegt das Hauptproblem allerdings darin, dass die Gesetzes- oder Statutenumgehung überhaupt aufgedeckt und nachgewiesen werden muss.[518]

---

515 Vgl. SCHLEIFFER, 280.

516 BGE 96 II 18 E. 3; Entscheid des BGer vom 29. Juni 2005, 4C.107/2005, E. 2.2; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12. Nichtigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses kann jedoch dann vorliegen, wenn die Generalversammlung durch die Mitwirkung der Unbefugten derart fehlerhaft ist, dass sie *ihren Charakter als Mitgliederversammlung* verliert. Vgl. dazu SCHLEIFFER, 280 Fn. 4.

517 Bei dem in Art. 691 Abs. 3 OR statuierten Rechtsbehelf handelt es sich um einen Unterfall der allgemeinen Anfechtungsklage nach Art. 706 f. OR. Vgl. BGE 96 II 18 E. 3; BGE 122 III 279 E. 2; SCHLEIFFER, 297. Aus diesem Grund wird in der Lehre zu Recht auch die Klagelegitimation des Verwaltungsrats als Organ bejaht, die sich aus Art. 706 Abs. 1 OR ergibt. So BÖCKLI, § 12 Rz. 503; SCHOTT, 323; VOCK, 95; vgl. ferner MOSER, 143.

518 Vgl. BÜRGI, ZK OR 691 N 1; NAHRATH, 119.

2.4 Verhältnis der Umgehung zu Art. 685d Abs. 2 OR

Wie gesehen, bestehen (aktien-)rechtliche Instrumente, welche die Umgehung von Gesetzes- und Statutenbestimmungen zu verhindern versuchen. Nachfolgend wird deshalb aufgezeigt, wie sich Art. 685d Abs. 2 OR zur Gesetzes- und Statutenumgehung verhält.

Zeitlich gesehen kommt Art. 685d Abs. 2 OR *vor* einer allfälligen Gesetzes- bzw. Statutenumgehung zur Anwendung. Die Gesellschaft kann die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* an die Abgabe der Offenlegungserklärung knüpfen. Dadurch hilft die Treuhändervinkulierung der Gesellschaft, fiduziarische Rechtsgeschäfte, welche der Umgehung von Gesetzes- bzw. Statutenbestimmungen dienen, im Voraus aufzudecken und deren Einfluss auf die Generalversammlung zu verhindern. Die Position der Gesellschaft wurde somit mit der Einführung von Art. 685d Abs. 2 OR gestärkt.[519]

Die Treuhändervinkulierung ist unabhängig vom Vorliegen eines allfälligen Umgehungstatbestandes oder einer Umgehungsabsicht und unabhängig davon, ob die Gesellschaft eine Umgehung vermutet, anwendbar. Zur Ablehnung als Aktionär *mit Stimmrecht* genügt es, wenn der Erwerber gegenüber der Gesellschaft nicht erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung hält.

Jedoch gibt es Umgehungsgeschäfte, die nicht von der Treuhändervinkulierung erfasst sind. Zu denken ist beispielsweise an die Umgehung mittels Inhaberaktien. In zeitlicher Hinsicht beschränkt sich die Vinkulierung auf den Zeitpunkt der Beurteilung des Anerkennungsgesuchs. Einmal als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, kann ein Aktionär – sofern dies im Zeitpunkt der Anerkennung noch nicht beabsichtigt war – auch solche Rechtsgeschäfte eingehen, die, falls sie schon im Zeitpunkt der Anerkennung vorgelegen hätten, zur Eintragung als Aktionär *ohne Stimmrecht* geführt hätten. Aufgrund der Konzeption der geltenden Vinkulierungsordnung als Eingangspforte stellt eine solche *nachträgliche* Änderung der Umstände keine Umgehung dar. Nur wenn die Angaben zum Zeitpunkt der Anerkennung falsch waren, kann die Gesellschaft den Aktionär gestützt auf Art. 686a OR nachträglich aus der Rubrik der Aktionäre *mit Stimmrecht* streichen. Bei Art. 686a OR handelt es sich entsprechend um eine – vorne erwähnte – besondere gesetzliche Regelung, welche die rechtliche Beurteilung der Umgehung für den Fall der Treuhändervinkulierung regelt.[520]

---

519 Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 46.

520 Siehe dazu vorne S. 114 ff.

Die Treuhändervinkulierung unterscheidet sich schliesslich dadurch von der Umgehungsregelung, dass die *Gesellschaft* aktiv werden muss. Sie muss die Offenlegungserklärung ausdrücklich verlangen, um den Erwerber gegebenenfalls als Aktionär *mit Stimmrecht* abzulehnen. Die Möglichkeit, mit Art. 691 OR gegen eine Umgehung vorzugehen, steht hingegen *jedem Aktionär* sowohl vor und während der Generalversammlung als auch bis zwei Monate[521] danach zur Verfügung.

IV. Verschiedene Offenlegungspflichten

1. Börsenrechtliche Offenlegungspflicht nach Art. 120 FinfraG

Sowohl die börsenrechtliche Offenlegungspflicht als auch die Treuhändervinkulierung haben zum Zweck, *transparente Beherrschungsverhältnisse* zu schaffen.[522] Die angestrebte Transparenz dient allerdings nicht denselben Adressaten. Während die börsenrechtliche Offenlegungspflicht in erster Linie die Anleger mit Informationen versorgen will, nützt die durch die aufgrund einer Treuhändervinkulierung abzugebende Offenlegungserklärung erzielte Transparenz vor allem der Gesellschaft. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass das Ergebnis des Anerkennungsentscheids bloss im (gesellschaftsinternen) Aktienbuch eingetragen wird. Im Unterschied dazu sind die börsenrechtlichen Meldungen öffentlich zugänglich.

Den beiden Rechtsinstituten gemein ist, dass sie nicht auf eine rein formelle Betrachtungsweise abstellen, sondern dass vielmehr eine *wirtschaftliche Betrachtungsweise* zur Anwendung kommt. Gemeldet bzw. offengelegt werden muss, wer faktisch über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Im Unterschied zur börsenrechtlichen Offenlegungspflicht[523] muss aber der wirtschaftlich Berechtigte im Rahmen der Offenlegungserklärung *nicht* offengelegt werden.

---

521 Art. 706a Abs. 1 OR; BGE 96 II 18, E. 3; siehe auch BÖCKLI, § 12 Rz. 504; BÜRGI, ZK OR 691 N 30; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 25 Rz. 33 i.V.m. 53; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12.

522 Siehe zur börsenrechtlichen Offenlegungspflicht: Botschaft FinfraG, 7582; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 2; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 2; vgl. auch NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz. 420; SCHENKER, Offenlegungsrecht, 360; WEBER, BSK BEHG 20 N 1; ZOBL/KRAMER, Rz. 341.

523 Vgl. Art. 10 Abs. 1 und 2 FinfraV-FINMA.

Gemäss herrschender Lehre gehört die Offenlegungspflicht zum Wirtschaftsverwaltungsrecht und ist deshalb – anders als die Treuhändervinkulierung – dem öffentlichen Recht zuzurechnen.[524] Aufgrund ihrer zwingenden Natur ist sie unabhängig von einem rechtsgeschäftlichen Willen der Vertragsparteien zu erfüllen.[525] Bei der Treuhändervinkulierung hingegen entscheidet die Gesellschaft über deren Einführung und – im Rahmen des Gesetzes – über deren Anwendung.

Unterschiede ergeben sich sodann beim sachlichen, zeitlichen und persönlichen Anwendungsbereich. Während die Treuhändervinkulierung *jede Übertragung einer Namenaktie* erfasst, fallen Sachverhalte nur dann unter die börsenrechtliche Offenlegungspflicht, wenn sie zu einem Erreichen, Über- oder Unterschreiten der gesetzlichen Schwellen führen. Ist dies der Fall, geht der Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht allerdings weiter als jener der Treuhändervinkulierung. Die Treuhändervinkulierung gelangt grundsätzlich nur bei der *Übertragung* von *Namenaktien* zur Anwendung. Die börsenrechtliche Offenlegungspflicht hingegen erfasst *alle Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können.* Die beiden Rechtsinstitute unterscheiden sich auch in ihrer zeitlichen Anwendung. Wird die Offenlegungserklärung einmal

---

524 BERTSCHINGER, AJP 1997, 285; BÖCKLI, § 7 Rz. 51b; BÜHLER, Regulierung, § 9 Rz. 818; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 10; KURZBEIN, Rz. 27 f.; METTIER, 42 f.; WEBER, BSK BEHG 20 N 11; WEBER, OFK BEHG 20 N 3; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 15; ZOBL, Börsenrecht, 25 und 46; a.M. MONTANARI, 16 ff., welcher die Offenlegungspflicht als Doppelnorm betrachtet. Der Anlegerschutz lasse Raum für die Erfassung *auch privater Interessen,* beispielsweise hinsichtlich eines zu treffenden Investitionsentscheids des einzelnen Anlegers. Darüber hinaus diene die Offenlegungspflicht auch der Information der betreffenden Gesellschaft über die *Zusammensetzung des Aktionariats,* womit ebenfalls private Interessen verfolgt werden. NOBEL, Stimmrechtsgesperrten, 274, der die Offenlegungspflicht ebenfalls als Doppelnorm qualifiziert. Es gehe um eine Weiterentwicklung des in Art. 663c Abs. 1 OR (Offenlegung bedeutender Aktionäre im Anhang zur Bilanz) noch unvollkommen zum Ausdruck gebrachten Grundgedankens. Die Transparenz der Beteiligungsstruktur sei denn auch ein genuin aktienrechtliches Anliegen. SENN, AJP 1998, 41, gemäss welcher die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen sowohl zum Privatrecht als auch zum öffentlichen Recht gehören. Privatrechtlicher Natur seien diejenigen Bestimmungen, welche die Rechtsverhältnisse zwischen den Gesellschaften, den Börsen und den Meldepflichtigen betreffen. Öffentlich-rechtlicher Natur seien die Pflichten betreffend Anfragen und Meldungen an die Aufsichtsbehörde. VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, SZW 2008, 8 f., wonach die Offenlegungspflicht auch private Interessen schütze, weshalb die Offenlegungspflicht statt als rein öffentlich-rechtliche Norm als Doppelnorm des privaten und öffentlichen Rechts zu verstehen sei.

525 BERTSCHINGER, AJP 1997, 285.

abgegeben und der Erwerber daraufhin als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, hat er der Gesellschaft nachträgliche Änderungen weder mitzuteilen noch verändern diese seine Rechtsstellung. Demgegenüber erfasst die börsenrechtliche Offenlegungspflicht dynamisch sämtliche Veränderungen, sofern dabei Schwellenwerte erreicht, unter- oder überschritten werden. Auch beim persönlichen Anwendungsbereich gibt es Unterschiede. Zur Abgabe der Offenlegungserklärung ist gemäss Art. 685d Abs. 2 OR der Erwerber verpflichtet. Dies gilt auch dann, wenn er nicht selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Meldepflichtiges Subjekt gemäss Art. 120 Abs. 1 und Abs. 3 FinfraG kann – abhängig vom Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Grenzwerte – sowohl der Erwerber oder Veräusserer als auch derjenige, der zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt ist, sein.

Im Unterschied zur börsenrechtlichen Offenlegungspflicht, bei deren Verletzung die FINMA der Person, die ihrer Meldepflicht nicht nachgekommen ist, gemäss Art. 144 lit. b FinfraG verbieten kann, weitere Aktien zu erwerben, kann die Gesellschaft den Erwerber auch dann nicht am Aufbau einer Beteiligung hindern, wenn er die Offenlegungserklärung nicht bzw. mit falschen Angaben abgibt. Die Gesellschaft kann einem solchen Erwerber aber gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR die Eintragung als Aktionär *mit Stimmrecht* verweigern. Eine ähnliche Kompetenz kommt der FINMA bei Verletzung der Offenlegungspflicht zu: Die FINMA kann gemäss Art. 144 lit. a FinfraG das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte der Person, die ihrer Meldepflicht nicht nachgekommen ist, suspendieren. Anders als bei der Treuhändervinkulierung, bei welcher sich der Anerkennungsentscheid immer bloss auf die einzutragenden Aktien beschränkt, erfasst die Stimmrechtssuspendierung sämtliche Stimmrechte des Meldepflichtigen.[526] Schliesslich können sowohl die Verletzung der Offenlegungspflicht als auch die Angabe falscher Informationen im Rahmen der Offenlegungserklärung[527] strafrechtliche Konsequenzen mit sich bringen.

[526] JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 144 N 29; siehe aber auch WATTER, BSK FinfraG 144 N 16, der eine umfassende Suspendierung in gewissen Fällen als «schwer begründbar» erachtet.

[527] Siehe zur Falschbeurkundung durch falsche Angaben in der Offenlegungserklärung vorne S. 104 ff.

2. Aktienrechtliche Offenlegungspflichten

Nach Art. 663c Abs. 1 OR haben börsenkotierte Gesellschaften im Anhang zur Bilanz bedeutende Aktionäre und deren Beteiligungen anzugeben, sofern diese ihnen bekannt sind oder bekannt sein müssten.[528] Vor Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) 1997/1998 und der damit verbundenen Einführung der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht beruhten die Angaben der Gesellschaft – zumindest teilweise – auf den Offenlegungserklärungen, welche sie gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR verlangen kann. Während die Gesellschaften bei Namenaktien – auch gestützt auf die Treuhändervinkulierung – noch eher über die Beherrschungsverhältnisse Bescheid wussten, hatten sie in der Vergangenheit bei Inhaberaktien Probleme.[529] Seit der Einführung der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht können die Gesellschaften zur Erfüllung der Offenlegungspflicht gemäss Art. 663c OR nun auf diese Meldungen zurückgreifen.[530] Da die Informationen gemäss Art. 663c Abs. 2 OR aufgrund der Offenlegungspflicht von Art. 120 FinfraG ohnehin allgemein zugängig sind, soll

---

528 Als bedeutend gelten gemäss Art. 663c Abs. 2 OR Aktionäre und stimmrechtsverbundene Aktionärsgruppen, deren Beteiligung 5 Prozent aller Stimmrechte übersteigt. Allerdings auferlegt Art. 663c OR der Gesellschaft keine Nachforschungspflicht. Siehe BÖCKLI, § 8 Rz. 670; CEREGHETTI, 201 f.; FORSTMOSER, Transparenzgebot, 79; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 9; HORBER, Rz. 149; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 33; KISTLER, 49 f.; LEUENBERGER, 120 f.; METTIER, 65; RÖTHLISBERGER, 82 ff.; TORRIONE/BARAKAT, CR CO 663c N 6; VON BÜREN, ZBJV 1995, 89; VON BÜREN/BÄHLER, AJP 1996, 395; WATTER/MAIZAR, BSK OR 663c N 23; WEBER, BSK BEHG 20 N 15; WEBER, OFK BEHG 20 N 16; vgl. Amtl. Bull. NR (1990), 1362 f. Eine andere Ansicht vertrat ursprünglich NEUHAUS, BSK OR (1994) 663c N 4, wonach gestützt auf Art. 3 Abs. 2 ZGB von der Gesellschaft verlangt werden kann, aktiv Abklärungen bezüglich ihres Aktionariats zu treffen, um diesbezügliche Informationen zu beschaffen. NEUHAUS hat diese Meinung allerdings in der 2. Auflage des Basler Kommentars geändert (vgl. NEUHAUS/ILG, BSK OR (2002) 663c N 4).

529 Allerdings ergeben sich für die Gesellschaft im Zusammenhang mit Dispoaktien auch bei Namenaktien Schwierigkeiten. Hat ein Erwerber noch kein Eintragungsgesuch eingereicht, fehlt der Gesellschaft die Kenntnis des Aktionärs. Siehe BÖCKLI, § 8 Rz. 668; FORSTMOSER, Transparenzgebot, 83; HORBER, SJZ 1996, 310; KISTLER, 49 f.; MEIER-SCHATZ, 99; RÖTHLISBERGER, 82 ff.; SENN, AJP 1998, 34; VON BÜREN, ZBJV 1995, 89 f.; VON BÜREN/BÄHLER, AJP 1996, 395 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 205.

530 BÖCKLI, § 8 Rz. 671; HORBER, SJZ 1996, 310; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 5; KISTLER, 50; KURZBEIN, Rz. 32; MEIER-SCHATZ, 99; RÖTHLISBERGER, 84 f.; SENN, AJP 1998, 34; WATTER/MAIZAR, BSK OR 663c N 25 ff.; WEBER, BSK BEHG 20 N 6; ZOBL/KRAMER, Rz. 205.

Art. 663c OR im Rahmen der nächsten Revision des Aktienrechts aufgehoben werden.[531]

3. Offenlegungspflicht gemäss Art. 697i ff. OR

3.1 Übersicht

Im Rahmen der Umsetzung der internationalen Standards des Global Forums on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes (Global Forum) und der (weniger strengen) Anforderungen der GAFI-Empfehlungen hinsichtlich der missbräuchlichen Verwendung von Inhaberaktien für Geldwäscherei oder Terrorfinanzierung sind 2015 zwei neue aktienrechtliche Offenlegungspflichten eingeführt worden.[532]

3.2 Art. 697i OR

Wer Inhaberaktien einer Gesellschaft erwirbt, deren Aktien nicht an einer Börse kotiert sind, hat der Gesellschaft gemäss Art. 697i OR seinen Vor- und Nachnamen oder seine Firma sowie seine Adresse innert Monatsfrist zu melden. Von dieser Offenlegungspflicht ist nur der Erwerb von *Inhaberaktien (und Inhaber-*

---

531 Siehe Botschaft Aktienrecht 2016, 521 f.

532 Botschaft GAFI, 614 f. und 658; FATF Recommendation, Recommendation 24 sowie Interpretive Note to Recommendation 24; HESS/DETTWILER, BSK OR 697i N 1; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 2; siehe auch Global Forum – Terms of Reference 2016, II. A. Rz. 12 A.1.2.: «Where jurisdictions permit the issuance of bearer shares they should have appropriate mechanisms in place that allow the owners of such shares to be identified.»

Im Hinblick auf die Umsetzung der Empfehlungen, die das Globale Forum über Transparenz und Informationsaustausch für Steuerzwecke in seinem Bericht zur Phase 2 der Länderüberprüfung der Schweiz (Informationsaustausch auf Ersuchen) abgegeben hat, hat das Eidgenössische Parlament am 21. Juni 2019 ein Umsetzungsgesetz verabschiedet. Inhaberaktien sind nur noch zulässig, wenn die Gesellschaft mindestens einen Teil ihrer Beteiligungspapiere an einer Börse kotiert hat oder die Inhaberaktien als Bucheffekten i.S. des BEG ausgestaltet und bei einer von der Gesellschaft bezeichneten Verwahrungsstelle in der Schweiz hinterlegt oder im Hauptregister eingetragen sind (Art. 622 Abs. 1bis OR). Art. 697i und 697k OR werden aufgehoben. Siehe Botschaft zur Umsetzung der Empfehlungen des Globalen Forums 2018, 315.

partizipationsscheinen)[533] erfasst.[534] Art. 697i OR kommt demnach *nie* parallel zur Treuhändervinkulierung (in diesem Fall nach Art. 685b Abs. 3 OR) zur Anwendung. Wie die Treuhändervinkulierung kommt auch die Offenlegungspflicht nach Art. 697i OR unabhängig vom Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Schwellenwertes zur Anwendung und erfasst jeden einzelnen Erwerb[535].[536]

3.3 Art. 697j OR

Nach Art. 697j Abs. 1 OR ist gegenüber der Gesellschaft meldepflichtig, wer allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer Gesellschaft, deren Aktien nicht an einer Börse kotiert sind, erwirbt und dadurch den Grenzwert von 25 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen erreicht oder überschreitet. Gemeldet werden müssen der Vor- und Nachname und die Adresse der natürlichen Person, für welche der Aktionär letztendlich handelt (wirtschaftlich berechtigte Person). Diese Bestimmung bezweckt die Offenlegung der an einer Gesellschaft wirtschaftlich Berechtigten, womit unter anderem die missbräuchliche Ver-

---

533 GERICKE/KUHN, AJP 2015, 855; GLANZMANN, Transparenzvorschriften, 18; SPOERLÉ, Rz. 729 f.; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 5.

534 Namenaktien sind nicht erfasst. Siehe GLANZMANN/SPOERLÉ, GesKR 2014, 8 f.; SPOERLÉ, Rz. 727; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 5.

535 Neben dem Eigentumserwerb fällt auch die Übertragung eines beschränkten dinglichen Rechts unter den Begriff des Erwerbs. Siehe HESS/DETTWILER, BSK OR 697i N 4; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 8 ff. Unter anderem löst auch der Erwerb durch Schenkung, Tausch, ein fiduziarisches Rechtsgeschäft, die Begründung einer Nutzniessung oder eine *securities lending*-Transaktion eine Meldepflicht aus. Nicht von Art. 697i OR erfasst ist hingegen die Einräumung eines Pfandrechts, da die Mitgliedschaftsrechte sowie grundsätzlich auch die bis zum Zeitpunkt der Pfandverwertung fällig werdenden Dividendenrechte nach Art. 905 Abs. 1 ZGB beim Pfandgeber, d.h. beim Eigentümer der Aktien, verbleiben (BAUER, BSK ZGB 904 N 4; HESS/DETTWILER, BSK OR 697i N 13). In der Regel führt die Einräumung eines Pfandrechts damit nicht zu einem Erwerb i.S. von Art. 697i OR, weshalb sie nicht von der Offenlegungspflicht erfasst ist. Dies gilt gemäss herrschender Lehre selbst dann, wenn der Pfandnehmer vertraglich zur Ausübung des Stimmrechts ermächtigt wird. Siehe GERICKE/KUHN, AJP 2015, 854; HESS/DETTWILER, BSK OR 697i N 13; SPOERLÉ, Rz. 758; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 11.

536 Siehe GERICKE/KUHN, AJP 2015, 853; HESS/DETTWILER, BSK OR 697i N 3; SPOERLÉ, CHK OR 697i N 8.

wendung von Strohmannaktionären verhindert werden soll.[537] Zu melden ist damit die *Person am Ende der Kontrollkette*.[538] Hier zeigen sich gewisse Ähnlichkeiten zum Zweck der Treuhändervinkulierung, bei welcher ebenfalls die Umgehung mittels Strohmänner verhindert werden soll. Die Offenlegungspflicht nach Art. 697j OR erfasst – im Unterschied zu Art. 697i OR – nicht nur Inhaber-, sondern auch Namenaktien.[539]

Mit Art. 697j Abs. 1 OR ist neu der Begriff des *wirtschaftlich Berechtigten* in das Obligationenrecht aufgenommen worden. Wie bei der Diskussion um die Treuhändervinkulierung ist auch hier umstritten, ob und inwieweit auf Kontroll- und/oder Vermögensaspekte abgestellt werden soll.[540] Gleich wie bei der Treuhändervinkulierung ist auch bei Art. 697i und Art. 697j OR der formelle Erwerber meldepflichtig.[541] Daraus ergeben sich jedoch für Art. 697j OR erhebliche Probleme, da der meldepflichtige formelle Aktionär unter Umständen keine Kenntnisse über den genauen Bestand bzw. Umfang der Beteiligung des wirtschaftlich Berechtig-

---

537 Botschaft GAFI, 659; vgl. FATF Recommendation, Interpretive Note to Recommendation 24 Rz. 15; siehe DETTWILER/HESS, BSK OR 697j N 1; SPOERLÉ, CHK OR 697j N 2 f.; VISCHER/GALLI, SJZ 2016, 484.

538 Botschaft GAFI, 659.

539 Siehe Botschaft GAFI, 659; ferner DETTWILER/HESS, BSK OR 697j N 2; GERICKE/KUHN, AJP 2015, 855; SPOERLÉ, CHK OR 697j N 5. Der Gesetzestext spricht denn auch offen vom *Erwerb von Aktien einer Gesellschaft.* Gestützt auf die Verweisnorm in Art. 656a Abs. 2 OR erfasst die Offenlegungspflicht auch Partizipationsscheine. Der Nationalrat hatte sich zwischenzeitlich für eine Ausnahme der Partizipationsscheine von der Offenlegungspflicht ausgesprochen (Amtl. Bull. NR (2014), 1185 f.). Diese Ausnahme wurde jedoch im Verlaufe des Gesetzgebungsprozesses mit der Begründung verworfen, die Definition der wirtschaftlich berechtigten Person nach GAFI erfasse die natürliche Person, die eine Gesellschaft letztlich besitze, weshalb auch diejenigen Personen erfasst seien, die Aktien ohne Stimmrecht besitzen (Votum von STEFAN ENGLER, Amtl. Bull. StR (2014), 734). Da Partizipationsscheine keinen kontrollierenden Einfluss auf eine Gesellschaft ermöglichen, äussert sich die Literatur allerdings kritisch zur Offenlegungspflicht für Partizipationsscheine. Siehe DETTWILER/HESS, BSK OR 697j N 2; GLANZMANN, Transparenzvorschriften, 5; GLANZMANN/SPOERLÉ, GesKR 2014, 11; SPOERLÉ, Rz. 841 ff.; SPOERLÉ, CHK OR 697j N 6.

540 Vgl. VISCHER/GALLI, SJZ 2016, 483.

541 Die Offenlegungspflicht knüpft damit beim formellen Aktionär und nicht beim wirtschaftlich Berechtigten an. Siehe DETTWILER/HESS, BSK OR 697j N 34; GERICKE/KUHN, AJP 2015, 856; SPOERLÉ, CHK OR 697j N 38.

ten hat.[542] Diese Problematik gibt es bei der Treuhändervinkulierung nicht. Der formelle Erwerber muss in jedem Fall wissen, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Weiss er dies nicht oder will er diese Information nicht offenlegen, d.h. kann er die für die Offenlegungserklärung notwendigen Angaben nicht machen, wird ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen. Gleich wie bei der Treuhändervinkulierung und bei Art. 697i OR hat auch bei Art. 697j OR die Meldung an die Gesellschaft zu erfolgen.[543]

Solange der Aktionär seinen Meldepflichten nicht nachgekommen ist, ruhen nach Art. 697m Abs. 1 OR die Mitgliedschaftsrechte, die mit den Aktien verbunden sind, deren Erwerb gemeldet werden muss.[544] Zusätzlich – und im Unterschied zur Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR – kann der Aktionär die Vermögensrechte nach Art. 697m Abs. 2 OR erst geltend machen, wenn er seinen Meldepflichten nachgekommen ist. Kommt der Aktionär seinen Meldepflichten nicht innert eines Monats nach dem Erwerb der Aktien nach, verwirken nach Art. 697m Abs. 3 OR die Vermögensrechte.[545]

---

542 Der Treuhänder, der für den Treugeber eine Beteiligung an einer Gesellschaft hält, weiss nicht immer, ob der Treugeber selbst bzw. über einen Dritten weitere Beteiligungen hält. Ist der Treugeber eine juristische Person, kann es überdies vorkommen, dass sich die wirtschaftliche Berechtigung an der juristischen Person verändert, ohne dass der meldepflichtige Treuhänder davon Kenntnis erhält. Siehe DETTWILER/HESS, BSK OR 697j N 34; SPOERLÉ, Rz. 936 f. Die Botschaft GAFI, 659, spricht denn auch davon, dass der Aktionär *nach bestem Wissen* melden müsse, wer am Ende der Kontrollkette steht.

543 Ausnahmsweise kann die Generalversammlung gemäss Art. 697k Abs. 1 OR vorsehen, dass die Meldung nicht der Gesellschaft, sondern einem Finanzintermediär zu erstatten ist.

544 Dies gilt sowohl für die Verletzung der Offenlegungspflicht nach Art. 697i OR als auch für jene von Art. 697j OR. Siehe Botschaft GAFI, 662; GLANZMANN, Transparenzvorschriften, 32 f.; HESS/DETTWILER, BSK OR 697m N 2; SPOERLÉ, Rz. 1039.

545 Wird die Meldung zu einem späteren Zeitpunkt nachgeholt, kann der Aktionär lediglich die ab diesem Zeitpunkt entstehenden Vermögensrechte geltend machen. Vgl. Art. 697m Abs. 3 Satz 2 OR.

Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 OR

I. Zulässigkeit der Gewährung von Ausnahmen

Entsprechend dem Wortlaut von Art. 685d Abs. 2 OR *kann* die Gesellschaft die Eintragung in das Aktienbuch verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen die Offenlegungserklärung nicht abgibt. Auch Art. 685d Abs. 1 OR und Art. 4 SchlB enthalten eine *Kann*-Formulierung. Es ist zu untersuchen, ob daraus gefolgert werden kann, dass die Gewährung von Ausnahmen zulässig ist.[546]

Der Gesetzeswortlaut lässt unterschiedliche Schlüsse zu.[547] Einerseits kann der Gesetzestext dahingehend verstanden werden, dass die Gesellschaft *bloss* die Wahl hat, eine entsprechende *Vinkulierung vorzusehen*. Nach diesem Verständnis bezieht sich die Kann-Formulierung auf die Entscheidung, die Namenaktien zu vinkulieren.[548] Das Können bezieht sich demnach nicht auf die Anerkennung im Einzelfall, sondern auf die *Ablehnungskompetenz* der Gesellschaft als solche.[549] Nach dieser Ansicht lässt sich allein gestützt auf den Gesetzestext noch kein Schluss über eine mögliche Ausnahmekompetenz ziehen.[550]

Andererseits kann der Gesetzestext auch so verstanden werden, dass die Gesellschaft, deren Namenaktien statutarisch vinkuliert sind, einen Erwerber, der die Anerkennungsvoraussetzungen nicht erfüllt hat, zwar ablehnen *kann,* dies aber nicht *muss.* Nach dieser Ansicht hat die Gesellschaft bereits aufgrund des Gesetzeswortlauts die Möglichkeit, einen Aktionär ausnahmsweise als Aktionär *mit*

---

546 Die in diesem Kapitel erwähnte Literatur bezieht sich in erster Linie auf die Gewährung von Ausnahmen zur Prozentvinkulierung.

547 Auch die Marginalie zu Art. 685d OR «3. Börsenkotierte Namenaktien – a. Voraussetzungen der Ablehnung» enthält keinen klaren Hinweis. Siehe BIERI, Rz. 597 ff., insb. 600.

548 GEHRER, 110; HUGUENIN JACOBS, 110.

549 GEHRER, 110; HUGUENIN JACOBS, 110; siehe auch VON DER CRONE, § 3 Rz. 108, wonach das Gesetz die «Kann»-Formulierung nicht verwendet, weil es dem Verwaltungsrat freies Ermessen einräumen will, sondern um das Recht des Aktionärs auf Übertragbarkeit zu dokumentieren. Durch die Vinkulierungsbestimmungen kann dieses Recht jedoch eingeschränkt werden.

550 BIERI, Rz. 597 ff., insb. 601; GEHRER, 110; HUGUENIN JACOBS, 110.

Stimmrecht anzuerkennen, obwohl er nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt.[551]

M.E. lässt sich die Möglichkeit der Ausnahmegewährung nicht bereits aus dem Gesetzestext ableiten. Der Gesetzeswortlaut schliesst eine Ausnahmegewährung aber auch nicht aus. Mit der ganz herrschenden Lehre ist somit von einer grundsätzlichen Zulässigkeit der Ausnahmegewährung auszugehen.[552]

II. Art der Ausnahmegewährung

Typischerweise stellt sich die Frage der Ausnahmegewährung im Rahmen des Anerkennungsentscheids: Der Verwaltungsrat entscheidet, ob ein Erwerber, der nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, trotzdem als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt werden soll. Die Gewährung einer Ausnahme von den Vinkulierungsbestimmungen kann allerdings auch im Rahmen der Entscheidung über die Streichung aus dem Aktienbuch gemäss Art. 686a OR erfolgen. Erfährt die Gesellschaft *nach* der Anerkennung, dass die in der Offenlegungserklärung gemachten Angaben falsch waren, kann sie dem Erwerber die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* aberkennen. Entscheidet sich die Gesellschaft in einem solchen Fall gegen die Aberkennung, stellt auch dies eine Ausnahmegewährung dar.[553] Für die Beurteilung der Zulässigkeit der Ausnahmegewährung macht es keinen Unter-

---

551 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BÖCKLI, § 6 Rz. 71; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 13; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 70 und § 44 Rz. 190; HOMBURGER, ZK OR 1997 717 N 1015; KLÄY, 229 ff. und 272 f.; VON BÜREN, ZBJV 1995, 70.

552 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BIERI, Rz. 594 ff., insb. 616; BÖCKLI, § 6 Rz. 71; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 13; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 70 und § 44 Rz. 190; GEHRER, 107 ff.; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 623; HOMBURGER, ZK OR 1997 717 N 1015; HUGUENIN JACOBS, 110 ff.; KLÄY, 229 ff und 272 f.; PLETSCHER, SZW 1992, 212; RUFFNER, 593; VON BÜREN, ZBJV 1995, 70; VON DER CRONE, § 3 Rz. 106; ZINDEL, Aktionäre, 209 f.

553 Auch im Rahmen der Anhörung des Betroffenen gemäss Art. 686a OR kann die Ausnahme ausdrücklich oder konkludent gewährt werden. Gemäss Art. 31 Abs. 1 OR i.V.m. Art. 7 ZGB ist der Verwaltungsrat bei der Aberkennung der Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* (Art. 686a OR) an die relative Einjahresfrist gebunden, welche mit der Entdeckung der Täuschung beginnt. Siehe zur Streichung aus dem Aktienbuch gemäss Art. 686a OR hinten S. 141 ff.

schied, ob diese beim Anerkennungsentscheid erfolgt oder im Rahmen der Anhörung des Betroffenen gemäss Art. 686a OR.

III. Voraussetzungen und Schranken der Ausnahmegewährung

Nachfolgend wird geprüft, unter welchen Voraussetzungen und unter Beachtung welcher Schranken eine Gesellschaft Ausnahmen gewähren kann. Die Zuständigkeit zum Anerkennungsentscheid und damit auch zur Gewährung von Ausnahmen liegt beim Verwaltungsrat.[554]

1. Gleichbehandlungsgebot

1.1 Grundsatz der relativen Gleichbehandlung

Der Verwaltungsrat ist beim Entscheid über die Gewährung einer Ausnahme an das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR gebunden.[555] Danach hat der Verwaltungsrat die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.[556] Verlangt ist jedoch keine absolute, sondern lediglich eine relative Gleichbehandlung, d.h. die Aktionäre müssen unter gleichen Voraussetzungen gleichbehandelt werden.[557] Zudem können Ungleichbehandlungen gerechtfertigt werden.

---

554 Siehe zur Zuständigkeit für den Anerkennungsentscheid vorne S. 75 f.

555 BIERI, Rz. 619; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 190; GEHRER, 111; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 623; HOMBURGER, ZK OR 1997 717 N 1016; HUGUENIN JACOBS, 218 ff.; KLÄY, 229 ff.; VON BÜREN, ZBJV 1995, 70 f.; WATTER/ROTH PELLANDA, BSK OR 717 N 29; ZINDEL, Aktionäre, 208 ff.

556 Aufgrund der gesetzlichen Regelung des Rechtsübergangs ist auch der noch nicht anerkannte – wie auch der abgelehnte – Erwerber *Aktionär* und deshalb vom Anwendungsbereich des Gleichbehandlungsgebots erfasst.

557 BGE 69 II 246 E. 1, mit der noch heute geltenden Ausführung, wonach das Recht auf Gleichbehandlung den Aktionär «gegen jede unterschiedliche Behandlung, die durch die Interessen der Gesellschaft sachlich nicht gerechtfertigt werden kann», schützt. «Inhaltlich darf der Grundsatz der Gleichbehandlung allerdings nicht etwa dahin verstanden werden, dass er eine absolute Gleichbehandlung aller Aktionäre gewährleisten wolle.» BÖCKLI, § 13 Rz. 680; BÜHLER, ZK OR 717 N 254; FORSTMOSER/MEIER-

Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung sind unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsgebots zulässig, wenn die Ausnahmegewährung den eigentlichen Zweck der Treuhändervinkulierung nicht vereitelt, im Interesse der Gesellschaft sachlich gerechtfertigt ist und auf einer konstanten und willkürfreien Praxis beruht.[558]

1.2 Zweck der Treuhändervinkulierung als Schranke

Eine Ausnahmegewährung ist nur insoweit zulässig, als sie dem Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR nicht zuwiderläuft.[559] Hauptzweck der Treuhändervinkulierung ist die Durchsetzung der anderen beiden Ablehnungsgründe. Demnach gewährleistet Art. 685d Abs. 2 OR Schutz vor Umgehung. Zusätzlich dient die Treuhändervinkulierung der Absicherung der Transparenzfunktion der Namenaktie. Mit Hilfe der Offenlegungserklärung kann die Gesellschaft ihre Beherrschungsverhältnisse transparent gestalten.

Sehen die Statuten eine Prozent- oder Ausländervinkulierung vor, erhöht jede Gewährung einer Ausnahme das Risiko der Umgehung. Jede ausnahmsweise Anerkennung eines Erwerbers als Aktionär *mit Stimmrecht,* der gegenüber der Gesellschaft nicht offengelegt hat, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, kann zu einer Überschreitung der Prozentlimite führen, ohne dass die Gesellschaft davon erfährt. Auch die Transparenz des Aktionariats ist in Bezug auf diejenigen Aktien nicht gewährleistet, für die die Gesellschaft auf die Offenlegungserklärung verzichtet. Werden zu viele Ausnahmen gewährt, schwächt dies die Durchsetzungs- und Transparenzfunktion der Treuhändervinkulierung.[560] Es ist deshalb zu prüfen, ob sachliche Gründe vorliegen, die eine Ausnahmegewährung rechtfertigen.

HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 11; KRNETA, OR 717 N 1922; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 285; WATTER/ ROTH PELLENDA, BSK OR 717 N 23; siehe auch BGE 117 II 290 E. 6b/bb.

558 Siehe dazu die Literatur bezüglich der Gewährung von Ausnahmen zur Prozentvinkulierung: BÖCKLI, § 6 Rz. 72 ff.; KLÄY, 230. Siehe auch GEHRER, 111; HOMBURGER, ZK OR 1997 717 N 1016; PLETSCHER, SZW 1992, 212; VON BÜREN, ZBJV 1995, 70 f.; VON DER CRONE, § 3 Rz. 106 f.; WATTER/ROTH PELLENDA, BSK OR 717 N 23; vgl. BÜHLER, ZK OR 717 N 255; vgl. ferner auch Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 8.3.

559 Siehe zur selben Thematik bei der Prozentvinkulierung: BÖCKLI, § 6 Rz. 74; HUGUENIN JACOBS, 111 f. und 219; KLÄY, 230 f.

560 Siehe BIERI, Rz. 627.

1.3 Sachliche Gründe

a. Interesse an einer breit abgestützten Willensbildung

Welche Gründe für eine Ausnahmegewährung als sachlich gelten, beurteilt sich mit Blick auf den Regelungszweck der Treuhändervinkulierung. Ein sachlicher Grund kann darin gesehen werden, dass die Gesellschaft ein Interesse an einer Willensbildung in der Generalversammlung hat, die möglichst den Willen aller Aktionäre widerspiegelt. Da es allerdings eine Grosszahl von Aktionären gibt, die auf die Einreichung eines Anerkennungsgesuchs verzichten, widerspiegelt der Willensbildungsprozess ohnehin häufig nur die Meinung eines Teils der Aktionäre. Der Verzicht auf das Einreichen des Anerkennungsgesuchs kann unterschiedliche Gründe haben. Während gewisse Aktionäre ihre Identität der Gesellschaft gegenüber nicht offenlegen wollen, entscheiden sich andere aufgrund des hohen administrativen Aufwands und des beschränkten Nutzens gegen eine Einreichung.[561]

Mit diesen Dispoaktionären fehlt ein wesentlicher Teil des Aktionariats im Willensbildungsprozess der Gesellschaft.[562] Dies führt zur Kritik, dass der in der Generalversammlung gefasste Beschluss lediglich den Willen einer kleinen Gruppe von Aktionären darstellt.[563] Nach dieser Ansicht steigt bei einer höheren Beteiligungsquote die Legitimation eines Generalversammlungsbeschlusses.[564] Daher werden Ausnahmen von der Vinkulierung als grundsätzlich sinnvoll erachtet, weil dadurch mehr Stimmrechte an den Generalversammlungen vertreten sind. Gestützt auf diese Argumentation akzeptieren viele Gesellschaften sog. *Nominees* – als Ausnahme von der Treuhändervinkulierung – bis zu einer gewissen Prozentlimite als Aktionär *mit Stimmrecht.*

---

561 Je nach Einzelfall (insbesondere Grösse der Beteiligung) betrachten Aktionäre ihren Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft als geringer als den mit dem Anerkennungsgesuch verbundenen administrativen Aufwand. Siehe GIGER, 182 ff.; MAIZAR, 123 f. und 462 f.; VON DER CRONE, Teilrevision, 12; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008, 76 f.

562 Siehe Botschaft Aktienrecht 2016, 441; MAIZAR, 461; SCHILTER, 39; VON DER CRONE/ ENDER, 141 f.

563 GIGER, 184 f.

564 Siehe Botschaft Aktienrecht 2016, 441; MAIZAR, 461; SCHILTER, 40; VON DER CRONE/ ENDER, 142; VON SALIS, 309 und 327; siehe auch GIGER, 182 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz. 227.

Der *Nominee* meldet Aktien im eigenen Namen, aber im Auftrag und für Rechnung des Erwerbers bei der Gesellschaft an. Der *Nominee* ist somit zwar formeller Aktionär, nicht aber wirtschaftlich an den Aktien berechtigt.[565] Im Unterschied zu einer Strohperson offenbart er der Gesellschaft die Tatsache seiner Treuhänderstellung.[566] Hingegen offenbart er nicht die Identität des Erwerbers. Er bleibt dem jeweiligen Erwerber, der seine Anonymität grundsätzlich bewahren kann, verpflichtet.[567] Entsprechend übt er auch das Stimmrecht nach den Weisungen des Erwerbers aus. Durch eine *Nominee*-Regelung kann eine Gesellschaft auch jene Aktionäre in die Willensbildung einbeziehen, die andernfalls aus Effizienz- oder Anonymitätsgründen auf die Einreichung eines Anerkennungsgesuchs und damit auf die Ausübung des Stimmrechts verzichten würden.

Eine tiefe Beteiligung an der Willensbildung der Gesellschaft muss allerdings nicht *per se* etwas Schlechtes sein.[568] Die Entscheidung, das Stimmrecht nicht auszuüben, ist genauso zu akzeptieren wie die Entscheidung, das Stimmrecht in einer bestimmten Weise auszuüben.[569] Schliesslich nützt auch eine hohe Stimmbeteiligung wenig, wenn die Aktionäre nicht daran interessiert sind, sich eine fundierte Meinung zu den Abstimmungstraktanden zu bilden.[570] Verzichtet der Aktionär allerdings bloss wegen den damit verbundenen Transaktionskosten auf die Ein-

---

565 Siehe ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; HUGUENIN JACOBS, 171; MAIZAR, 68 ff.

566 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; BIERI, Rz. 657; BÖCKLI, § 6 Rz. 122; BRÜGGER, 102; HUBACHER, Rz. 121; HUGUENIN JACOBS, 171; JUNG, ZK OR 625 N 59; KLÄY, 272; KÜPFER, 231 ff.; MAIZAR, 63 ff.; SCHILTER, 8; VON DER CRONE/ENDER, 148; siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; OLGIATI, 7 und 363; vgl. BGE 117 II 290 E. 6b/bb: «[Les *Nominees*] agissent en qualité de ‹fiduciaires stables de porteurs-changeants›.» Siehe zum Begriff des *Nominee* hinten S. 192 f.

567 BÖCKLI, § 6 Rz. 123.

568 VON DER CRONE, Teilrevision, 13; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008, 77.

569 Siehe GIGER, 245, wonach es nicht Aufgabe der Rechtsordnung sei, den Dialog zwischen Aktionären zu erzwingen; VON DER CRONE, Teilrevision, 13; VON DER CRONE/ENDER, 142; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008, 77: «Weitaus wichtigster Grund für eine geringe Mitwirkung an Generalversammlungen ist nämlich der freie und als Ausdruck der Privatautonomie zu respektierende Entscheid von Aktionären, sich nicht an der Willensbildung in der Gesellschaft zu beteiligen».

570 VON DER CRONE, Teilrevision, 13.

reichung des Anerkennungsgesuchs, ist es durchaus vertretbar, wenn die Gesellschaft versucht, ihn an der Willensbildung zu beteiligen.[571]

b. Kontakt zu den Aktionären

Neben dem Interesse an einer möglichst breit abgestützten Willensbildung hat die Gesellschaft zusätzlich ein Interesse daran, mit ihren Aktionären direkt in Kontakt zu treten. Aufgrund der hohen Dispoaktienbestände und der damit verbundenen Unkenntnis der Aktionäre ist dies jedoch nicht möglich.[572] Eine Gesellschaft könnte sich zwar auf Art. 686 Abs. 4 OR berufen und keine Dividenden an Dispoaktionäre bezahlen, um diese dadurch zu zwingen, ein Anerkennungsgesuch an die Gesellschaft zu stellen, doch wäre dies aufgrund der Praxis der übrigen Gesellschaften mit erheblichen Nachteilen verbunden. Akzeptiert eine Gesellschaft nun *Nominees,* kann sie im Gegenzug vereinbaren, dass diese sämtliche Informationen der Gesellschaft an den Berechtigten weiterleiten und hierdurch mit ihr unbekannten Aktionären in Kontakt treten.[573]

c. Zwischenfazit

Es zeigt sich somit, dass eine Gesellschaft – zumindest was die Eintragung von *Nominees* betrifft – ein Interesse an der Gewährung von Ausnahmen haben kann.[574] Als sachliche Rechtfertigungsgründe kommen dabei die Stärkung der Legitimation von Generalversammlungsbeschlüssen und der bessere Kontakt zu den Aktionären in Frage.[575]

Die Gewährung von Ausnahmen steht allerdings in einem Spannungsverhältnis zur Zielsetzung der Treuhändervinkulierung. Die Funktionsfähigkeit der Treuhändervinkulierung muss Schranke jeder Ausnahmegewährung sein. Aufgrund ihrer Durchsetzungs- und Transparenzfunktion kommen Ausnahmen nur in einem sehr begrenzten Rahmen in Frage.

---

571 Siehe MAIZAR, 123 f. und 462 f.; VON DER CRONE, Teilrevision, 14, der in diesem Zusammenhang von einer *Verfälschung der Willensbildung in der Gesellschaft durch wesensfremde Gründe* spricht; VON DER CRONE/ENDER, 143; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008, 77. Siehe auch GIGER, 184.

572 Siehe GIGER, 244; MAIZAR, 461; VON DER CRONE/ENDER, 143; VON DER CRONE/ISLER, GesKR 2008, 78.

573 Siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296.

574 Siehe BIERI, Rz. 662; vgl. auch BRÜGGER, 102.

575 Vgl. BIERI, Rz. 659 ff.

2. Ausnahmegewährung statutarisch vorgesehen

Die Gewährung einer Ausnahme ist nur zulässig, wenn die Statuten dem Verwaltungsrat *ausdrücklich* eine solche Befugnis einräumen. Das Erfordernis der ausdrücklichen Niederschrift in den Statuten ergibt sich aus verschiedenen Gründen.

2.1 Zustimmung durch die Generalversammlung

Gemäss Art. 627 Ziff. 8 OR bedürfen Bestimmungen über die Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien zu ihrer Gültigkeit der Aufnahme in die Statuten. Wird die Übertragbarkeit von Namenaktien statutarisch beschränkt, kann die Gesellschaft die Treuhändervinkulierung allerdings auch ohne deren ausdrückliche Verankerung in den Statuten anwenden.[576] Es könnte folglich argumentiert werden, dass auch die Möglichkeit der Gewährung einer Ausnahme von der Treuhändervinkulierung keiner ausdrücklichen Aufnahme in die Statuten bedarf. Der Entscheid der Generalversammlung zur Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien beinhaltet nach der hier vertretenen Auffassung allerdings nicht die Ermächtigung des Verwaltungsrates zur Ausnahmegewährung. Die Möglichkeit zur Ausnahmegewährung relativiert die Durchsetzung der Treuhändervinkulierung und bedarf deshalb der klaren Zustimmung der Generalversammlung. Die Generalversammlung muss dabei Vorgaben hinsichtlich der Gewährung von Ausnahmen machen. Wird die Ausnahmeregelung statutarisch geregelt, besteht für Aktionäre, die nicht für die Ausnahmeregelung gestimmt haben, die Möglichkeit, diese aufgrund einer Verletzung des Sachlichkeits- oder Gleichbehandlungsprinzips gemäss Art. 706 f. OR beim Richter mit Klage anzufechten.[577]

2.2 Rechtssicherheit

Auch unter dem Gesichtspunkt der Rechtssicherheit ist es notwendig, die Regelung der Ausnahmegewährung in den Statuten aufzuführen. In der parlamentarischen Debatte wurde im Hinblick auf die Wichtigkeit für einen funktionierenden Börsenhandel mehrmals darauf hingewiesen, dass der Erwerber im Voraus abschätzen können muss, ob er als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt wird.[578] Dazu

---

576 Siehe vorne S. 23 f.

577 Siehe BIERI, Rz. 630; HUGUENIN JACOBS, 160 f.

578 Votum von Berichterstatter CARLO SCHMID, Amtl. Bull. StR (1988), 482; Votum von Bundesrätin ELISABETH KOPP, Amtl. Bull. StR (1988), 487; Votum von Bundesrat

gehört auch, dass der Erwerber erkennen kann, unter welchen Voraussetzungen ihm eine Ausnahme von der Treuhändervinkulierung gewährt wird.

Im Gegensatz zur Treuhändervinkulierung, die nicht explizit in den Statuten enthalten sein muss, muss also die Möglichkeit der Ausnahmegewährung zwingend in den Statuten enthalten sein. Dies ist begründet: Während der Erwerber davon ausgehen kann, dass jeder Erwerber eine Offenlegungserklärung abgeben muss, sobald die Übertragung von Namenaktien statutarisch beschränkt wird, wäre es für ihn ohne abschliessende Regelung in den Statuten nicht erkennbar, unter welchen Umständen ein Erwerber von der Abgabe einer Offenlegungserklärung entbunden wird.

Transparenz ist aber auch für die bestehenden Aktionäre wichtig. Angesichts der zukünftigen Entwicklung der Stimmverteilung in der Generalversammlung müssen sie wissen, welche Ausnahmeregelungen für neue Erwerber gelten.[579]

In der Literatur ist umstritten, ob eine blosse Kann-Formulierung für die Gewährung einer Ausnahme genügt.[580] Im Unterschied zur Ausnahmegewährung bei der Prozentvinkulierung, bei welcher verschiedene – nicht immer vorhersehbare – Sachverhalte eine Ausnahme rechtfertigen können, ist es bei der Treuhändervinkulierung einzig die Eintragung von *Nominees,* bei welcher eine Ausnahme sachlich gerechtfertigt werden kann. Aus der Tatsache, dass die Gesellschaft, sofern die Aktien vinkuliert sind, einen Erwerber auch dann ablehnen kann, wenn die Treuhändervinkulierung nicht ausdrücklich in den Statuten vorgesehen ist, kann nicht automatisch abgeleitet werden, dass der Verwaltungsrat auch ohne statutarische Bestimmung Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung gewähren kann. Der Entscheid einer Gesellschaft zur Vinkulierung ihrer Aktien schliesst die Einführung der Treuhändervinkulierung mit ein. Die Einführung der Treuhänder-

---

ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1365 f.; Votum von KURT SCHÜLE, Amtl. Bull. NR (1990), 1371; Votum von PETER SPÄLTI, Amtl. Bull. NR (1990), 1375.

579 Siehe auch BIERI, Rz. 631.

580 Nach dem einen Teil der Lehre genügt eine blosse Kann-Formulierung der Forderung nach Transparenz und dem Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre nicht. Die Ausnahmetatbestände müssten vielmehr in den Statuten möglichst präzise umschrieben werden. So BIERI, Rz. 629 ff., insb. 636; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 13; GEHRER, 110 f.; HUGUENIN JACOBS, 112 f. Eine andere Ansicht lässt jedoch eine Kann-Formulierung mit dem Hinweis auf das Gebot der sachlichen Begründung von Ausnahmen sowie auf das Gleichbehandlungsgebot genügen. So BÖCKLI, § 6 Rz. 71 ff.; KLÄY, 229 f. Fn. 56; VON DER CRONE, § 3 Rz. 109. Siehe auch PLETSCHER, SZW 1992, 212.

vinkulierung umfasst allerdings nicht automatisch die Befugnis zur Ausnahmegewährung.

Die Frage, ob, und falls ja, unter welchen Voraussetzungen die Gesellschaft *Nominees* als Aktionäre *mit Stimmrecht* anerkennen soll, ist eine Grundsatzentscheidung der Generalversammlung. Wird eine *Nominee*-Regelung vorgesehen, muss diese in den Statuten *ausdrücklich* und *abschliessend* geregelt werden. Eine blosse Kann-Formulierung genügt für Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung demnach *nicht*. Dies bedeutet, dass dem Verwaltungsrat bei der Beurteilung einer Ausnahmegewährung aufgrund der abschliessenden Ausnahmeregelung kein Ermessen zukommt.

3. Fazit

Der Verwaltungsrat kann grundsätzlich Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung gewähren. Eine Ausnahme kann sowohl bei der Beurteilung des Anerkennungsgesuchs als auch im Rahmen der Anhörung des Aktionärs gemäss Art. 686a OR bei der Streichung aufgrund falscher Angaben des Erwerbers gewährt werden. Als sachliche Rechtfertigungsgründe für die Abweichung vom Grundsatz der relativen Gleichbehandlung kommen dabei die Stärkung der Legitimation von Generalversammlungsbeschlüssen und der bessere Kontakt zu den Aktionären in Frage. Da die Gewährung von Ausnahmen in einem Spannungsverhältnis zum Regelungszweck der Treuhändervinkulierung steht, dürfen Ausnahmen nur in einem sehr begrenzten Rahmen gewährt werden. Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung sind nur möglich, wenn die Statuten explizit eine solche Befugnis des Verwaltungsrats vorsehen. Die Ausnahmeregelung muss abschliessend geregelt sein, eine Kann-Formulierung genügt nicht. Entsprechend kommt dem Verwaltungsrat kein Ermessen zu.

IV. Ausgestaltung einer Ausnahmeklausel für Nominees

In einem von den Statuten abschliessend geregelten Rahmen ist es der Gesellschaft möglich, eine Ausnahmeklausel für *Nominees* vorzusehen. Gesellschaften können die Ausnahmeklausel unterschiedlich ausgestalten. Eine Gesellschaft kann beispielsweise statutarisch vorsehen, einen *Nominee* – trotz fehlender Bekanntgabe derjenigen Personen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen – bis zu einer bestimmten Prozentlimite als Aktionär *mit Stimmrecht* anzu-

erkennen.[581] Über diese Prozentlimite, die aufgrund der Regelungszwecke der Treuhändervinkulierung tief angesetzt sein muss, ist der *Nominee* nur als Aktionär *ohne Stimmrecht* anzuerkennen.[582] Die Gesellschaft kann diese Ausnahmeklausel weiter einschränken, indem sie den *Nominee* verpflichtet, ihr regelmässig oder auf Verlangen die Identität derjenigen Personen offenzulegen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen.[583] Als Mittelweg kann die Gesellschaft den *Nominee* auch erst ab einer gewissen Prozentlimite zur Offenlegung in gewissen Abständen oder auf Verlangen der Gesellschaft verpflichten.[584] Eine solche engere Ausnahmeregelung erlaubt es, dass die Anleger von der Vereinfachungsfunktion des *Nominee* profitieren können, während die Gesellschaft gleichzeitig ihre Vinkulierungsgründe durchsetzen und das Institut der Namenaktie sichern kann. Je tiefer die Prozentlimite einer solchen Ausnahmeklausel, desto eher kann auch eine Umgehung verhindert werden.[585]

V. Möglichkeit des Widerrufs der gewährten Ausnahme?

Anerkennt die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht,* übt sie ein Gestaltungsrecht aus.[586] Die Gesellschaft kann somit mittels einseitiger

---

581 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 125; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; KLÄY, 273; KÜPFER, 162. Grundlage für die Berechnung der Prozentlimite bildet die Anzahl der im Handelsregister eingetragenen Namenaktien. Siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296.

582 Legt der *Nominee* die Identität derjenigen Person offen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, handelt es sich nicht um eine Ausnahme von der Treuhändervinkulierung, weshalb die Gesellschaft den *Nominee* in jedem Fall als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen hat.

583 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; KLÄY, 273. Da die Durchsetzung der Prozent- und Ausländervinkulierung nur dann funktioniert, wenn die Gesellschaft Kenntnis der sie beherrschenden Aktionäre hat, genügt eine Offenlegung rein statistischer Angaben nicht. Will die Gesellschaft ihre Vinkulierungsbestimmungen durchsetzen, müssen die Personen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen, identifizierbar sein.

584 Siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; KLÄY, 273.

585 Siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 297.

586 Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.4.2; vgl. auch BIERI, Rz. 403; BÖCKLI/HÄRING, 137; BUCHER, 35 f.; DAENIKER/WALLER, 92; KLÄY, 353; siehe auch zum alten Recht PESTALOZZI-HENGGELER, 126 f. und 131 f.

Willenserklärung die Rechtslage des Erwerbers verändern.[587] Gewährt die Gesellschaft eine Ausnahme, anerkennt sie also einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht,* obwohl dieser nicht alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, macht sie von diesem Gestaltungsrecht Gebrauch und ihre Gestaltungsbefugnis geht unter.[588] Der Anerkennungsentscheid ist für die Gesellschaft verbindlich und kann – ausser nach Art. 686a OR – nicht einseitig widerrufen werden.[589]

587 Siehe BIERI, Rz. 403; KLÄY, 353; MERZ, 72.

588 KLÄY, 231 und 353 f.; siehe auch BGE 109 II 319 E. 4b; vgl. auch BGE 72 II 402 E. 2; BIERI, Rz. 403; BUCHER, 36 f.

589 BGE 72 II 402 E. 2; BGE 109 II 319 E. 4b; Entscheid des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 2009, Nr. 64, E. 4.4.2; vgl. auch BIERI, Rz. 403; DAENIKER/WALLER, 92; KLÄY, 354.

Handlungsmöglichkeiten der Gesellschaft nach erfolgter Anerkennung

I. Nachträgliche Streichung aus dem Aktienbuch nach Art. 686a OR

1. Gesetzliche Grundlage

In der Praxis ist es für die Gesellschaft äusserst schwierig, zu erkennen, ob die Angaben in der Offenlegungserklärung zutreffen. Insbesondere hat die Gesellschaft aufgrund der kurzen Ablehnungsfrist gemäss Art. 685g OR kaum die Möglichkeit, die Angaben fristgerecht zu überprüfen. Aus diesem Grund hat der Gesetzgeber der Gesellschaft in Art. 686a OR das Recht eingeräumt, *Eintragungen im Aktienbuch* zu *streichen,* wenn diese durch falsche Angaben des Erwerbers zustande gekommen sind. Entgegen dem Gesetzeswortlaut von Art. 686a OR, der von der Streichung des Aktienbucheintrags spricht, geht es in erster Linie um die Aberkennung der Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht*.[590] Die Eintragung im Aktienbuch ist lediglich eine Folge der Anerkennung.[591] Der Eintrag im Aktienbuch führt jedoch zu einer Umkehr der Beweislast.[592] Während die Beweislast *vor* der Eintragung im Aktienbuch beim Erwerber liegt, liegt es *nach* der Eintragung an der Gesellschaft, zu beweisen, dass der Erwerber im Zeitpunkt des Anerkennungsentscheids nicht berechtigt war.[593]

Art. 686a OR dient in erster Linie der Durchsetzung von Art. 685d Abs. 2 OR und Art. 685b Abs. 3 OR.[594] Einem Erwerber, der in der Offenlegungserklärung falsche Angaben macht, soll die Gesellschaft auch nachträglich, d.h. nach dem Anerkennungsentscheid, gestützt auf einen *einseitigen* Entscheid der Gesellschaft die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* aberkennen können. Art. 686a OR stellt eine aktienrechtliche Konkretisierung der einseitigen Unverbindlichkeit bei

---

590 BÖCKLI, § 6 Rz. 188; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 88 und § 44 Rz. 244 f. Fn. 103; KLÄY, 379 f.

591 Siehe dazu vorne S. 78.

592 KLÄY, 381.

593 KLÄY, 381; siehe auch VON DER CRONE, § 3 Rz. 94.

594 DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 2; KLÄY, 379; RUDIN, HSA Rz. 54.50; siehe auch Prot. NRK 1989–1990, 127 ff.

absichtlicher Täuschung gemäss Art. 28 OR dar.[595] Er gibt der Gesellschaft die Möglichkeit, gegen Umgehungen vorzugehen, die bereits zum Zeitpunkt des Anerkennungsentscheids bestanden, allerdings erst später von der Gesellschaft bemerkt wurden. Art. 686a OR kann allerdings nicht dazu verwendet werden, um eine Eintragung rückgängig zu machen, wenn sich die Umstände nachträglich verändert haben.

Erklärt der Erwerber entgegen den tatsächlichen Gegebenheiten, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt und anerkennt ihn die Gesellschaft gestützt auf diese falsche Erklärung, liegt ein Willensmangel vor. Neben Art. 686a OR sind deshalb auch die Regeln über die Willensmängel gemäss Art. 23 ff. OR anwendbar.[596]

2. Voraussetzungen der Berichtigung gemäss Art. 686a OR

Die Streichung des Aktionärs setzt gemäss Art. 686a OR zweierlei voraus: Die Anerkennung muss durch falsche Angaben zustande gekommen sein *und* dem Betroffenen muss die Möglichkeit gegeben werden, sich zur Streichung zu äussern. Die im Rahmen der Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* gemachten Angaben müssen dabei *zum Zeitpunkt der Abgabe des Anerkennungsgesuchs* falsch gewesen sein.[597] Die Angaben müssen zusätzlich *kausal* für die Anerkennung gewesen sein.[598] Eine Aberkennung erfolgt schliesslich nur dann rechtsgenügend, wenn der Aktionär *vor* der Aberkennung angehört und *nach* der Aberkennung sofort informiert wird.[599]

---

595 FORSTMOSER, SAG 1989, 175 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 87; KLÄY, 379; RUDIN, HSA Rz. 54.51; siehe auch VON DER CRONE, § 3 Rz. 95; Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. NR (1990), 1367; Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. StR (1991), 66.

596 BÖCKLI, § 6 Rz. 186; RUDIN, HSA Rz. 54.51; VON DER CRONE, § 3 Rz. 95.

597 Ändern sich die Umstände *erst nach* der Eintragung, darf die Gesellschaft Art. 686a OR nicht zur Anwendung bringen. Siehe zur Frage der Anwendung der Vinkulierung auf nachträgliche Änderungen hinten S. 147 ff.

598 BIERI, Rz. 769; DAENIKER/WALLER, 93; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 2; KLÄY, 382; RUDIN, HSA Rz. 54.50; VON DER CRONE, § 3 Rz. 94.

599 Siehe KLÄY, 383.

Die Gesellschaft kann einem Aktionär, der die Anerkennung durch falsche Angaben erschlichen hat, auch *ohne ausdrückliche statutarische Bestimmung* die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* aberkennen.[600]

Verlangt die Gesellschaft im Anerkennungsgesuch zusätzliche Angaben vom Erwerber, die nicht von der gesetzlichen Vinkulierungsordnung gedeckt sind, kann sie dem Erwerber die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* nicht aberkennen, wenn diese Angaben falsch sind.[601] Die Gesellschaft darf auch nicht über die in Art. 686a OR vorgesehene Sanktionsmöglichkeit hinausgehen und statutarisch weitergehende Aberkennungsgründe vorsehen.[602]

3. Entscheidungsfreiheit und Frist

Nach Art. 686a OR *kann* die Gesellschaft die auf falschen Angaben beruhende Eintragung des Erwerbers streichen. Der Verwaltungsrat hat also eine Wahlmöglichkeit. Er kann die Anerkennung rückgängig machen, ist aber nicht dazu verpflichtet.[603] Da ein Verzicht auf die Streichung der Gewährung einer Ausnahme gleichkommt, muss sich der Verwaltungsrat dabei an das Gleichbehandlungsprinzip und an das Sachlichkeitsgebot halten und sicherstellen, dass die Zwecke der Treuhändervinkulierung nicht vereitelt werden.[604]

Die Streichung stellt eine einseitige Aufhebung einer Willenserklärung dar.[605] Gemäss Art. 31 Abs. 1 OR i.V.m. Art. 7 ZGB ist der Verwaltungsrat dabei aber an die *relative Einjahresfrist* gebunden, welche mit der Entdeckung der Täuschung beginnt.[606] Aberkennt der Verwaltungsrat dem Aktionär nicht innerhalb eines Jahres seit Kenntnis der falschen Angaben die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimm-*

---

600 KLÄY, 379.

601 KLÄY, 382; siehe auch Prot. NRK 1989–1990, 128.

602 HIRSCH, SZW 1991, 296; KLÄY, 381; ROBERT MEIER, AJP 1992, 324.

603 Siehe KLÄY, 380; Prot. StRK 17.01.1991, 7 f.; Votum von JOSI MEIER, Amtl. Bull. StR (1991), 66.

604 Siehe zur Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 OR vorne S. 129 ff.

605 BÖCKLI, § 6 Rz. 187; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4.

606 BÖCKLI, § 6 Rz. 187; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; FORSTMOSER, SAG 1989, 176; KLÄY, 380; RUDIN, HSA Rz. 54.51; siehe auch Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. StR (1991), 66.

recht, verwirkt seine Möglichkeit, den Anerkennungsentscheid rückgängig zu machen.[607]

4. Wirkung der Aberkennung

4.1 Inhaltlich

Bei börsenkotierten Namenaktien bewirkt die nachträgliche Aberkennung den Entzug der Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht.*[608] Der Aktionär wird somit nicht aus dem Aktienbuch gestrichen, sondern vielmehr von der Rubrik *mit Stimmrecht* in die Rubrik *ohne Stimmrecht* verschoben.[609] Der Aberkennungsentscheid hat damit zur Folge, dass der Aktionär neu weder das Stimmrecht noch die mit diesem zusammenhängenden Rechte ausüben kann. Er bleibt aber weiterhin Aktionär der Gesellschaft.[610] Vorbehalten bleiben Schadenersatzansprüche der Gesellschaft und mögliche strafrechtliche Verfahren.[611]

---

607 BÖCKLI, § 6 Rz. 187; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; KLÄY, 380; RUDIN, HSA Rz. 54.51.

608 Während die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien nur das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte betrifft, ist die Vinkulierung bei nicht kotierten Namenaktien eine *echte* Übertragungsbeschränkung. Die *Streichung aus dem Aktienbuch* führt deshalb bei nicht kotierten Namenaktien zum Verlust der Aktionärsstellung und sämtlicher damit zusammenhängender Rechte (vgl. Art. 685c OR). Für eine Übersicht zu den Rechtsfolgen einer *Streichung aus dem Aktienbuch* bei nicht kotierten Namenaktien siehe KLÄY, 385 ff.

609 BÖCKLI, § 6 Rz. 188; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; KLÄY, 383; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 346; ZINDEL, Aktionäre, 202.

610 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 82; BIERI, Rz. 771; BÖCKLI, § 6 Rz. 188 f.; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 244 f. Fn. 103; KLÄY, 383; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 346; ZINDEL, Aktionäre, 202; a.M. NOBEL, SZW 1993, 123 ff., wonach der Aktionär, der sich die Anerkennung mit falschen Angaben erschlichen hat, auch als Aktionär *ohne Stimmrecht* gestrichen werden könne und damit zum *Inconnu* werde.
Auch in der laufenden Aktienrechtsrevision sind keine weitergehenden Sanktionsmöglichkeiten vorgesehen. Die Botschaft Aktienrecht 2016, 532, hält ausdrücklich fest, dass neben der bereits vorhandenen Möglichkeit zur *Streichung der Eintragung im Aktienbuch* nach Art. 686a OR keine neue aktienrechtliche Sanktion für die Abgabe einer wahrheitswidrigen Erklärung der Erwerberin oder des Erwerbers vorgesehen ist.

611 KLÄY, 384.

Hat der Erwerber allerdings nicht nur hinsichtlich der statutarischen Eintragungsvoraussetzungen, sondern auch in Bezug auf den rechtmässigen Eigentumserwerb oder seine Identität falsche Angaben gemacht, kann die Gesellschaft den Erwerber ganz – also auch als Aktionär *ohne Stimmrecht* – aus dem Aktienbuch streichen.[612]

4.2 Zeitlich

Die Aberkennung des Aktionärs *mit Stimmrecht* wirkt entsprechend den Regelungen über die Geltendmachung von Willensmängeln gemäss Art. 23 ff. OR *ex tunc*.[613] Der Aktionär wird also so gestellt, als ob die Gesellschaft zum Zeitpunkt des Anerkennungsentscheids von den falschen Angaben gewusst und die Anerkennung verweigert hätte. Es stellt sich somit die Frage, ob Generalversammlungsbeschlüsse, bei welchen Aktionäre, die ihre Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* durch falsche Angaben erschlichen haben, mitgewirkt haben, anfechtbar sind.[614]

5. Anhörungsrecht des Aktionärs und Informationspflicht der Gesellschaft

Durch die Pflicht zur Anhörung des betroffenen Aktionärs sollen ein *minimales fair play* gewährleistet und die Gefahr des Missbrauchs durch die Gesellschaft reduziert werden.[615] Die Anhörung soll es dem Aktionär zudem ermöglichen, rechtzeitig rechtliche Mittel gegen die Aberkennung seines Stimmrechts ergreifen zu können.[616] Versäumt es die Gesellschaft, den Aktionär anzuhören oder diesem den

---

612 BIERI, Rz. 771; BÖCKLI, § 6 Rz. 188 f.; DAENIKER/WALLER, 93; so wohl auch DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; wohl a.M. KLÄY, 384, wonach es keine qualifiziert falschen Angaben gebe, die auch einer Zulassung als Aktionär *ohne Stimmrecht* entgegenstünden.

613 BÖCKLI, § 6 Rz. 186a und 188 ff.; DAENIKER/WALLER, 92 Fn. 57; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; RUDIN, HSA Rz. 54.51; SCHMID, CHK OR 686a N 6; SCHWENZER, BSK OR 31 N 15; VON DER CRONE, § 3 Rz. 95; vgl. TRIGO TRINDADE, CR CO 686a N 28 ff.

614 Siehe dazu hinten S. 146.

615 Votum von Bundesrat ARNOLD KOLLER, Amtl. Bull. StR (1991), 66. Die Anhörung des Betroffenen kann dabei sowohl schriftlich als auch mündlich erfolgen. Vgl. KLÄY, 382; Prot. StRK 17.01.1991, 8.

616 Art. 714 i.V.m. Art. 706b OR. Siehe DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 3; KLÄY, 389; SCHMID, CHK OR 686a N 3. Im Vergleich zum früheren Recht wurde mit

gefassten Entscheid mitzuteilen, ist die Aberkennung nicht rechtsgenügend und entfaltet keine Wirkung für den Aktionär.[617]

6. Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen

Wirkt ein Aktionär, welchem nachträglich aufgrund falscher Angaben in der Offenlegungserkärung das Stimmrecht entzogen wird, an einem Generalversammlungsbeschluss mit, stellt sich die Frage, ob dieser Beschluss anfechtbar ist. Aufgrund der *ex tunc*-Wirkung der nachträglichen Berichtigung des Anerkennungsentscheids haben Personen, die nicht zur Teilnahme an der Generalversammlung berechtigt waren, an der Beschlussfassung mitgewirkt. Sofern die Gesellschaft nicht nachweisen kann, dass die Mitwirkung keinen Einfluss auf die Beschlussfassung ausgeübt hat, sind solche Generalversammlungsbeschlüsse nach Art. 691 Abs. 3 OR anfechtbar.[618] Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass das Anfechtungsrecht gemäss Art. 706a Abs. 1 OR verwirkt, wenn die Klage nicht spätestens zwei Monate nach der Generalversammlung erhoben wird.[619] Wird einem Aktionär das Stimmrecht erst später aberkannt, ist eine Anfechtung nicht mehr möglich.

der ausdrücklich im Gesetz geregelten Möglichkeit zur *Streichung aus dem Aktienbuch* die Stellung der Gesellschaft verbessert. Aufgrund von Art. 686a OR muss der betroffene Aktionär (und nicht die Gesellschaft) an den Richter gelangen.

617 KLÄY, 383 und 389.

618 Siehe BIERI, Rz. 772; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; KLÄY, 387 f.; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12.

619 Siehe DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 686a N 4; KLÄY, 387 f.; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 12; SCHMID, CHK OR 686a N 6; siehe auch Votum von DOMINIQUE DUCRET, Amtl. Bull. NR (1990), 1366 f.; Votum von Berichterstatter PASCAL COUCHEPIN, Amtl. Bull. NR (1990), 1367; ferner Prot. NRK 1989–1990, 125–130. Diese kurze Frist ist zwar im Interesse der Rechtssicherheit gerechtfertigt, sie wird jedoch im Normalfall dazu führen, dass Generalversammlungsbeschlüsse, bei denen Aktionäre, welche sich das Stimmrecht durch falsche Angaben erschlichen haben, nicht gestützt auf Art. 691 Abs. 3 OR anfechtbar sind. Denkbar sind aber Schadenersatzansprüche. Siehe dazu KLÄY, 388 f.

II. Nachträgliche Anwendung der Treuhändervinkulierung?

Sind die Angaben eines Erwerbers *im Zeitpunkt des Anerkennungsentscheids falsch,* kann die Gesellschaft die Anerkennung gemäss Art. 686a OR rückgängig machen und den Erwerber in die Kategorie *ohne Stimmrecht* verweisen.[620] Es stellt sich zusätzlich die Frage, ob eine Gesellschaft einen anerkannten Aktionär auch dann wieder in die Kategorie *ohne Stimmrecht* verweisen kann, wenn dessen Angaben zwar zum Zeitpunkt des Anerkennungsentscheids zutreffend waren, sich die Gegebenheiten aber *nachträglich* verändert haben. Hat beispielsweise ein Aktionär Aktien für sich selbst erworben und hat ihn die Gesellschaft entsprechend als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, fragt sich, ob die Gesellschaft diese Anerkennung rückgängig machen kann, wenn sich der Aktionär zu einem späteren Zeitpunkt entscheidet, die Aktien nur noch als Treuhänder zu verwalten und mit einem Dritten eine Stimmbindungsvereinbarung einzugehen. Untersucht werden vorliegend also nur Fälle, bei welchen sich die Rechtsverhältnisse *nach* der Anerkennung ändern – die Angaben im Anerkennungsgesuch folglich korrekt waren – und *kein Umgehungstatbestand*[621] vorliegt.

1. Konzeption der gesetzlichen Vinkulierungsordnung

1.1 Übertragung als Anknüpfungspunkt

Die Vinkulierungsordnung knüpft nach Art. 685a Abs. 1 OR an die *Übertragung* der Aktie an. Voraussetzung für die Anwendung der Vinkulierung ist deshalb stets die Übertragung einer Aktie.[622]

---

620 Siehe zur nachträglichen Streichung aus dem Aktienbuch gemäss Art. 686a OR vorne S. 141 ff.

621 Handelt der Erwerber mit der Absicht die (Treuhänder-)Vinkulierung zu umgehen, kann die Gesellschaft die Vinkulierungsbestimmungen auch nach einer erfolgten Anerkennung anwenden. Siehe zur Gesetzes- und Statutenumgehung vorne S. 113 ff.

622 Anders jedoch der Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 4 ff., insb. E. 4.8, wonach das KGer die Vinkulierung gestützt auf die teleologische und die systematische Auslegung auch auf einen indirekten Erwerb, nämlich den Erwerb der Aktien einer Holding-Gesellschaft, in deren Eigentum sich die vinkulierten Namenaktien befinden, als anwendbar erachtet. Die vinkulierten Namenaktien wurden also *nicht* übertragen. Das Besondere an diesem Entscheid ist, dass das KGer den Erwerb der Aktien der Holding-Gesellschaft nicht als Umgehung der Vinkulierungs-

1.2 Vinkulierung als Zugangskontrolle

Der Gesetzgeber hat die Vinkulierung konzeptionell als *Eintrittsprüfung* bzw. als *Zugangskontrolle* ausgestaltet.[623] Im Hinblick auf die Treuhändervinkulierung umfasst diese Eintrittsprüfung lediglich die Frage, ob der Erwerber die Offenlegungserklärung abgegeben hat. Die Treuhändervinkulierung schränkt den Kreis der zur Ausübung der Mitwirkungsrechte Zugelassenen damit nicht aufgrund irgendwelcher Eigenschaften bzw. Merkmale ein, sondern einzig *nach der Bereitschaft des Erwerbers zur Offenlegung* der Person, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

Nach der Konzeption der Vinkulierung ist die Legitimation des Erwerbers *nur einmal,* nämlich als Folge der Übertragung bei der Einreichung des Anerkennungsgesuchs zu prüfen. Hat der Erwerber diese Zutrittsschwelle einmal erfolgreich überschritten, hat eine nachträgliche Veränderung nach der Konzeption der geltenden Vinkulierungsordnung keinen Einfluss auf seine Stellung als Aktionär *mit Stimmrecht.*[624] Die Gesellschaft kann deshalb einen Aktionär, der sich erst nachträglich dazu entscheidet, eine Stimmbindungsvereinbarung mit einem Dritten

---

bestimmungen betrachtet, aber dennoch die Vinkulierungsbestimmungen auf den Erwerb der Aktien der Holding-Gesellschaft als anwendbar erachtet.

623 Siehe BIERI, Rz. 395, der die Vinkulierung bei börsenkotierten Namenaktien mit einem *Eintrittstor zu einer Aktiengesellschaft* vergleicht, vor das jeder Erwerber von vinkulierten Namenaktien zu stehen komme, einzelnen der Zutritt zur Gesellschaft allerdings nur mit einem Maulkorb im Sinne einer Beschränkung des Stimmrechts gewährt werde; BÖCKLI, § 6 Rz. 360 f. sowie BÖCKLI/HÄRING, 132, bezeichnen die Vinkulierung als eine Art *Eingangspforte;* DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 288, verwenden den Begriff der *Zutrittskontrolle;* KUNZ, NZZ 17.11.2007, spricht von einer aktienrechtlichen *Eingangsschleuse*. VON SALIS, 58, der die Vinkulierung als *Eingangskontrolle* bezeichnet. Siehe auch KLÄY, 12 f.; MARXER, 149.

624 BÖCKLI, § 6 Rz. 360 f.; BÖCKLI/HÄRING, 140 f.; DAENIKER/WALLER, 100 f.; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 7; FORSTMOSER, SAG 1989, 175; FORSTMOSER, ST 1991, 593; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 54; GEHRER, 143; HOFSTETTER, SZW 1998, 288, insb. Fn. 12; KLÄY, 376 und 382; siehe auch zum alten Recht: BENZ, 106; PESTALOZZI-HENGGELER, 104 f. Anders allerdings der Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 4 ff., insb. E. 4.8, wonach gestützt auf eine «wirtschaftliche Betrachtungsweise» auch nachträgliche Veränderungen zur Anwendung der Vinkulierung führen.

einzugehen, nicht mit Verweis auf die Treuhändervinkulierung in die Rubrik *ohne Stimmrecht* verweisen.[625]

1.3 Keine statutarische Erweiterung des Anwendungsbereichs

In der Literatur wird die Ansicht vertreten, dass der Anwendungsbereich der Vinkulierung *statutarisch* auf Änderungen nach dem Anerkennungsentscheid erstreckt werden kann.[626] Auch in der Praxis finden sich Statutenbestimmungen, welche der Gesellschaft die Möglichkeit einräumen, vom Aktionär auch nach der Anerkennung erneut eine Offenlegungserklärung zu verlangen. Zusätzlich wird dem Aktionär teilweise die Pflicht auferlegt, die Gesellschaft über jede Änderung der Sachlage zu informieren.[627] Gibt der Aktionär auf Nachfrage der Gesellschaft keine entsprechende Erklärung ab bzw. informiert er die Gesellschaft nicht über eine erfolgte Änderung, kann ihn die Gesellschaft gemäss diesen Statutenbestimmungen als Aktionär *mit Stimmrecht* streichen.[628]

Der Widerruf der Anerkennung stellt einen tiefgreifenden Eingriff in die Eigentumsrechte des Aktionärs dar, der eine klare gesetzliche Grundlage voraussetzt.[629] Die geltende Vinkulierungsordnung beschränkt den Anwendungsbereich der Vinkulierung aber auf den Zeitpunkt der Beurteilung des Anerkennungsgesuchs. Für den tiefgreifenden Eingriff, der mit einer nachträglichen Relegation in die Rubrik

---

625 Siehe auch BÖCKLI, § 6 Rz. 352, wonach der spätere Verlust der Rechtsträgerschaft auf eigene Rechnung die frühere Erklärung, dass auf eigene Rechnung gehandelt werde, nicht rechtlich anfechtbar mache, wenn der neue Zustand durch spätere Ereignisse eintritt.

626 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 291 und 293; WATTER/HINSEN, 32 Fn. 80.

627 Eine solche Pflicht ist bereits unter Art. 680 Abs. 1 OR kritisch zu beurteilen.

628 Siehe beispielsweise das Reglement über die Eintragung und Führung des Aktienbuchs der Implenia AG vom 4. Februar 2013: «Weiter hat sich der Gesuchsteller zu verpflichten, wesentliche Änderungen bezüglich der im Eintragungsgesuch gemachten Angaben der Gesellschaft unverzüglich mitzuteilen (v.a. im Falle der Änderung des wirtschaftlich Berechtigten) [...] Ergeben sich aus der Führung des Aktienregisters Hinweise, dass Erklärungen eines mit Stimmrecht eingetragenen Aktionärs oder Nominees unvollständig, falsch oder nicht mehr korrekt sein können, so veranlasst der Leiter des Aktienregisters die notwendigen Abklärungen, insbesondere auch über die wirtschaftlich Berechtigten an diesen Namenaktien. […] Eine Streichung (resp. Umqualifizierung) kann auch dann erfolgen, wenn sich ein eingetragener Aktionär oder Nominee weigert, die geforderten Auskünfte zu erteilen oder eine verlangte Bestätigung (u.a. bezüglich wirtschaftlich Berechtigtem) trotz Abmahnung nicht abgibt.»

629 BÖCKLI, § 6 Rz. 363; BÖCKLI/HÄRING, 142.

der Aktionäre *ohne Stimmrecht* einhergeht, fehlt es an einer klaren Rechtsgrundlage.[630] Vielmehr erweitern solche Statutenbestimmungen den Anwendungsbereich der Vinkulierung und sind damit auch gestützt auf Art. 685b Abs. 7 OR unzulässig. Eine Statutenbestimmung, die eine nachträgliche Anwendung der Vinkulierung – d.h. nach korrekt erfolgter Anerkennung – einführt, ist deshalb *de lege lata* widerrechtlich und damit nichtig.[631] Einmal als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, muss der Aktionär deshalb keine weiteren Offenlegungserklärungen mehr abgeben. Ihn trifft auch keine Informationspflicht gegenüber der Gesellschaft.

2. Bewertung der aktuellen Vinkulierungsordnung betreffend die nachträgliche Anwendung der Treuhändervinkulierung

Die geltende Vinkulierungsordnung führt immer wieder zu Diskussionen in Lehre und Praxis betreffend die nachträgliche Anwendung der (Treuhänder-)Vinkulierung. Nachfolgend werden deshalb die Vor- und Nachteile der geltenden Vinkulierungsordnung erläutert. Gestützt darauf wird anschliessend ein Vorschlag einer möglichen Regelung *de lege ferenda* unterbreitet.

2.1 Vorteile der geltenden Konzeption

Wer einmal rechtmässig anerkannt ist, kann sich darauf verlassen, nicht nachträglich in die Rubrik *ohne Stimmrecht* relegiert zu werden. Die geltende Vinkulierungsordnung schützt insbesondere den unliebsamen Aktionär davor, sein Stimmrecht durch einen Verwaltungsratsbeschluss zu verlieren. In diesem Sinne verhindert die geltende Ordnung eine allzu starke Machtkonzentration beim Verwaltungsrat.[632] Unliebsame Aktionäre können nicht im Vorfeld einer Generalversammlung mit Verweis auf die nachträgliche Anwendung einer Vinkulierungs-

630 Siehe BÖCKLI, § 6 Rz. 363; DAENIKER/WALLER, 101.

631 Gl.M. BÖCKLI, § 6 Rz. 363 f.; BÖCKLI/HÄRING, 142; DAENIKER/WALLER, 101 f.; a.M. DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 292 ff.

632 Siehe BIERI, Rz. 404; BÖCKLI/HÄRING, 138 f. und 143; DAENIKER/WALLER, 102 f.

bestimmung in die Rubrik *ohne Stimmrecht* verschoben werden.[633] Zudem trägt die geltende Konzeption zur Rechtssicherheit bei.[634]

2.2 Nachteile der geltenden Konzeption

Die Konzeption der Vinkulierung *de lege lata* erlaubt keine Berücksichtigung von Veränderungen der Sachlage *nach* der Anerkennung. Bezogen auf die Treuhändervinkulierung ergibt sich bei einer nachträglichen Veränderung der Verhältnisse das Problem, dass sich die Regelungszwecke, nämlich die Durchsetzung der anderen beiden Vinkulierungsbestimmungen und die Transparenz über die Beherrschungsverhältnisse, nicht mehr durchsetzen lassen. Die Gesellschaft geht entgegen den tatsächlichen Verhältnissen noch davon aus, dass die in der Offenlegungserklärung gemeldete Person über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Um die Vinkulierungsbestimmungen aber korrekt anzuwenden, muss die Gesellschaft jederzeit wissen, wem das Stimmrecht an ihren Aktien zugerechnet werden muss. Jede nachträgliche Veränderung führt somit zu einer Schwächung der Durchsetzungsfunktion der Treuhändervinkulierung. Da Fälle, bei denen sich die Umstände im Nachhinein ändern, nicht immer eine Umgehung darstellen, bleibt der Gesellschaft *de lege lata* keine Möglichkeit, um ihre Vinkulierungsbestimmungen konsequent durchzusetzen.

Das Fehlen einer gesetzlichen Grundlage für die Anwendung der Treuhändervinkulierung auf nachträgliche Änderungen bzw. einer Informationspflicht des Aktionärs über allfällige Änderungen bzgl. der Verfügungsmacht über das Stimmrecht stellt m.E. einen Konzeptionsfehler dar. Soll die Vinkulierung ihre Zwecke erfüllen, muss sie effizient ausgestaltet werden. Dies bedeutet auch, dass die Gesellschaft die Möglichkeit haben muss, die Vinkulierung auf veränderte Umstände anzuwenden.

2.3 Vorschlag einer möglichen Regelung de lege ferenda

Aufgrund der Beschränkung der Anwendung der Vinkulierung auf den Anerkennungsentscheid können sich unter geltendem Recht Probleme ergeben, wenn sich die Umstände nach der Anerkennung ändern. *De lege ferenda* sollte der Gesetz-

---

633 Eine solche Stärkung der Machtkonzentration beim Verwaltungsrat kann sich unter geltendem Recht allerdings bereits aus dem Vorhandensein einer Höchststimmklausel (Art. 692 Abs. 2 OR) ergeben.

634 Siehe BIERI, Rz. 404.

geber deshalb die nachträgliche Anwendung der Vinkulierung ausdrücklich vorsehen. Für Art. 685d Abs. 2 OR könnte die Regelung wie folgt aussehen:

> *«Die Gesellschaft kann überdies die Anerkennung als Aktionär mit Stimmrecht verweigern, wenn der Erwerber ihr gegenüber nicht offenlegt, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Die Statuten können vorsehen, dass der Aktionär die Gesellschaft auch nach erfolgter Anerkennung unverzüglich über jede Änderung der Person, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, informiert.»*

Auch die beiden anderen Ablehnungsgründe müssten entsprechend angepasst werden. Ansonsten wüsste die Gesellschaft zwar aufgrund der vorgeschlagenen statutarischen Informationspflicht, wer neu über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, doch könnte sie den Aktionär – mangels gesetzlicher Grundlage – nicht in die Rubrik *ohne Stimmrecht* verschieben.

3. Fazit

Die geltende Konzeption der Vinkulierung lässt eine nachträgliche Anwendung der Vinkulierung nicht zu. Statutarische Bestimmungen, die den Anwendungsbereich der Vinkulierung erweitern oder eine Informationspflicht seitens des Aktionärs einführen, sind unter geltendem Recht unzulässig. Da nachträgliche Veränderungen aber die korrekte Anwendung der Vinkulierung gefährden, sollte der Gesetzgeber *de lege ferenda* den Anwendungsbereich der Vinkulierung auch auf nachträgliche Änderungen erstrecken. Zusätzlich sollte der Gesellschaft ausdrücklich das Recht zugestanden werden, statutarisch eine Informationspflicht des Aktionärs betreffend Änderungen der Person, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, einführen zu können. Bis zu einer allfälligen Gesetzesrevision können Gesellschaften die Problematik mit der Einführung einer Höchststimmklausel zumindest etwas entschärfen. Anders als die Vinkulierung, die eine Art Eingangskontrolle darstellt, kommt die Höchststimmklausel nämlich bei jeder Generalversammlung von neuem zur Anwendung.[635]

[635] Siehe zur Höchststimmklausel gemäss Art. 692 Abs. 2 OR vorne S. 111.

Nachträgliche Einführung und Abschaffung der Treuhändervinkulierung

I. Übersicht und Problematik

Die Vinkulierung stellt einen Einbruch in den Grundsatz der freien Übertragung von Aktien dar. Weil Aktionäre kein Recht haben, aus ihrer Aktionärsstellung auszutreten, kommt diesem Grundsatz im Aktienrecht eine hohe Bedeutung zu. Allfällige Ablehnungsgründe müssen deshalb für mögliche Erwerber transparent sein.[636] Die bestehenden Aktionäre werden durch hohe Hürden vor einer Einführung von bzw. vor einer Verschärfung der Vinkulierungsbestimmungen geschützt.[637]

Keine schutzwürdigen Interessen bestehen hingegen, wenn Namenaktien bereits bei der Gründung der Gesellschaft vinkuliert werden. Die Urstatuten müssen die Gründeraktionäre einstimmig festsetzen.[638] Jeder Gründungsaktionär hat somit der Vinkulierung der Namenaktien zuzustimmen. Auch die Interessen möglicher zukünftiger Erwerber bleiben gewahrt, da sie sich vor dem Erwerb der Aktien über die Vinkulierungsbestimmungen informieren und gestützt darauf entweder auf den Erwerb verzichten oder diese Information in den Kaufpreis einrechnen können.[639]

Problematisch wird es jedoch, wenn Namenaktien nachträglich vinkuliert bzw. bestehende Vinkulierungsbestimmungen nachträglich verschärft werden. Mit der Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung wird das Recht der Aktionäre auf freie Veräusserung beschränkt, was im Hinblick auf das fehlende Austrittsrecht bei Aktiengesellschaften einen erheblichen Eingriff in die Rechtsstellung der nicht

---

636 So bedürfen Vinkulierungsbestimmungen gemäss Art. 627 Ziff. 8 OR zu ihrer Gültigkeit der Aufnahme in die Statuten. Die Treuhändervinkulierung kann von einer Gesellschaft allerdings auch dann angerufen werden, wenn die Statuten keine entsprechende Bestimmung enthalten, sofern die Namenaktien statutarisch vinkuliert sind. Siehe dazu vorne S. 23 f. Zusätzlich hat der Handelsregistereintrag gemäss Art. 45 Abs. 1 lit. l HRegV einen Verweis auf die Vinkulierung und auf die nähere Umschreibung in den Statuten zu enthalten, falls die Aktien vinkuliert sind.

637 Siehe zu den formellen und materiellen Voraussetzungen der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung hinten S. 154.

638 Art. 629 Abs. 1 OR; KLÄY, 340; SCHENKER, BSK OR 629 N 6.

639 Siehe BIERI, Rz. 354.

zustimmenden Aktionäre darstellt.[640] Aus diesem Grund hat die Gesellschaft bei der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung sowohl formelle wie auch materielle Voraussetzungen zu erfüllen.

II. Formelle Voraussetzungen der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung

Gemäss Art. 627 Ziff. 8 OR bedürfen Vinkulierungsbestimmungen zu ihrer Gültigkeit der Aufnahme in die Statuten. Statutenänderungen stellen nach Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR eine unübertragbare Befugnis der Generalversammlung dar. Es liegt damit in den Händen der Generalversammlung – und nicht des Verwaltungsrates –, darüber zu bestimmen, ob eine Vinkulierungsbestimmung eingeführt bzw. die bestehenden Bestimmungen verschärft werden sollen.[641] Für solche Beschlüsse betreffend die Beschränkung der Übertragbarkeit der Aktien sieht das Gesetz in Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR sogar ein *qualifiziertes Quorum* vor.[642] Deshalb müssen Generalversammlungsbeschlüsse, die nachträglich eine Vinkulierungsbestimmung einführen, mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die absolute Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte auf sich vereinigen. Das Gleiche gilt für die nachträgliche Verschärfung der Vinkulierung.

III. Materielle Voraussetzungen der nachträglichen Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung

Die nachträgliche Einführung einer bzw. Verschärfung der Vinkulierung hat jedoch nicht nur formellen, sondern auch *materiellen Anforderungen* zu genügen.

---

640 Botschaft Aktienrecht 1983, 827; siehe auch HUGUENIN JACOBS, 102 ff. m.w.H.; KLÄY, 340 f.; VON DER CRONE, § 3 Rz. 60; ferner FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 6 ff.

641 Siehe Votum von Berichterstatter MORITZ LEUENBERGER, Amtl. Bull. NR (1990), 1365; Votum von Berichterstatter PASCAL COUCHEPIN, Amtl. Bull. NR (1990), 1365; Votum von VRENI SPOERRY, Amtl. Bull. NR (1990), 1381; siehe auch KLÄY, 327.

642 Vgl. BIERI, Rz. 357; BÖCKLI, § 6 Rz. 25; DUBS/TRUFFER, BSK OR 704 N 6; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 254; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 625; VON DER CRONE, § 3 Rz. 59.

Diese ergeben sich aus Art. 706 Abs. 2 Ziff. 1–3 OR.[643] Demnach hat die nachträgliche Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung insbesondere dem Sachlichkeits- und dem Gleichbehandlungsgebot sowie dem Grundsatz der schonenden Rechtsausübung zu genügen.[644] Zusätzlich ist das Rechtsmissbrauchsverbot zu beachten.

In Bezug auf die Treuhändervinkulierung gibt es dabei Folgendes zu beachten: Sind die Namenaktien einer Gesellschaft bereits vinkuliert, kann sie, auch ohne die Treuhändervinkulierung ausdrücklich in die Statuten aufzunehmen, vom Erwerber die Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, verlangen.[645] Dabei handelt es sich nicht um eine Verschärfung der Vinkulierungsbestimmungen, da die Möglichkeit der Treuhändervinkulierung auch ohne ausdrückliche Niederschrift in den Statuten besteht. Hat die Gesellschaft früher keine Offenlegungserklärung verlangt und ist eine solche neuerdings für die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* notwendig, liegt jedoch eine Änderung der Anwendungspraxis vor. Eine Gesellschaft kann ihre Anwendungspraxis allerdings nicht beliebig ändern. Bei der Anwendung der Vinkulierung ist sie an das Gleichbehandlungsgebot und das Rechtsmissbrauchsverbot gebunden.[646]

Eine *nachträgliche Einführung* der Treuhändervinkulierung liegt demnach nur dann vor, wenn die Namenaktien zuvor gar nicht vinkuliert waren und neu vinkuliert werden sollen. Eine *nachträgliche Verschärfung* der Treuhändervinkulierung ist dann gegeben, wenn das geltende Vinkulierungsregime Ausnahmen von der Treuhändervinkulierung vorsah, welche in einem späteren Zeitpunkt aufgehoben werden.

---

643 Verstösst der Generalversammlungsbeschluss gegen die zwingende gesetzliche Vinkulierungsordnung, steht es jedermann offen, die Nichtigkeit des Beschlusses gemäss Art. 706b Ziff. 1 und 3 OR geltend zu machen. Siehe KLÄY, 345; ZOBL, SZW 1994, 166 Fn. 37.

644 Vgl. BIERI, Rz. 358 ff. m.w.H.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 43 ff. und § 44 Rz. 255; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 625 f.; KLÄY, 344 f.; ROBERT MEIER, Rz. 5.60; VON DER CRONE, § 3 Rz. 60.

645 Siehe dazu vorne S. 23 f.

646 Siehe zur Gewährung von Ausnahmen vorne S. 129 ff.

IV. Rückwirkungsverbot

Nachträglich eingeführte Vinkulierungsbestimmungen wirken nur für die Zukunft.[647] Vinkulierungsbestimmungen, die nachträglich eingeführt bzw. verschärft werden, entfalten somit keine Rückwirkung.[648] Ist ein bestehender Aktionär einmal *mit Stimmrecht* eingetragen, kann er auch dann nicht an der Ausübung des Stimmrechts gehindert werden, wenn er trotz einer neu eingeführten Treuhändervinkulierung keine Offenlegungserklärung abgibt.

Anerkennungsgesuche von Erwerbern, auch wenn sie die Namenaktien nach dem Generalversammlungsbeschluss über die Verschärfung bzw. Einführung der Vinkulierung erworben haben, die bis und mit dem Tag der Publikation der Statutenänderung im Schweizerischen Handelsamtsblatt bei der Gesellschaft eingehen, müssen noch nach dem bisherigen Vinkulierungsregime beurteilt werden.[649] In BGE 84 II 34 entschied das Bundesgericht, dass Statutenänderungen sogar den Aktionären gegenüber erst mit der Eintragung im Handelsregister wirksam werden.[650] Das Bundesgericht führte jedoch aus, dass im Innenverhältnis bereits vor der Eintragung im Handelsregister eine gewisse Wirkung des Statutenänderungsbeschlusses eintritt, vorausgesetzt, die Statutenänderung wird nachträglich in das Handelsregister eingetragen.[651] Hinsichtlich der zeitlichen Wirkung wird bei Statutenänderung in der Literatur deshalb unterschieden zwischen Statutenänderungen mit *reiner Innenwirkung*[652] und solchen, die sowohl *Innen- als auch Aus-*

---

647 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 255a.

648 BGE 109 II 239 E. 3a (zum früheren Recht); BIERI, Rz. 363; BÖCKLI, § 6 Rz. 68; BOHRER, § 14 Rz. 22; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685d N 4; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 43 Rz. 47 und § 44 Rz. 255a; GERICKE/JENTSCH, SZW 2017, 626; KLÄY, 345 f.; ROBERT MEIER, Rz. 5.60; VON DER CRONE, § 3 Rz. 59.

649 Art. 647 OR und Art. 932 Abs. 2 OR. Bei diesen Erwerbern handelt es sich um «Dritte» i.S.v. Art. 932 Abs. 2 OR. Gl.M. BIERI, Rz. 364; vgl. auch SCHENKER, BSK OR 647 N 8; VOGT/BIERI/ZUBERBÜHLER, 40.

650 BGE 84 II 34 E. 3.

651 BGE 84 II 34 E. 3; siehe auch BGE 60 I 380 E. 3.

652 Zu den Statutenänderungen mit *reiner Innenwirkung* werden jene Beschlüsse gezählt, die *ausschliesslich die Rechtsstellung der Aktionäre oder die (interne) Organisation der Gesellschaft betreffen.* Diese Beschlüsse haben keine unmittelbaren Wirkungen auf die Rechtsstellung Dritter und können von diesen auch nicht in Anspruch genommen werden. Als Statutenänderung mit reiner Innenwirkung gelten beispielsweise die Anzahl, der Nennwert und die Art der Aktien (Art. 626 Ziff. 4 OR) und die Einberufung der Generalversammlung (Art. 626 Ziff. 5 OR). ZINDEL/WEBER/PHILIPPE,

senwirkung[653] haben.[654] Statutenänderungen mit *reiner Innenwirkung* entfalten ab der gültigen Beschlussfassung bereits vor ihrer Eintragung im Handelsregister Wirkung.[655] Der Zeitpunkt der Wirkung der Statutenänderung für bestehende Aktionäre hängt dementsprechend davon ab, ob die Einführung bzw. Verschärfung der Vinkulierung eine Statutenänderung mit *reiner Innenwirkung* darstellt oder ob ihr sowohl *Innen- wie auch Aussenwirkung* zukommt. In der Literatur besteht zu dieser Frage Uneinigkeit. Während ein Teil der Lehre die Beschränkung der Übertragbarkeit von Namenaktien (Art. 627 Ziff. 8 OR) als Tatbestand mit *reiner Innenwirkung* betrachtet,[656] geht ein anderer Teil der Lehre davon aus, dass die nachträgliche Einführung der Vinkulierung eine Statutenänderung mit *Aussenwirkung* darstellt, welche sich in erster Linie an Personen richtet, die noch gar nicht Aktionäre sind und sich über die Bedingungen des Aktienerwerbs informieren wollen.[657] Aus diesem Grund seien solche Statutenänderungen *intern unwirksam* bis zu der in dieser Hinsicht konstitutiven Eintragung ins Handelsregister.[658]

REPRAX 2008, 39; siehe auch BÖCKLI, § 1 Rz. 621; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 Rz. 13 Fn. 8.

653 Zu den Statutenänderungen, die sowohl Aussen- als auch Innenwirkung haben, zählen Beschlüsse, die sowohl Aktionäre als auch Dritte betreffen und aus welchen beide Gruppen Rechte ableiten können. Als Beispiel können Beschlüsse über die Sitzverlegung (Art. 626 Ziff. 1 OR) oder die Zweckänderung (Art. 626 Ziff. 2 OR) genannt werden. BÖCKLI, § 1 Rz. 619; ZINDEL/WEBER/PHILIPPE, REPRAX 2008, 40; siehe auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 Rz. 14; PLÜSS, OFK AG OR 647 N 5.

654 Siehe PLÜSS, OFK AG OR 647 N 5.

655 Dies gilt sowohl für anwesende als auch für abwesende Aktionäre. Siehe BÖCKLI, § 1 Rz. 616; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 9 Rz. 13; SCHENKER, BSK OR 647 N 9 m.w.H.; ZINDEL/WEBER/PHILIPPE, REPRAX 2008, 45 f.; vgl. auch VOGT/BIERI/ZUBERBÜHLER, 40 Fn. 161.

656 BIERI, Rz. 364 Fn. 696; ZINDEL/WEBER/PHILIPPE, REPRAX 2008, 39 und 45 f.

657 BÖCKLI, § 1 Rz. 619.

658 BÖCKLI, § 1 Rz. 619.

V. Nachträgliche Lockerung oder Abschaffung der Vinkulierung

Das Gesetz stellt keine besonderen Anforderungen an den Generalversammlungsbeschluss über die Lockerung oder Abschaffung der Vinkulierung.[659] Sehen die Statuten keine besondere Mehrheit vor, genügt nach Art. 703 OR die absolute Mehrheit der vertretenen Stimmen (einfaches Mehr).[660] Es steht der Gesellschaft allerdings offen, in ihren Statuten für die nachträgliche Lockerung oder Abschaffung der Vinkulierung ein qualifiziertes Mehrheitserfordernis vorzusehen.[661] Der einzelne Aktionär hat jedenfalls kein Recht auf Beibehaltung der statutarischen Vinkulierung.[662]

659 Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR regelt nur den Fall der *Beschränkung* der Übertragbarkeit von Namenaktien, nicht jedoch die Lockerung bzw. Aufhebung dieser Beschränkung.

660 KLÄY, 347; VON DER CRONE, § 3 Rz. 61.

661 Dabei ist allerdings Art. 704 Abs. 2 OR zu beachten.

662 Siehe KLÄY, 346.

2. Teil:
De lege ferenda

Geplante Revision der Treuhändervinkulierung

Bereits in der vom Bundesrat am 21. Dezember 2007 unterbreiteten Botschaft zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts war eine Erweiterung der Treuhändervinkulierung vorgesehen.[663] Die jedoch bloss zwei Monate später eingereichte eidgenössische Volksinitiative «gegen die Abzockerei» führte zu neuer gesetzgeberischer Arbeit und verschob die Revision des Aktienrechts auf einen späteren Zeitpunkt.[664] In der aktuell laufenden Aktienrechtsrevision wird die 2007 vorgeschlagene Änderung von Art. 685d Abs. 2 OR nun wieder aufgenommen und weiter ergänzt. Art. 685d Abs. 2 E-OR soll neu wie folgt lauten:

> *Die Gesellschaft kann einen* ***Erwerber zudem ablehnen,*** *wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat* ***und dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Sie kann die Eintragung nicht aus dem Grund verweigern, dass das Gesuch durch die Bank des Erwerbers gestellt wurde***.[665]

Zunächst wird die noch auf dem alten Recht beruhende Formulierung, wonach die Gesellschaft *die Eintragung im Aktienbuch* verweigern kann, angepasst. Neu spricht Art. 685d Abs. 2 E-OR von der *Ablehnung des Erwerbers*. Damit wird der Wortlaut an die übrigen Bestimmungen angepasst, die bereits im Rahmen der Aktienrechtsrevision 1991 bereinigt wurden.[666] Die Formulierung entspricht damit der herrschenden Ansicht, wonach der Eintragung im Aktienbuch keine konstitutive Wirkung zukommt. Auf diese Änderung wird im Folgenden nicht weiter eingegangen.

Ferner soll die Gesellschaft neu einen Erwerber auch dann ablehnen können, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht.

Schliesslich stellt der Entwurf klar, dass eine Gesellschaft die *Eintragung* nicht bloss deshalb verweigern kann, weil das Gesuch durch die Bank des Erwerbers gestellt wurde.[667]

---

663 Botschaft Aktienrecht 2007, 1615.

664 Siehe Botschaft Aktienrecht 2016, 401.

665 Entwurf Aktienrecht 2016, 704 (Hervorhebungen hinzugefügt).

666 Vgl. Art. 685d Abs. 1 OR.

667 Indem von der *Eintragung* gesprochen wird, wird auch Art. 685d Abs. 2 E-OR wieder die (falsche) Begrifflichkeit des geltenden Rechts verwenden.

Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien

I. Überblick

Mit der geplanten Änderung, d.h. mit der um die Erklärung, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht, erweiterten Offenlegungserklärung soll Art. 685d Abs. 2 E-OR gemäss Botschaft neu die *missbräuchliche* Verwendung der Effektenleihe *(securities lending)* und ähnlicher Rechtsgeschäfte zur Einflussnahme auf die Abstimmungen und Wahlen in der Generalversammlung reduzieren.[668]

Im Hinblick auf den Regelungszweck von Art. 685d Abs. 2 OR stellt sich die Frage, ob dieser durch die Änderung erweitert wird oder ob es sich lediglich um eine Klarstellung des bestehenden Zwecks durch den Gesetzgeber handelt. In der Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts vom 21. Dezember 2007 sprach der Bundesrat ausdrücklich von *einer Ausweitung der Vinkulierungsbestimmungen für kotierte Namenaktien*.[669] Die aktuelle Botschaft enthält allerdings keine entsprechende Aussage mehr. In der Literatur besteht Uneinigkeit. Während Teile der Lehre die geplante Anpassung von Art. 685d Abs. 2 OR – entgegen der früheren Botschaft – lediglich als Konkretisierung des geltenden Rechts sehen,[670] gehen andere Autoren von einer Erweiterung aus.[671]

---

668 Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

669 Botschaft Aktienrecht 2007, 1615.

670 BIERI, Rz. 531: «Mit der vorgeschlagenen Revision würde klargestellt, was bereits unter dem bisherigen Vinkulierungsrecht gelten muss, nämlich dass Gesellschaften Aktienerwerber, welche die Aktien nicht zu Eigentum erworben, sondern bloss vorübergehend geliehen haben und mithin nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien sind, gestützt auf eine Treuhänder-Vinkulierung ablehnen und als ‹Aktionär ohne Stimmrecht› im Aktienbuch eintragen können.» ISLER/HAAS, 224, wonach trotz dem Hinweis auf die «Ausweitung der Vinkulierungsbestimmungen für kotierte Aktien» genauso gut argumentiert werden könne*, dass der Gesetzgeber mit dieser Neuerung eine offene Rechtsfrage von wesentlicher praktischer Bedeutung klären möchte.* Siehe auch DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 282 ff., insb. 293, die gestützt auf eine objektiv-geltungszeitliche Auslegung bereits unter geltendem Recht der Ansicht sind, dass *securities lending*-Transaktionen von Art. 685d Abs. 2 OR erfasst sind; WATTER/HINSEN, 31 f.

671 BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73; BERTSCHINGER, SZW 2008, 220; BÜHLER, Regulierung, § 8 Rz. 679; MAIZAR, 329 f., 473 f. und 660; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 Rz. 416; RÜDLINGER, ST 2008, 21.

II. Vereinbarung über die Rücknahme oder Rückgabe entsprechender Aktien

Nach Art. 685d Abs. 2 E-OR kann die Gesellschaft einen Erwerber ablehnen, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Nachfolgend soll durch Auslegung untersucht werden, was unter einer *Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien* zu verstehen ist.

1. Das grammatikalische Element

Unter *Vereinbarung* kann sowohl eine schriftlich als auch mündlich oder in anderer Form gefasste Abmachung verstanden werden. Diese Abmachung muss die Rücknahme oder Rückgabe *entsprechender* Aktien zum Inhalt haben. Mit dieser Formulierung trägt der Gesetzgeber dem Umstand Rechnung, dass bei Beendigung der Aktienleihe nicht die gleichen, sondern gleichartige Aktien zurückerstattet werden müssen.[672] Zu beachten ist dabei, dass aufgrund von Art. 685a Abs. 1 OR nur Vereinbarungen erfasst sind, die Namenaktien zum Gegenstand haben.[673]

Der Duden definiert die *Rückgabe* als «das Zurückgeben von etwas» und die *Rücknahme* als «Zurücknehmen».[674] Der Sprachgebrauch deutet somit darauf hin, dass unter Vereinbarungen über die Rücknahme oder Rückgabe i.S.v. Art. 685d Abs. 2 E-OR Transaktionen zu verstehen sind, bei denen *zuerst* Aktien hingegeben bzw. genommen werden.[675] In diesem Sinne handelt es sich um zweistufige Transaktionen. Dieser Wortgebrauch wird durch das historische Element unterstützt.

---

672 Siehe BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73; BERTSCHINGER, SZW 2008, 219.

673 Inhaberaktien sind von den Vinkulierungsbestimmungen nicht erfasst.

674 Duden online, <www.duden.de> (zuletzt besucht am 03.03.2019).

675 Vgl. BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 75, wonach beispielsweise beim Erwerb einer Put-Option keine Vereinbarung auf Rückgabe oder Rücknahme im engeren Sinne bestehe, sofern der Put-Verkäufer nicht mit dem Aktienverkäufer identisch sei.

2. Das historische Element

Die historische Betrachtung zeigt, dass der Gesetzgeber bei der Ausarbeitung von Art. 685d Abs. 2 E-OR vorwiegend *securities lending*-Transaktionen und Repo-Geschäfte[676] im Sinn hatte.[677] Im Fokus des Gesetzgebers standen also zweistufige Vereinbarungen, bei denen dieselben Vertragsparteien Aktien in einem ersten Schritt von einer auf die andere Partei übertragen und in einem zweiten Schritt entsprechende Aktien wieder an die andere Partei zurückübertragen. Die Vereinbarungen, die der Gesetzgeber im Auge hatte, haben demnach gemein, dass sie zweistufig strukturiert sind: Hingabe und Rücknahme.

3. Das systematische Element

Systematisch betrachtet, steht Art. 685d Abs. 2 E-OR in einem Spannungsverhältnis zwischen zwei Grundsätzen des Aktienrechts. Einerseits stellt Art. 685d Abs. 2 E-OR – wie die gesamte Vinkulierungsordnung – einen Einbruch in den *Grundsatz der freien Übertragbarkeit* der Aktien dar. Aus diesem Grund ist bei der Auslegung von Vinkulierungsbestimmungen Zurückhaltung geboten. Andererseits bezweckt Art. 685d Abs. 2 E-OR, wie sogleich gezeigt wird, – im Unterschied zu den anderen Vinkulierungsbestimmungen – den *Grundsatz des Gleichlaufs von*

---

676 Bei einem *Repurchase Agreement* (auch als Repo-Geschäft bezeichnet) überträgt eine Vertragspartei (sog. *cash taker* bzw. Geldnehmer) Wertschriften gegen Geld auf die andere Partei (sog. *cash provider* bzw. Geldgeber) mit der gleichzeitigen Verpflichtung, dass zu einem späteren Zeitpunkt dieselbe Menge derselben Titel gegen denselben Geldbetrag zurückübertragen wird. Siehe dazu ausführlich hinten S. 259 ff.

677 Gemäss Botschaft Aktienrecht 2016, 532, will Art. 685d Abs. 2 OR die missbräuchliche Verwendung der *Effektenleihe und ähnlicher Rechtsgeschäfte* reduzieren. Die Gesellschaft soll deshalb die Zulassung einer Erwerberin oder eines Erwerbers von vinkulierten kotierten Namenaktien zur Ausübung des Stimmrechts verweigern können, wenn sie oder er nicht erklärt, dass die Aktien nicht im Rahmen eines *«Leihgeschäfts»* erworben wurden. Der Fokus des Gesetzgebers zeigt sich auch im Zusammenhang mit Art. 659a OR, wonach das Stimmrecht und die damit verbundenen Rechte eigener Aktien ruhen. Nach Art. 659a Abs. 2 E-OR ruhen das Stimmrecht und die damit verbundenen Rechte auch, wenn die Gesellschaft eigene Aktien überträgt und die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vereinbart. Damit soll klargestellt werden, dass das Stimmrecht auch dann ruht, wenn die eigenen Aktien im Rahmen einer Effektenleihe, eines Repo-Geschäfts oder eines ähnlichen Rechtsgeschäfts veräussert werden (Botschaft Aktienrecht 2016, 520). Siehe bereits Botschaft Aktienrecht 2007, 1614.

Herrschaft und Risiko durchzusetzen. Die systematische Auslegung lässt folglich keinen klaren Schluss bezüglich des Gehalts der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien zu.

4. Das teleologische Element

Wie bereits erwähnt, bezweckt Art. 685d Abs. 2 E-OR, die *missbräuchliche* Verwendung der Effektenleihe und ähnlicher Rechtsgeschäfte zur Einflussnahme auf die Abstimmungen und Wahlen in der Generalversammlung zu reduzieren.[678] Wann eine *missbräuchliche* Verwendung der Effektenleihe vorliegt, wird in der Botschaft allerdings nicht erläutert.

Die vom Gesetzgeber anvisierten Sachverhalte wie *securities lending*-Transaktionen und Repo-Geschäfte werden typischerweise nicht dazu verwendet, um Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft zu nehmen. Zweck solcher Rechtsgeschäfte ist normalerweise vielmehr die Erfüllung einer Lieferverpflichtung.[679] Nach Ansicht des Gesetzgebers werden die *securities lending*-Transaktion und das Repo-Geschäft problematisch, wenn sich der Erwerber ausnahmsweise dazu entscheidet, das Stimmrecht aus den «geliehenen» Aktien auszuüben. Die in der Botschaft erwähnten Rechtsgeschäfte zeichnen sich nämlich dadurch aus, dass der Erwerber zwar Eigentümer der Aktien und damit Träger der Aktionärsrechte wird, das wirtschaftliche Risiko an den Aktien aber bei der Gegenpartei verbleibt. Es kommt also zu einem Auseinanderfallen von Herrschaft und Risiko. Der Erwerber kann folglich abstimmen, ohne dass ihn negative Auswirkungen seines Verhaltens finanziell betreffen. Eine solche Ausgangslage kann den Erwerber dazu verleiten, gegen die Interessen der Gesellschaft zu stimmen. Der Gesetzgeber will es nun der Gesellschaft ermöglichen, gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR das Abstimmen ohne Tragung des wirtschaftlichen Risikos zu verhindern.[680]

---

678 Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

679 Im Normalfall kommt es deshalb gar nicht zu einem relevanten gesellschaftsrechtlichen Sachverhalt.

680 Siehe Stellungnahme der BZ Bank vom 19. Mai 2006, 3: «Es besteht der Verdacht, dass verschiedene Abstimmungs- und Wahlergebnisse bei Publikumsgesellschaften verfälscht sind, weil Personen mit Stimmrecht an der Generalversammlung teilnehmen, welche das mit den Aktien verknüpfte Risiko nicht tragen. Dies kann beispielsweise durch Securities Lending oder Repogeschäfte erfolgen. Aus ökonomischer Sicht entsprechen solche Transaktionen einem Stimmenkauf und sollten daher unterbunden werden.» Stellungnahme der CVP vom 24. Mai 2006, 4: «Schliesslich spricht sich die

5. Analyse aller Auslegungselemente

Nach dem Gesagten soll die Gesellschaft mit Art. 685d Abs. 2 E-OR Erwerber als Aktionäre *mit Stimmrecht* ablehnen können, die nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien sind. Trotz dieses weiten Zwecks ist der Wortlaut der Bestimmung enger ausgefallen. Demnach betrifft Art. 685d Abs. 2 E-OR nur Sachverhalte, bei denen eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt. Der Wortlaut impliziert also zweistufige Transaktionen, die eine Hingabe und eine Rücknahme von Aktien zum Gegenstand haben. Eine Anwendung von Art. 685d Abs. 2 E-OR über den Wortlaut hinaus ergibt sich auch nicht aus der historischen Betrachtung. Die Ausführungen in den Materialien beschränken sich auf die *securities lending*-Transaktion, das Repo-Geschäft und *ähnliche Rechtsgeschäfte*. Ähnlich sind Rechtsgeschäfte dann, wenn sie eine gleichartige Struktur wie die *securities lending*-Transaktion und das Repo-Geschäft haben. Diese Rechtsgeschäfte sind zweistufig und zeichnen sich gerade dadurch aus, dass eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt. Liegt keine entsprechende Vereinbarung vor, kann der Erwerber nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt werden, auch wenn er aufgrund der Ausgestaltung des Erwerbsgeschäfts die Aktien ohne das wirtschaftliche Risiko daran erworben hat oder wenn er das wirtschaftliche Risiko an den Aktien durch ein Rechtsgeschäft auf einen Dritten übertragen hat. Sodann reicht das blosse Vorliegen einer Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien für die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 E-OR nicht, wenn diese nicht dazu führt, dass der Erwerber nicht mehr Träger des wirtschaftlichen Risikos ist.[681] Eine Ablehnung

CVP Schweiz dafür aus, dass das lukrative Ausleihen von Aktienpaketen so ausgestalten werden muss, dass damit nicht das Stimmrecht in der Generalversammlung beeinflusst werden kann. Ausgeliehene Pakete haben rechtzeitig vor der Generalversammlung dem Eigentümer zurückgegeben zu werden.» Siehe auch Stellungnahme von Prof. BERTSCHINGER (Universität St. Gallen) vom 14. März 2015, 11, wonach es bei Art. 685d Abs. 2 E-OR darum geht, es den Gesellschaften zu ermöglichen, Personen von der Ausübung des Stimmrechts auszuschliessen, welche nicht das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko tragen. Siehe auch DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 294 f.; ISLER/HAAS, 226.

681 Geht beispielsweise der Erwerber zwar eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien ein, wird als Kaufpreis aber der Börsenpreis *zum Zeitpunkt der Rückgabe* vereinbart, trägt der Erwerber während der gesamten Dauer als Aktionär das wirtschaftliche Risiko. Er kann deshalb nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt werden.

gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR setzt also voraus, dass (i) eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt und (ii) der Erwerber gestützt auf die Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien ist.

Der neu geplante Ablehnungsgrund in Art. 685d Abs. 2 E-OR unterscheidet sich somit klar von der klassischen Treuhändervinkulierung. Art. 685d Abs. 2 E-OR erweitert die Vinkulierungsordnung um einen neuen Ablehnungsgrund.

III. Erfordernis einer statutarischen Grundlage

Damit die Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann, muss sie diesen Ablehnungsgrund – anders als bei der Treuhändervinkulierung, aber gleich wie bei einer Prozent- und Ausländervinkulierung – ausdrücklich in den Statuten erwähnen.

IV. Ablehnung bei Offenlegung der Tatsache, dass eine Vereinbarung besteht

Legt ein Erwerber im Rahmen des Anerkennungsgesuchs in der Offenlegungserklärung offen, dass eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht (und dass er entsprechend nicht mehr Träger des wirtschaftlichen Risikos an den einzutragenden Aktien ist), stellt sich die Frage, ob die Gesellschaft den Erwerber trotz Offenlegung als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann.[682]

Nach Art. 685d Abs. 2 E-OR kann die Gesellschaft einen Erwerber ablehnen, wenn dieser nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme entsprechender Aktien besteht. Gestützt auf den Wortlaut hat die

[682] Wie gesehen, kann bei der klassischen Treuhändervinkulierung ein Erwerber, welcher der Gesellschaft gegenüber offenlegt, dass nicht er, sondern ein Dritter letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt und er der Gesellschaft die Identität dieses Dritten bekannt gibt, nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt werden. Für die Erfüllung des Regelungszwecks von Art. 685d Abs. 2 OR genügt es, wenn der Erwerber die Stimmrechtsverhältnisse offenlegt. Siehe dazu vorne S. 81. Es ist zu untersuchen, ob dies auch beim neuen Ablehnungsgrund von Art. 685d Abs. 2 E-OR gilt.

Gesellschaft, sofern eine solche Vereinbarung vorliegt, die Möglichkeit, den Erwerber abzulehnen, auch wenn der Erwerber diese Tatsache offenlegt. Denn der Erwerber erklärt ja gerade nicht, dass *keine* solche Vereinbarung besteht. Auch die Botschaft spricht davon, dass die Gesellschaft die Zulassung eines Erwerbers zur Ausübung des Stimmrechts verweigern kann, wenn die Aktien im Rahmen eines «Leihgeschäfts» erworben wurden.[683] Sie besagt nicht, dass der Erwerber mit der Offenlegung dieses Geschäfts die Ablehnung vermeiden kann. Dass die Gesellschaft einen Erwerber trotz Offenlegung ablehnen kann, ergibt sich insbesondere auch aus teleologischen Überlegungen: Die geplante Änderung soll der Gesellschaft eben gerade die Möglichkeit geben, Erwerber, die aufgrund einer Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nicht das wirtschaftliche Risiko an den Aktien tragen, von der Willensbildung auszuschliessen. Um den Regelungszweck zu erfüllen, muss die Gesellschaft – anders als bei der klassischen Treuhändervinkulierung – den Erwerber somit trotz Offenlegung als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen können.

Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung kann die Gesellschaft einen Erwerber auch dann als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, wenn er ihr gegenüber offenlegt, dass eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Mit Blick auf die Folgen der Erklärung ist somit klar zwischen der Offenlegungserklärung und der Erklärung über die Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien zu unterscheiden.

V. Ausmass des Stimmrechtsausschlusses

Ersucht ein Aktionär, der Namenaktien sowohl «normal» an der Börse als auch im Rahmen einer *securities lending*-Transaktion oder eines Repo-Geschäfts erworben hat, um Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht,* stellt sich die Frage, ob die Ablehnungsmöglichkeit nach Art. 685d Abs. 2 E-OR *alle* sein Aktien erfasst. Dafür könnte sprechen, dass es in der Praxis oft nicht möglich sein wird, eine entsprechende Vereinbarung über die Rückgabe bzw. Rücknahme einer konkreten (einzutragenden) Aktie zuzuordnen. Jedoch ist es nicht Sinn von Art. 685d Abs. 2 E-OR, dass die Gesellschaft die Anerkennung bei allen Aktien eines Erwerbers verweigern kann, nur weil eine entsprechende Vereinbarung für gewisse Aktien

683 Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

besteht. Denn der Erwerber trägt das wirtschaftliche Risiko an den Aktien, für die keine entsprechende Vereinbarung besteht. Die Gesellschaft kann daher den Erwerber nur in jenem Umfang vom Stimmrecht ausschliessen, in dem Vereinbarungen über die Rücknahme oder Rückgabe entsprechender Aktien bestehen. Hat ein Erwerber beispielsweise 100 Aktien erworben und besteht eine Vereinbarung zur Rückgabe von 10 Aktien, kann ihm die Gesellschaft die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* nur für 10 Aktien verweigern. Für die übrigen 90 Aktien ist er als Aktionär *mit Stimmrecht* einzutragen.

VI. Gewährung von Ausnahmen von Art. 685d Abs. 2 E-OR

1. Zulässigkeit der Ausnahmegewährung

Die Gewährung von Ausnahmen richtet sich grundsätzlich auch beim neuen Ablehnungsgrund von Art. 685d Abs. 2 E-OR nach denselben Regeln wie bei der klassischen Treuhändervinkulierung.[684] Dies bedeutet, dass die Gewährung einer Ausnahme von Art. 685d Abs. 2 E-OR dann zulässig ist, wenn sie dessen Zweck nicht zuwiderläuft, im Interesse der Gesellschaft sachlich gerechtfertigt ist und auf einer konstanten und willkürfreien Praxis beruht. Mit dem in Art. 685d Abs. 2 E-OR geplanten neuen Ablehnungsgrund soll die Gesellschaft Erwerber, die aufgrund einer Vereinbarung über die Rückgabe entsprechender Aktien das wirtschaftliche Risiko an den einzutragenden Aktien nicht tragen, von der Willensbildung in der Gesellschaft ausschliessen können. Entsprechend steht grundsätzlich jede Ausnahmegewährung in einem Spannungsverhältnis zum Regelungszweck. Aus diesem Grund sind Ausnahmen nur in einem sehr begrenzten Rahmen erlaubt.

2. Erfordernis einer statutarischen Ausnahmeregelung

Die Möglichkeit der Ausnahmegewährung durch den Verwaltungsrat muss allerdings ausdrücklich in den Statuten vorgesehen werden.[685] Reine Kann-Formulierungen wie «die Gesellschaft kann einen Erwerber ablehnen» genügen nicht. Die Statuten müssen vielmehr ausdrücklich darauf hinweisen, dass die Gesellschaft

684 Siehe zur Ausnahmegewährung bei der Treuhändervinkulierung vorne S. 129 ff.

685 Siehe dazu vorne S. 136 ff.

Ausnahmen vorsehen kann. Zusätzlich müssen die Kriterien, welche bei der Beurteilung der Ausnahmegewährung angewendet werden, in den Statuten möglichst detailliert beschrieben werden.

Im Unterschied zur Treuhändervinkulierung, bei welcher die Ausnahmen abschliessend in den Statuten genannt werden müssen, muss beim neuen Ablehnungsgrund aufgrund der schwierig abschätzbaren Sachverhalte eine *möglichst detaillierte Auflistung* der Beurteilungskriterien genügen. Dem Verwaltungsrat kommt bei der Entscheidung über eine Ausnahmegewährung deshalb – anders als bei der Treuhändervinkulierung, bei welcher bloss eine *Nominee*-Ausnahme vorgesehen werden kann, welche in den Statuten abschliessend geregelt werden muss – ein Ermessensspielraum zu. Dies hat Folgen für die zu Unrecht erfolgte Anerkennung. Beruft sich der Verwaltungsrat zu Unrecht auf eine entsprechende Ausnahmeklausel in den Statuten, ist die erfolgte Anerkennung – im Unterschied zur ungerechtfertigten Anerkennung im Falle der Treuhändervinkulierung[686] – grundsätzlich nicht nichtig. Sehen die Statuten die Möglichkeit der Ausnahmegewährung vor, handelt es sich um einen Ermessensentscheid des Verwaltungsrates, weshalb der zu Unrecht anerkannte Erwerber in eine geschützte Rechtsposition eintritt, welche ihm im Nachhinein nicht mehr entzogen werden kann.[687]

VII. Sanktionen bei falschen Angaben in der abgegebenen Erklärung

1. Keine neue aktienrechtliche Sanktion

Anerkennt die Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf falsche Angaben im Anerkennungsgesuch als Aktionär *mit Stimmrecht,* kann sie die Anerkennung auch *de lege ferenda* gemäss Art. 686a OR rückgängig machen und den Erwerber in die Rubrik *ohne Stimmrecht* verweisen.[688] Der Gesetzgeber verzichtet im Rahmen der Revision aber ausdrücklich auf die Einführung einer neuen *aktienrechtlichen*

686 Siehe zur ungerechtfertigten Anerkennung ohne Ermessen des Verwaltungsrats vorne S. 94 ff.

687 Siehe zur widerrechtlichen Anerkennung bei einem Ermessensentscheid vorne S. 103 f.

688 Siehe zur Streichung aus dem Aktienbuch gemäss Art. 686a OR vorne S. 141 ff.

Sanktion für die Abgabe einer wahrheitswidrigen Erklärung durch den Erwerber.[689]

2. Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses wegen unbefugter Teilnahme

2.1 Fragestellung

Erklärt ein Erwerber, der die Aktien im Rahmen einer *securities lending*-Transaktion erworben hat, wahrheitswidrig, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht, und wird er folglich als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, stellt sich die Frage, ob der Generalversammlungsbeschluss, bei welchem dieser Erwerber mitgewirkt hat, gemäss Art. 691 Abs. 3 OR anfechtbar ist.

2.2 Botschaft 2007

Die Botschaft 2007 hielt ausdrücklich fest, dass ein Generalversammlungsbeschluss, bei dem ein Aktionär, der die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* unter Vorspiegelung falscher Tatsachen erschlichen und mit diesen Aktien an einer Generalversammlung abgestimmt hat, als gültig gefasst gilt.[690] Eine Anfechtung gestützt auf Art. 691 Abs. 3 OR wäre demnach ausgeschlossen.[691] Begründet wurde dies damit, dass die Gesellschaft –anders als bei der Ausübung der Stimmen aus «ausgeliehenen» *eigenen* Aktien, bei welchen eine Anfechtung gemäss Art. 691 Abs. 3 OR möglich ist[692] – keine Mitverantwortung für das missbräuchliche Verhalten des Erwerbers habe.[693]

---

689 Botschaft Aktienrecht 2016, 532. Strafrechtliche Sanktionen bleiben auch *de lege ferenda* möglich. Siehe dazu vorne S. 104 ff.

690 Botschaft Aktienrecht 2007, 1665.

691 Siehe BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 74; BERTSCHINGER, SZW 2008, 220.

692 Art. 659a Abs. 3 E-OR.

693 Botschaft Aktienrecht 2007, 1665. Diese Begründung wurde allerdings nicht in die Botschaft Aktienrecht 2016 übernommen (vgl. Botschaft Aktienrecht 2016, 532).

2.3 Stellungnahme

Dieser Ansicht kann nicht gefolgt werden. Die Bestimmungen über die unbefugte Teilnahme setzen keine Mitverantwortung der Gesellschaft voraus.[694] Verlangt wird vielmehr nur, dass eine Person unbefugt an einer Generalversammlung teilnimmt.[695] Der Erwerber, der die Aktien im Rahmen einer *securities lending*-Transaktion erworben hat und wahrheitswidrig erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht, und in der Folge an einer Generalversammlung teilnimmt, nimmt unzulässigerweise an dieser Generalversammlung teil.[696] An dieser Generalversammlung gefasste Beschlüsse sind folglich gemäss Art. 691 OR anfechtbar, sofern die Gesellschaft nicht nachweisen kann, dass die Mitwirkung keinen Einfluss auf die Beschlussfassung ausgeübt hat.[697]

694 Siehe SCHOTT, 190; siehe auch VON SALIS, 482.

695 Art. 691 Abs. 3 OR; LÄNZLINGER, BSK OR 691 N 3.

696 Anders wäre der Fall allerdings zu beurteilen, wenn der Verwaltungsrat zu einem späteren Zeitpunkt von der Wahrheitswidrigkeit der gemachten Angaben erfährt und die Anerkennung nicht gestützt auf Art. 686a OR rückgängig macht. Aberkennt der Verwaltungsrat dem Erwerber nicht innerhalb eines Jahres seit Kenntnis der falschen Angaben die Eigenschaft als Aktionär *mit Stimmrecht,* verwirkt er seine Möglichkeit, den Anerkennungsentscheid rückgängig zu machen. Siehe dazu vorne S. 143 f.

697 Gl.M. BIERI, Rz. 531 Fn. 961; vgl. auch SCHOTT, 190. *De lege lata* ist die Situation allerdings anders zu beurteilen. Da der Aktienborger im Normalfall letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, kann er die nach Art. 685d Abs. 2 OR verlangte Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, ohne Weiteres abgeben, weshalb er rechtmässig an der Generalversammlung teilnehmen kann.

Einreichung des Gesuchs durch die Bank des Erwerbers

Zusätzlich zum neuen Ablehnungsgrund hält Art. 685d Abs. 2 Satz 2 E-OR neu fest, dass die Gesellschaft die Eintragung nicht aus dem Grund verweigern darf, dass das Gesuch durch die Bank des Erwerbers gestellt wurde.[698] Die Gesellschaft darf den Erwerber also nicht bloss deshalb ablehnen, weil die in- oder ausländische Bank des Erwerbers das Gesuch für diesen einreicht. Gemäss der Botschaft soll damit gewährleistet werden, dass der Erwerber auf Dienstleistungen der Bank zurückgreifen kann, ohne dass er dadurch Gefahr läuft, als Aktionär *mit Stimmrecht* abgelehnt zu werden.[699]

Es ist nicht ersichtlich, wieso der Gesetzgeber diesen zweiten Satz neu anfügen will. Auch ohne diesen Zusatz ist klar, dass die Tatsache, wer das Gesuch für den Erwerber einreicht, für die Beurteilung des Gesuchs nicht relevant ist. Bereits *de lege lata* wird die grosse Mehrheit der Eintragungsgesuche durch die Depotbank des Erwerbers eingereicht. Dies verursacht in der Praxis – soweit ersichtlich – keine Probleme.[700] Das geltende Recht regelt die möglichen Ablehnungsgründe für börsenkotierte Namenaktien abschliessend. Die Einreichung des Gesuchs durch die Bank des Erwerbers stellt dabei keinen zulässigen Ablehnungsgrund dar.[701] Eine entsprechende Ablehnung wäre damit unbestrittenermassen unzulässig.

Anstatt vermeintliche Unsicherheiten zu beseitigen, werden durch Art. 685d Abs. 2 Satz 2 OR vielmehr neue geschaffen.[702] Auf diese Bestimmung sollte daher verzichtet werden.

---

698 Entwurf Aktienrecht 2016, 704.

699 Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

700 Siehe Stellungnahme von Bär & Karrer vom 16. März 2015, 33.

701 Auch Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR, wonach die Rechte aus börsenkotierten Namenaktien, die ausserbörslich erworben wurden, auf den Erwerber übergehen, sobald *dieser* bei der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär einreicht, will nicht Gesuche ausschliessen, die nicht vom Erwerber eingereicht werden. Gemeint ist vielmehr, dass das Gesuch durch den Erwerber und nicht durch den Veräusserer veranlasst werden muss.

702 In der Vernehmlassung wurde beispielsweise vorgebracht, dass die geplante Ergänzung *Nominees* generell von der Vinkulierung ausnehmen könnte. Siehe Stellungnahme von Homburger vom 15. März 2015, 49.

Würdigung

I. Übersicht

1. Rechtsunsicherheit

Mit der Aufnahme der komplexen Materie der Finanzinstrumente in den Regelungsbereich von Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR erhält das Aktienrecht einen weiteren finanzmarktrechtlichen Aspekt.[703] Anstatt zur Klärung des bereits unter geltendem Recht umstrittenen Anwendungsbereich von Art. 685d Abs. 2 OR beizutragen, wirft die geplante Erweiterung neue Fragen auf. Mit der Einführung von Art. 685d Abs. 2 E-OR geht damit eine gewisse Rechtsunsicherheit einher.

2. Verortung

Es stellt sich die Frage, ob die Vinkulierungsbestimmungen der richtige Ort für die Regelung des Abstimmens ohne Tragung des wirtschaftlichen Risikos (sog. *empty voting*) sind.[704] Zum einen erfasst die Vinkulierung bloss Namenaktien, weshalb Inhaberaktien von der Regelung nicht betroffen sind.[705] Die der neuen Regelung zugrunde liegenden Probleme stellen sich auch bei Inhaberaktien. Zum anderen ist die Regelung des neuen Ablehnungsgrundes gemeinsam mit der Treuhändervinkulierung nicht unproblematisch.[706] Im Gegensatz zum neuen Ablehnungsgrund, welcher auf die Tragung des wirtschaftlichen Risikos abstützt, stellt die Treuhändervinkulierung einzig auf die Verfügungsmacht über das Stimmrecht ab.[707] In der gleichen Norm werden folglich zwei klar auseinanderzuhaltende Sachverhalte behandelt. Diese sind auch im Hinblick auf die Folgen der

---

703 BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 75.

704 Siehe auch MAIZAR, 661, wonach das Problem der Entkoppelung des wirtschaftlichen Risikos vom Stimmrecht nicht primär auf der Ebene der (Treuhänder-)Vinkulierung, sondern vielmehr auf der Ebene der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht adressiert werden sollte.

705 Dabei ist zu beachten, dass die Entscheidung, welche Aktienart ausgegeben wird, bei der Gesellschaft liegt.

706 Stellungnahme von Homburger vom 15. März 2015, 48 f., wonach der Ablehnungsgrund des Leihgeschäfts in einen neuen Absatz auszulagern sei.

707 Siehe dazu vorne S. 46 ff.

abgegebenen Erklärung zu unterscheiden: Bei der klassischen Treuhändervinkulierung genügt die Offenlegung der tatsächlichen Verhältnisse, um in die Rubrik *mit Stimmrecht* eingetragen zu werden.[708] Beim neuen Ablehnungsgrund hingegen führt die Erklärung, dass eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht, zur Ablehnung als Aktionär *mit Stimmrecht.*

3. Eingriff in die Verfügungsfreiheit des Aktionärs

Die geplante Erweiterung von Art. 685d Abs. 2 E-OR stellt schliesslich einen Eingriff in die Verfügungsfreiheit des Aktionärs dar. Da der Aktionär keiner Treuepflicht unterstellt ist, steht es ihm frei, über die Ausübung des Stimmrechts zu verfügen. Er hat auch das Recht, den Ertrag seiner Kapitalbeteiligung durch die Ausleihe seiner Aktien und der damit zusammenhängenden Stimmrechte zu steigern. Verweigert nun die Gesellschaft gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR die Anerkennung des Aktienborgers, beschränkt sie damit auch die Verfügungsfreiheit des Aktionärs. Solange keine Umgehung vorliegt, sollte es dem Aktionär überlassen werden, wie er mit seinen Aktien verfahren will.

II. Grundlegendes Revisionspotential

Anstatt punktuell die Tragung des wirtschaftlichen Risikos zum Zeitpunkt des Aktienerwerbs zu erfassen, sollte sich die Revision vielmehr auf die grundlegenden Mängel der Vinkulierungskonzeption konzentrieren. Die geltende Vinkulierungskonzeption knüpft an die *Übertragung* der Aktien an. Dies ändert sich auch mit der geplanten Erweiterung nicht. Solange kein Umgehungstatbestand vorliegt, führen Veränderungen, die *nach* der Anerkennung stattfinden, nicht zu einer Veränderung der Aktionärsstellung. Sollen die Gesellschaften die mit der Vinkulierungsordnung verfolgten Zwecke aber effizient umsetzen können, muss ihnen die Möglichkeit gegeben werden, auch auf nachträgliche Veränderungen zu reagieren. Die Vinkulierungsordnung sollte deshalb «dynamisch» ausgestaltet sein; mithin

[708] Legt der Erwerber offen, dass nicht er, sondern ein Dritter über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, und liegt kein anderer Ablehnungsgrund vor, hat die Gesellschaft die entsprechenden Aktien in die Rubrik *mit Stimmrecht* einzutragen.

sollte die Vinkulierung auf nachträgliche Veränderungen anwendbar sein.[709] Im Hinblick auf eine effiziente Durchsetzung der Vinkulierungsbestimmungen wäre es deshalb sinnvoll, eine gesetzliche Pflicht des Aktionärs vorzusehen, die Gesellschaft über Änderungen, die für die Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen relevant sind, zu informieren, und der Gesellschaft das Recht einzuräumen, die Vinkulierung auch unabhängig von einem Erwerb anzuwenden.[710]

Die vorgeschlagene Informationspflicht hätte einen Mehraufwand für den Aktionär zur Folge. Im Hinblick auf die Durchsetzung der Vinkulierung erscheint der Mehraufwand allerdings gerechtfertigt. Im Gegenzug könnte der Gesetzgeber die Vinkulierung auf ein Minimum – d.h. auf die bestehenden Ablehnungsgründe – beschränken und auf die Einführung von Art. 685d Abs. 2 E-OR verzichten.

709 Das KGer Zug geht bereits unter geltendem Recht von einer solchen «dynamischen» Ausgestaltung aus. Siehe Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 4 ff.

710 Siehe DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 291, die es bereits unter geltendem Recht als zulässig erachten, eine solche Pflicht statutarisch einzuführen.

3. Teil:
Ausgewählte Sachverhalte und deren Beurteilung unter Art. 685d Abs. 2 (E-)OR

Nachdem im 1. Teil die Grundlagen von Art. 685d Abs. 2 OR beleuchtet und im 2. Teil die geplante Revision der Treuhändervinkulierung untersucht wurden, befasst sich der 3. Teil mit der Anwendung von Art. 685d Abs. 2 (E-)OR auf ausgewählte Sachverhalte. Zunächst werden der verdeckte und der offene fiduziarische Aktienerwerb untersucht. Anschliessend wird der Aktienerwerb mit gleichzeitiger Stimmbindung angeschaut. Sodann folgt eine Betrachtung des Aktienerwerbs durch juristische Personen. Die darauffolgenden Abschnitte sind dem Trust und dem Stimmrechtsberater gewidmet. Zum Schluss wird die Anwendung der Treuhändervinkulierung auf Finanzinstrumente und Derivate erläutert.

Fiduziarischer Aktienerwerb

Aktien werden häufig nicht direkt erworben. Eine mögliche Alternative ist der fiduziarische Erwerb. Werden Aktien fiduziarisch erworben, tritt gegenüber der Gesellschaft grundsätzlich lediglich der Fiduziar auf, während der Fiduziant im Verborgenen bleibt. Nachfolgend wird untersucht, wie die Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR auf den fiduziarischen Aktienerwerb anzuwenden ist.

I. Der Treuhänder

1. Übersicht

1.1 Begriff

Das Wesen der Treuhand[711] liegt darin, dass der Treugeber (Fiduziant) dem Treuhänder (Fiduziar) das Treugut – d.h. Sachen, Rechte oder Forderungen – zu Eigentum überträgt und dieser sich vertraglich dazu verpflichtet, nach den Weisungen des Treugebers über das Treugut zu verfügen.[712] Der Treuhänder wird somit Eigentümer bzw. eigenständiger Rechtsträger des Treuguts und tritt gegen aussen als in vollem Umfang dinglich Berechtigter auf. Der Treuhänder tritt nicht nur als in vollem Umfang dinglich Berechtigter auf, er ist es auch.[713] Im Unterschied zu einem normalen Kauf bzw. Verkauf von Aktien geht es bei der Übertragung von Aktien im Rahmen eines fiduziarischen Rechtsgeschäfts somit nicht um einen

---

711 Der Begriff der «Treuhand» wird im allgemeinen Sprachgebrauch für verschiedene Formen der Wahrnehmung einer Vertrauensfunktion verwendet. So wird als Treuhänder betrachtet, wer in irgendwelcher Form die Betreuung fremden Gutes oder fremder Interessen übernimmt. Bei diesem Begriffsverständnis dient die Treuhand als Sammelbegriff für sehr unterschiedliche Tätigkeiten und Sachverhalte, wie der Vertretung nach aussen, aber auch der bloss internen Beratung und Nachprüfung. In Abgrenzung zu diesem weiten Begriffsverständnis des allgemeinen Sprachgebrauchs wird der Begriff der Treuhand – als Synonym zu Fiduzia – vorliegend verwendet, um das fiduziarische Rechtsgeschäft zu beschreiben. Siehe BGE 72 I 125 E. 1; FELLMANN, BK OR 394 N 58; GUBLER, ZSR 1954, 217a ff.; HATEBUR, 7.

712 BGE 71 II 99 E. 2; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1657; GEHRER CORDEY/GIGER, CHK OR 394 N 12; GUBLER, ZSR 1954, 229a; JÄGGI/GAUCH/HARTMANN, ZK OR 18 N 190; SEILER, Rz. 123; SUTTER/FACINCANI, 237; WÄLLI, 8; WATTER, ZSR 1995, 187.

713 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 181 f.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 36.

Güteraustausch oder eine Substanzmehrung beim Treuhänder, sondern vielmehr darum, dem Treuhänder eine Stellung einzuräumen, die es ihm ermöglicht, die Aktien im vereinbarten Sinne, d.h. im Interesse eines anderen, zu halten und zu verwalten.[714]

1.2 Funktionen der Treuhand

Der fiduziarische Aktienerwerb kann unterschiedliche Beweggründe haben. Der fiduziarischen Aktionärsstellung kann beispielsweise eine *Vereinfachungsfunktion* zukommen. Die Treuhand schafft klare Rechtsverhältnisse und vereinfacht die Abwicklung von Geschäften im Interesse und auf Rechnung eines anderen.[715] Der Treuhänder benötigt zur Ausübung der Mitgliedschaftsrechte beispielsweise keine schriftliche Vollmacht des Treugebers.[716] Der fiduziarische Aktienerwerb kann sodann auch eine *Kredit- und Sicherungsfunktion* übernehmen.[717]

Die fiduziarische Aktionärsstellung kann aber vom Treugeber auch dazu verwendet werden, um sich vor der Gesellschaft oder vor der Öffentlichkeit zu verbergen *(Verbergungsfunktion)*.[718] Als besondere – negative – Ausprägung dieser Verbergungsfunktion kann die fiduziarische Aktionärsstellung auch für die Umgehung von Gesetzen, Verträgen oder eben gerade auch Statutenbestimmungen genutzt werden *(Umgehungsfunktion)*.[719] Es ist diese verpönte Verwendungsart, die dazu

---

714 WATTER, ZSR 1995, 187.

715 Als dinglich Berechtigter hat der Treuhänder volle Verfügungsmacht über das Treugut, er muss seine Verfügungsfähigkeit demnach nicht von einer anderen Person ableiten. Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 179 und 185; HATEBUR, 27; RÜEDE-BUGNION, 46.

716 Vgl. Art. 689a Abs. 1 OR.

717 Aktien können beispielsweise im Rahmen einer Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession übertragen werden. Siehe dazu hinten S. 184 ff.

718 Das Interesse des Treugebers, im Verborgenen zu bleiben, kann durchaus legitim sein. So führt das Bundesgericht beispielsweise in BGE 54 II 429 aus, dass die Verwendung einer Mittelsperson auch aus achtenswerten Gründen erfolgen könne und häufig sogar «ein gebotener Schutz gegen neugierige Nachspürungen und feindselige Übergriffe» sei (E. 3). In diesem Sinne kann eine unerfahrene Person, welche eine grössere Beteiligung an einer Gesellschaft hält, ein Interesse daran haben, sich gegenüber der Gesellschaft durch einen fiduziarischen Aktionär mit mehr Geschäftserfahrung vertreten zu lassen, um nicht von anderen Marktteilnehmern übervorteilt zu werden bzw. um Fragen nach der benötigten Kompetenz aus dem Wege zu gehen. Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 179; GUBLER, ZSR 1954, 235a.

719 GUBLER, ZSR 1954, 236a f.; STAEHELIN, 23 f.; WÄLLI, 13 f.

geführt hat, dass dem fiduziarischen Rechtsgeschäft bisweilen ein zweifelhafter Ruf anhaftet.[720] Ein Treugeber kann beispielsweise versucht sein, mithilfe eines fiduziarisch tätigen Erwerbers eine statutarische Bestimmung – wie die Prozentvinkulierung – zu umgehen:[721] Hält der Treugeber bereits eine grössere Beteiligung und kann er seine Stimmmacht aufgrund einer Prozentvinkulierung nicht durch Zukauf weiterer Aktien erhöhen, kann er seinen Einfluss auf die Gesellschaft mithilfe eines Treuhänders weiter ausbauen. Dieser Verwendungszweck des fiduziarischen Aktienerwerbs war der Grund für die Einführung der Art. 685d Abs. 2 und Art. 685b Abs. 3 OR.

1.3 Rechtliche Qualifikation

a. Treuhandvertrag (pactum fiduciae)

Das fiduziarische Rechtsgeschäft setzt sich notwendigerweise aus zwei Elementen zusammen: zum einen aus dem nach aussen in Erscheinung tretenden vollen Rechtsübergang, zum anderen aus der für das Innenverhältnis getroffenen Einschränkung der Verfügungsmacht des Treuhänders.[722] Dabei ist zu beachten, dass der Verfügungsbeschränkung des Treuhänders, die sich aus dem Treuhandvertrag ergibt, bloss obligatorische Wirkung zukommt. Die Stellung des Treuhänders zeichnet sich folglich dadurch aus, dass er als dinglich Vollberechtigter mehr kann, als er gemäss Treuhandvertrag darf.[723] Dies zeigt sich darin, dass der Treuhänder das Treugut – trotz der entgegenstehenden obligatorischen Verpflichtung – rechtsgültig veräussern kann.[724] Man spricht dabei von einer sog. *überschiessenden Rechtsmacht.*[725]

---

720 Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 185; GUBLER, ZSR 1954, 236a; WÄLLI, 14; WATTER, ZSR 1995, 205.

721 Vgl. BGE 71 II 277; BGE 72 II 275.

722 BGE 71 II 99 E. 2; siehe auch BERTSCHINGER, AJP 1993, 1440; HATEBUR, 16; JÄGGI/GAUCH/HARTMANN, ZK OR 18 N 192 ff.; NICKEL-SCHWEIZER, 9; SEILER, Rz. 123; STAEHELIN, 26; WEBER, BSK OR 394 N 12.

723 BGE 119 II 326 E. 2b; SEILER, Rz. 140; WEBER, BSK OR 394 N 13.

724 Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 183; STAEHELIN, 28.

725 BGE 71 II 167 E. 1; BGE 119 II 326 E. 2b; BERTSCHINGER, AJP 1993, 1440; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 182 f.; SEILER, Rz. 140; WÄLLI, 12 und 39 f.; WATTER, ZSR 1995, 187 f.; WEBER, BSK OR 394 N 13.

b. Verwaltungstreuhand und Sicherungstreuhand

Treuhandgeschäfte – und damit der fiduziarische Aktienerwerb – lassen sich, je nachdem, ob der Treuhänder ein Eigeninteresse hat, grob in zwei Fallgruppen unterteilen.

aa. Verwaltungstreuhand

Bei der Verwaltungstreuhand *(fiducia cum amico)*, die auch als *uneigennützige* Treuhand bezeichnet wird, erfolgt der Rechtserwerb bzw. die Rechtsausübung durch den Treuhänder im Interesse des Treugebers.[726] Auch wenn die rechtliche Qualifikation im Einzelnen umstritten ist, sprechen sich das Bundesgericht und die herrschende Lehre für die – direkte oder analoge – Anwendung der Regeln des Auftragsrechts (Art. 394 ff. OR) aus.[727] Der Treuhänder hat im Fall eines Treuhandvertrags betreffend Aktien diese Aktien folglich im Interesse und gemäss den Weisungen des Treugebers – oder eines Dritten – zu halten und zu verwalten.[728] Eine andere Abrede vorbehalten, hat er das Stimmrecht gemäss Art. 397 f. OR nach den Instruktionen und im Interesse des Treugebers auszuüben.[729]

bb. Sicherungstreuhand

Beim fiduziarischen Sicherungsgeschäft *(fiducia cum creditore)* übereignet der Treugeber dem Treuhänder zur dinglichen Sicherstellung einer Forderung Werte,

---

726 BGE 106 Ib 145 E. 3; Siehe RÜEDE-BUGNION, 51; WATTER, ZSR 1995, 189; WIEGAND, BSK OR 18 N 147; WIEGAND, 332; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1355.

727 BGE 94 II 263; BGE 99 II 393 E. 6; BGE 115 II 468 E. 2b, wonach es sich erübrige, «zwischen dem fiduziarischen Verpflichtungsgeschäft und dem Auftrag, Rechtsgeschäfte für den Auftraggeber in indirekter Stellvertretung zu besorgen, zu unterscheiden»; BGE 117 II 429 E. 3a; BERTSCHINGER, AJP 1993, 1440 f.; BERTSCHINGER, AJP 1995, 428; BLOCH, 118 f.; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 182; FELLMANN, BK OR 394 N 56 ff.; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1657; GAUTSCHI, Auftrag, 120 ff.; GAUTSCHI, SJZ 1958, 268 ff.; GAUTSCHI, SJZ 1976, 317 f.; HATEBUR, 17 f.; MÜHL/PETEREIT, in: Hadding/Schneider, Rz. 501; SEILER, Rz. 124 und 132; WATTER, ZSR 1995, 189 f., welcher im Treuhandvertrag im Sinne der Verwaltungstreuhand einen Vertrag *sui generis* sieht, auf den grösstenteils Auftragsrecht anwendbar sei; WEBER, BSK OR 394 N 11 f.

728 Siehe SEILER, Rz. 123 f.; WATTER, ZSR 1995, 187 und 190; vgl. ferner GOTSCHEV, Rz. 346; GUBLER, ZSR 1954, 229a; METTIER, 110.

729 SCHENKER, Beteiligungen, 29.

wie beispielsweise bewegliche Sachen oder Wertpapiere.[730] Die Sicherungstreuhand bildet einen Nebenbestandteil einer umfassenderen Rechtsbeziehung (z.B. eines Darlehens).[731] Da die Übertragung des Treuguts, z.B. der Aktien, bei der Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession überwiegend den Interessen des Gläubigers, d.h. des Treuhänders, dient, wird sie auch als *eigennützige* Treuhand bezeichnet.[732] Im Unterschied zur Verwaltungstreuhand erledigt der Treuhänder bei der Sicherungstreuhand typischerweise weder Geschäfte noch Dienste im Interesse des Treugebers.[733] Aus diesem Grund handelt es sich bei der Sicherungsübereignung grundsätzlich nicht um einen Auftrag oder ein auftragsähnliches Geschäft.[734] Aufgrund des gleichgerichteten Sicherungscharakters sind die pfandrechtlichen Vorschriften auf die Sicherungstreuhand analog anwendbar, sofern dem nicht die dingliche Vollrechtsstellung des Treuhänders entgegensteht.[735]

Da der Treuhänder im Fall eines Treuhandvertrags betreffend Aktien im Aussenverhältnis die Stellung eines Aktionärs einnimmt, ist Art. 905 ZGB, wonach verpfändete Aktien in der Generalversammlung durch die Aktionäre und nicht durch die Pfandgläubiger vertreten werden, nicht direkt auf die Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession anwendbar.[736] Art. 905 ZGB kommt jedoch analog zur Anwendung.[737] Dies bedeutet, dass der Treuhänder dem Sicherungsgeber ermög-

---

730 BGE 119 II 326 E. 2a und 2b; FELLMANN, BK OR 394 N 64; GIOVANOLI, 110 f.; KUHN, § 14 Rz. 1; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 235 ff.; RÜEDE-BUGNION, 48 ff.; WATTER, ZSR 1995, 189; WIEGAND, BSK OR 18 N 146; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1300 und 1356 ff.; vgl. auch WIEGAND, 331 f. zur geschichtlichen Entwicklung der Sicherungstreuhand.

731 Siehe JÄGGI/GAUCH/HARTMANN, ZK OR 18 N 192.

732 Die *eigennützige* Treuhand wird auch als *gemischte* Treuhand bezeichnet, da der Treuhänder im Unterschied zur *reinen* Treuhand (Verwaltungstreuhand) nicht nur im Interesse des Treugebers tätig wird, sondern auch ein eigenes Interesse hat. Siehe RÜEDE-BUGNION, 51; WÄLLI, 19; WATTER, ZSR 1995, 189; WIEGAND, BSK OR 18 N 146; WIEGAND, 331 f.

733 FELLMANN, BK OR 394 N 64.

734 FELLMANN, BK OR 394 N 64; MÜHL/PETEREIT, in: Hadding/Schneider, Rz. 501.

735 BAUER, BSK ZGB Vorbem. 884–894 N 35; MÜHL/PETEREIT, in: Hadding/Schneider, Rz. 501; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 254; WATTER, ZSR 1995, 190.

736 BAUER, BSK ZGB 905 N 2; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB 905 N 13; REETZ/GRABER, CHK ZGB 905 N 2.

737 OFTINGER/BÄR, ZK ZGB 905 N 13; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1435.

lichen muss, die sicherungsübereigneten Aktien in der Generalversammlung zu vertreten. Dafür hat er dem Sicherungsgeber grundsätzlich eine Vollmacht zur Ausübung des Stimmrechts auszustellen. Will der Treuhänder das Stimmrecht nichtsdestotrotz selber ausüben, muss er sich an die Instruktionen des Sicherungsgebers halten.[738] Sofern der Sicherungszweck dem nicht entgegensteht bzw. die Sicherungsabrede nicht etwas anderes vorsieht, hat der Treuhänder somit in diesem Fall das Stimmrecht im Interesse des Sicherungsgebers auszuüben und dessen Weisungen zu befolgen.[739]

1.4 Stellung der Parteien

a. Rechtsstellung des Treugebers

Aufgrund der für die Treuhand zentralen Eigentumsübertragung des Treuguts verliert der Treugeber mit der Übereignung der Aktien sämtliche Rechte an diesen.[740] Wie gesehen, kommt dem Treugeber aber ein Weisungs- und Instruktionsrecht bezüglich der Ausübung des Stimmrechts zu.[741] Der Treugeber hat zudem eine Herausgabeforderung gegenüber dem Treuhänder.[742] Der Treugeber trägt dadurch weiterhin das Risiko des Untergangs der Gesellschaft bzw. der Wertverminderung der Aktien.[743] Die Vermögensveränderung an den Aktien trifft letztlich den Treugeber.[744]

---

738 OFTINGER/BÄR, ZK ZGB 905 N 13 Fn. 13a, wonach sich hierin die auftragsrechtliche Komponente der Sicherungsübereignung zeige, welche alles, was nicht den Sicherungszweck oder die vertragliche Abrede betreffe, nicht zum eigenen Interesse des Fiduziars werden lasse; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1435; vgl. ferner STEINER, 242, welcher sich für die analoge Anwendung von Art. 905 ZGB auf die Sicherungsübertragung nach dem Bucheffektengesetz ausspricht.

739 Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 45 Rz. 39; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB 905 N 13 Fn. 13a.

740 Siehe SEILER, Rz. 138; STAEHELIN, 26.

741 Siehe dazu vorne S. 184 ff.

742 GAUTSCHI, SJZ 1958, 270; SEILER, Rz. 159.

743 WATTER, ZSR 1995, 187. Von Bedeutung für den Treugeber – nicht jedoch für die Beurteilung der Anwendung von Art. 685d Abs. 2 OR auf den treuhänderischen Aktienerwerb – ist das Risiko, dass der Treuhänder treuwidrig über das Treugut verfügt oder dass dieser in den Konkurs fällt. Siehe dazu BGE 130 III 312 E. 5.1; BGE 117 II 429 E. 3b; Art. 201 SchKG; vgl. auch SEILER, Rz. 138; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1469.

744 BGE 106 Ib 145 E. 3; siehe auch FELLMANN, BK OR 400 N 113.

b. Rechtsstellung des Treuhänders

Sind die Aktien auf den Treuhänder übereignet, kann dieser gegenüber der Gesellschaft als vollberechtigter Aktionär auftreten.[745] Während der Dauer des fiduziarischen Rechtsverhältnisses ist der Treuhänder ausschliesslicher Träger der Aktionärsrechte, insbesondere der Mitwirkungsrechte.[746] Da ihm die Aktien zu Eigentum übertragen wurden, ist der Treuhänder zwar voller Rechtsinhaber, doch ist er vertraglich verpflichtet, die Aktien im Interesse und nach Weisungen des Treugebers zu halten und zu verwalten. Die Stellung des Treuhänders zeichnet sich somit dadurch aus, dass ihm durch die Übertragung der Aktien die Verfügungsmacht über diese zukommt, diese Verfügungsmacht allerdings aufgrund des Treuhandvertrags vertraglich beschränkt ist.[747] Der Treuhänder hat entsprechend sorgfältig und vertragsgemäss zu handeln.[748] Er hat das Stimmrecht aus den Aktien im Interesse des Treugebers auszuüben und dessen Weisungen zu befolgen oder ihm eine Vollmacht einzuräumen.

Das fiduziarische Eigentum ist typischerweise zeitlich begrenzt.[749] Der Treuhänder hat damit in der Regel bloss eine zeitlich begrenzte Aktionärsstellung inne. Zusätzlich trifft den Treuhänder eine Ablieferungspflicht. Er hat alles, was ihm in Ausübung der treuhänderischen Tätigkeit zugekommen ist, zu erstatten.[750] Der fiduziarisch tätige Aktionär hat somit alle Vermögenswerte – wie beispielsweise Dividenden etc. –, welche in einem inneren Zusammenhang zur Auftragsausführung stehen, an den Treugeber herauszugeben.[751] Der Treuhänder handelt somit im eigenen Namen, aber für Rechnung und auf Risiko des Treugebers.[752]

---

745 Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1658.

746 BGE 115 II 468 E. 2c.

747 WATTER, ZSR 1995, 191; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1437 f.

748 Art. 394 Abs. 1 OR; SEILER, Rz. 141; WATTER, ZSR 1995, 187; WEBER, BSK OR 394 N 12.

749 Siehe GUBLER, ZSR 1954, 256a f.; SEILER, Rz. 159; STAEHELIN, 26 ff.; WATTER, ZSR 1995, 190; vgl. KUHN, § 14 Rz. 1 (zur Sicherungsübereignung).

750 Siehe Art. 400 Abs. 1 OR; BGE 112 III 90 E. 4b; GAUTSCHI, SJZ 1958, 270; SEILER, Rz. 159; WÄLLI, 72.

751 So soll der Beauftragte durch den Auftrag – abgesehen von einem allfälligen Honorar – weder gewinnen noch verlieren. Siehe BGE 138 III 755 E. 5.3; Entscheid des HGer ZH vom 10. Juni 2016, HG110230, E. 4.3.1.

752 FELLMANN, BK OR 394 N 57; siehe auch BGE 106 Ib 145 E. 3.

2. Fiduziarischer Aktienerwerb unter Art. 685d Abs. 2 OR

2.1 Übersicht

Bei Namenaktien muss der Treuhänder im Aktienbuch eingetragen sein, wenn er die Mitgliedschaftsrechte ausüben will.[753] Sind die Namenaktien vinkuliert, muss die Gesellschaft den fiduziarischen Erwerber zudem als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkennen, damit dieser die Mitgliedschaftsrechte ausüben kann.[754] Um anerkannt zu werden, hat der fiduziarisch tätige Erwerber auf Verlangen der Gesellschaft die Offenlegungserklärung abzugeben. Darin hat er offenzulegen, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts* bestimmt. Es ist deshalb zu untersuchen, wer beim fiduziarischen Aktienerwerb über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.[755]

2.2 Zurechnung des Stimmrechts

Aufgrund des Vollrechtsübergangs beim Treuhandgeschäft erwirbt der Treuhänder die aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte, insbesondere das Stimmrecht. Als Eigentümer ist er nutzungs- und verfügungsberechtigt. Diese Verfügungsmacht ist allerdings im Innenverhältnis – d.h. zwischen Treugeber und Treuhänder – durch den Treuhandvertrag obligatorisch beschränkt. Bei der Verwaltungstreuhand hält bzw. verwaltet der Treuhänder die Aktien im Interesse des Treugebers. Er hat entsprechend dessen Weisungen zu beachten. Bei der Sicherungstreuhand ist der Treuhänder aufgrund der analogen Anwendung von Art. 905 ZGB verpflichtet, den Sicherungsgeber die sicherungsübereigneten Aktien in der Generalversammlung vertreten zu lassen, oder wenn er das Stimmrecht selber ausübt, sich bei der Ausübung des Stimmrechts an die Instruktionen des Sicherungsgebers zu halten.

Es zeigt sich also, dass der Treuhänder sowohl bei der Verwaltungs- als auch bei der Sicherungstreuhand das Stimmrecht im Interesse und nach Weisungen des Treugebers auszuüben hat oder gar verpflichtet ist, den Treugeber das Stimmrecht

---

753 Art. 689a Abs. 1 OR. Bei Inhaberaktien genügt es nach Art. 689a Abs. 2 OR zur Ausübung der Mitgliedschaftsrechte, dass sich der Treuhänder durch Vorlegen der Aktien als Besitzer ausweist.

754 Art. 685f Abs. 2 OR.

755 Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf das «typische» Treuhandverhältnis. Den Parteien steht es offen, das Treuhandverhältnis vertraglich individuell auszugestalten.

ausüben zu lassen. Das Stimmrecht an den einzutragenden Aktien ist deshalb in beiden Fällen letztlich dem Treugeber zuzurechnen.

Zum selben Schluss gelangt das börsenrechtliche Offenlegungsrecht, wonach beim Erwerb von Aktien durch den Treuhänder im eigenen Namen, aber auf Rechnung des Treugebers ein *indirekter* Erwerb i.S.v. Art. 11 lit. a FinfraV-FINMA vorliegt.[756] Im Unterschied zum direkten Erwerb kommt es beim indirekten Erwerb zu einem Auseinanderfallen der formalen und der wirtschaftlichen Berechtigung.[757] Mit der Meldepflicht für den indirekten Erwerb sollen die tatsächlichen Kontrollverhältnisse offengelegt werden.[758] Der Erwerb von Aktien durch den Treuhänder auf Rechnung des Treugebers löst also bei Erreichen oder Überschreiten der gesetzlichen Schwellenwerte eine entsprechende Meldepflicht nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG aus. Als wirtschaftlich Berechtigter an den Aktien ist der Treugeber meldepflichtiges Subjekt nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA.[759] Ihm kommt nämlich die *effektive Kontrollmöglichkeit*

---

[756] JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 171; vgl. auch GOTSCHEV, Rz. 346; KURZBEIN, Rz. 107; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 71; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 77; ZOBL/KRAMER, Rz. 354 f.

[757] BGE 136 II 304 E. 7.7; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 167; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 114; siehe auch KURZBEIN, Rz. 106; RENN, 229; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 73.

[758] JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 169; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 117; siehe auch WEBER, BSK BEHG 20 N 75.

[759] Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 108 ff. und 167; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 177; vgl. auch MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 73; SCHENKER, Übernahmerecht, 99 f.; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, Rz. 175. Parallel zu dieser Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten i.S.v. Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA sieht Art. 120 Abs. 3 FinfraG eine Meldepflicht für diejenige Person vor, welche die Stimmrechte an den Aktien *nach freiem Ermessen ausüben kann.* Gemäss FINMA kann der Dritte die Stimmrechte *nach freiem Ermessen ausüben,* wenn der wirtschaftlich Berechtigte oder jemand aus seiner Beherrschungskette eine entsprechende Instruktion erteilt hat. Sieht die Treuhandabrede eine entsprechende Abrede vor, wonach der Treuhänder die Stimmrechte aus den Aktien nach freiem Ermessen ausüben kann, ist somit gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG i.V.m. Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA auch der Treuhänder meldepflichtig. Siehe Anhörungsbericht FinfraV-FINMA, 22; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 122 f.; vgl. auch Botschaft FinfraG, 7582. Eine Offenlegungspflicht besteht allerdings nur dann, wenn sich der Treuhänder *ausserhalb der Beherrschungskette* des Treugebers befindet. Dies ergibt sich aus dem Gesetzestext von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA: «Werden die Stimmrechte nicht direkt oder indirekt durch die wirtschaftlich berechtigte Person

über die Stimmrechte zu und er trägt auch das wirtschaftliche Risiko aus der Beteiligung.[760]

Weil das Stimmrecht letztlich dem Treugeber und nicht dem Treuhänder zuzurechnen ist, erwirbt der Treuhänder die Aktien *nicht* i.S.v. Art. 685d Abs. 2 OR im eigenen Namen und auf eigene Rechnung. Denn wie gezeigt, knüpft diese Bestimmung an das Stimmrecht an.[761] Der Treuhänder muss daher in der Offenlegungserklärung die Identität des Treugebers offenlegen, wenn er als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen werden will.

Anders zu beruteilen, wäre der Fall, bei welchem der Treuhänder frei über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. Wird im Treuhandvertrag ausnahmsweise festgelegt, dass der Treuhänder frei über die Ausübung des Stimmrechts verfügen kann, ohne an Weisungen des Treuhänders gebunden zu sein, ist das Stimmrecht zum Zweck der Vinkulierung dem Treuhänder und nicht dem Treugeber zuzurechnen.

2.3 Ergebnis

Gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft einen Erwerber nur ablehnen, wenn sich dieser weigert, die Offenlegungserklärung abzugeben. Legt der fiduziarisch tätige Erwerber in der Offenlegungserklärung offen, dass nicht er, sondern der Treugeber letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, kann ihn die Gesellschaft folglich nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[762] Sie hat den Treuhänder als Aktionär einzutragen und die entsprechenden Aktien in der Kategorie der Aktien *mit Stimmrecht* zu erfassen. Das Stimmrecht wird allerdings nicht dem fiduziarischen Erwerber, sondern dem Treugeber zugerechnet.

---

ausgeübt, [...]». Siehe dazu Anhörungsbericht FinfraV-FINMA, 22; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 124.

760 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 114; vgl. Entscheid des BVGer vom 9. November 2010, B-1215/2009, insb. E. 7.1; KURZBEIN, Rz. 60; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 175; METTIER, 90; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz. 432; SCHENKER, Übernahmerecht, 98 ff.

761 Siehe dazu vorne S. 46 ff.

762 Selbstverständlich können der Anerkennung des fiduziarischen Erwerbers andere Vinkulierungsbestimmungen entgegenstehen, beispielsweise wenn der Treugeber eine statutarisch vorgesehene Prozentlimite überschreitet.

3. Fiduziarischer Aktienerwerb unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

3.1 Treuhandvertrag als Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 E-OR

Gemäss Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR kann die Gesellschaft den Erwerber ablehnen, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht.[763] Die Gesellschaft kann den Erwerber allerdings nur ablehnen, wenn diese Vereinbarung dazu führt, dass der Erwerber nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist. Es ist folglich zu prüfen, ob der Treuhandvertrag eine solche Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 E-OR darstellt.

Zu Beginn des fiduziarischen Rechtsverhältnisses überträgt der Treugeber die Aktien zu Eigentum auf den Treuhänder. Dieser verpflichtet sich im Treuhandvertrag dazu, die Aktien bis zu einem bestimmten Zeitpunkt oder bis auf Widerruf im Interesse und nach Weisungen des Treugebers zu halten und zu verwalten. Bei Vertragsende überträgt der Treuhänder die Aktien wieder auf den Treugeber zurück. Das fiduziarische Eigentum ist also zeitlich begrenzt. Es liegt somit eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vor. Da der Treugeber während der Dauer der Treuhand aufgrund seines Rückgabeanspruchs weiterhin das Risiko des Untergangs der Gesellschaft bzw. der Wertverminderung der Aktien trägt, ist der Treuhänder aufgrund dieser Vereinbarung auch nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien. Der Treuhandvertrag erscheint folglich als Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 E-OR.

3.2 Teleologische Reduktion

Mit Art. 685d Abs. 2 E-OR soll die Gesellschaft einen Erwerber als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen können, wenn dieser nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist. Verhindert werden soll also das Auseinanderfallen von Herrschaft und Risiko. Wer mitbestimmen will, soll auch die Konsequenzen tragen. Bei der Treuhand kommt es allerdings zu keinem solchen Auseinanderfallen von Herrschaft und Risiko. Der Treuhänder ist weder der Träger des wirtschaftlichen Risikos noch bestimmt er über die Ausübung des Stimmrechts. Solange der Treuhänder nach den Weisungen des Treugebers abstimmt, sind Herrschaft und Risiko vielmehr in

763 Siehe dazu vorne S. 163 ff.

der Person des Treugebers vereint. Die Situation des Treuhänders ist m.E. folglich auch nicht mit jener des Aktienborgers zu vergleichen. Der Wortlaut von Art. 685d Abs. 2 E-OR geht in diesem Fall zu weit und erfasst einen Sachverhalt, den er mit Blick auf den Normzweck nicht erfassen sollte.[764] Der Anwendungsbereich von Art. 685d Abs. 2 E-OR, wie er sich aus dem Wortlaut ergibt, sollte nach der hier vertretenen Auffassung im Sinne einer *teleologischen Reduktion* eingeschränkt werden.[765] Erwirbt ein Treuhänder Aktien für den Treugeber, der sowohl über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt als auch das wirtschaftliche Risiko trägt, liegt nach der hier vertretenen Auffassung gestützt auf eine teleologische Reduktion keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien i.S. von Art. 685d Abs. 2 E-OR vor.

Anders zu beruteilen wäre der Fall, bei welchem der Treuhänder frei über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. In diesem Fall kommt es zu einem Auseinanderfallen von Herrschaft und Risiko, weshalb eine Vereinbarung i.S. von Art. 685d Abs. 2 E-OR vorliegt. Sehen die Statuten diesen Ablehnungsgrund ausdrücklich vor, kann die Gesellschaft den Treuhänder, der frei über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann, gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[766]

II. Nominee

1. Übersicht

1.1 Begriff

Als *Nominees* werden natürliche oder juristische Personen bezeichnet, die (meist gewerbsmässig) Aktien im eigenen Namen aber im Auftrag und für Rechnung des Erwerbers bei der Gesellschaft anmelden, wobei sie der Gesellschaft die Tatsache

764 Siehe FORSTMOSER/VOGT, § 15 Rz. 68; KRAMER, 233.

765 Siehe FORSTMOSER/VOGT, § 15 Rz. 69; KRAMER, 233 ff.

766 Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in den Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.

ihrer Treuhänderstellung[767] offenbaren.[768] Gleich wie der klassische Treuhänder wird der *Nominee* Aktionär, ist aber dem wirtschaftlich hinter dem Erwerb stehenden Berechtigten verpflichtet.[769] Im Unterschied zum klassischen Treuhänder legt der *Nominee* seine stellvertretende Funktion aber gegenüber der Gesellschaft offen.[770]

1.2 Funktion des Nominee

Die Entstehung der Figur des *Nominee* lässt sich hauptsächlich auf das Bedürfnis nach Vereinfachung und Rationalisierung der Titelübertragung zurückführen.[771] Ursprünglich aus dem U.S.-amerikanischen Recht stammend, in welchem vorwiegend Namenaktien ausgegeben werden, hat die Figur des *Nominee* zum Zweck, die für die Übertragung notwendige Umregistrierung dadurch zu umgehen, dass anstatt des jeweiligen Erwerbers der *Nominee* dauernd im Aktienbuch eingetragen wird.[772] Der *Nominee* ist damit zwar formeller Aktionär, nicht aber wirtschaftlich an den Aktien berechtigt.[773] Er bleibt dem jeweiligen wirtschaftlich Berechtigten verpflichtet.[774] Zusätzlich zur Vereinfachung kann auch das Bedürfnis des Aktionärs nach Anonymität Grund für die Zwischenschaltung eines *Nominee* sein.[775]

---

767 Siehe zur rechtlichen Qualifikation des *Nominee* sogleich S. 194.

768 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; BIERI, Rz. 657; BÖCKLI, § 6 Rz. 122; BRÜGGER, 102; HUBACHER, Rz. 121; HUGUENIN JACOBS, 171; JUNG, ZK OR 625 N 59; KLÄY, 272; KÜPFER, 231 ff.; MAIZAR, 63 ff.; SCHILTER, 8; VON DER CRONE/ENDER, 148; siehe auch DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; OLGIATI, 7 und 363; vgl. auch BGE 117 II 290 E. 6b/bb: «[Les *Nominees*] agissent en qualité de ‹fiduciaires stables de porteurs-changeants›.»

769 ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; BÖCKLI, § 6 Rz. 123; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; siehe auch VON DER CRONE/ENDER, 148; VON SALIS, 176.

770 BIERI, Rz. 657; BÖCKLI, § 6 Rz. 124; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; KLÄY, 272; MAIZAR, 64 f.; SCHILTER, 8; VON DER CRONE/ENDER, 148; siehe auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 191.

771 KLÄY, 273; KÜPFER, 157; MAIZAR, 65 ff., insb. 68; OLGIATI, 9; VON SALIS, 176; siehe auch BRÜGGER, SZW 1992, 219.

772 KÜPFER, 157; MAIZAR, 68 ff.; OLGIATI, 10; vgl. auch VON DER CRONE/ENDER, 152 f.

773 Siehe ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; HUGUENIN JACOBS, 171; MAIZAR, 68 ff.

774 BÖCKLI, § 6 Rz. 123.

775 KÜPFER, 157 Fn. 2; OLGIATI, 210 f.

In der Vergangenheit gab es zahlreiche Vorschläge, die darauf abzielten, das Dispoaktien-Problem mit einem *Nominee*-Modell zu lösen.[776] Da allerdings alle vorgeschlagenen Modelle mit gewichtigen Nachteilen verbunden waren, verzichtete der Bundesrat auch in der Botschaft Aktienrecht 2016 auf eine zwingende gesetzliche Regelung betreffend *Nominee*.[777]

1.3 Rechtliche Qualifikation

Das schweizerische Aktienrecht enthält keine ausdrückliche Regelung zur Figur des *Nominee*. In der Lehre ist umstritten, ob der *Nominee* rechtlich als Treuhänder zu qualifizieren ist. Die wohl herrschende Lehre betrachtet den *Nominee* als Treuhänder, der Träger sämtlicher mit den Aktien verbundener Rechte ist.[778] Auf das fiduziarische Rechtsverhältnis zwischen dem Anleger und dem *Nominee* (häufig eine Bank) wird deshalb in der Regel Auftragsrecht gemäss Art. 394 ff. OR direkt

---

776 Vgl. Botschaft Aktienrecht 2007, 1619 f.; Botschaft Aktienrecht 2016, 442 ff.

777 Botschaft Aktienrecht 2016, 442 ff.

778 BÖCKLI, § 6 Rz. 122 ff.; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; HUBACHER, Rz. 122; JUNG, ZK OR 625 N 59; KÜPFER, 231 f.; MAIZAR, 63 ff.; vgl. auch VON SALIS, 176; ferner FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 44 Rz. 191. Eine Mindermeinung sieht den *Nominee* bloss als *Legitimationsaktionär.* Nach dieser Ansicht wird der *Nominee* vom (wirtschaftlich berechtigten) Aktien*eigentümer* ermächtigt, nach aussen *in eigenem Namen* die aus der Aktie fliessenden Mitgliedschaftsrechte auszuüben. Im Unterschied zum Treuhänder kann der *Nominee* – geht man bloss von einer *Legitimationsübertragung* aus – die Mitgliedschaftsrechte nicht aus eigenem Vollrecht geltend machen (OLGIATI, 163 ff., insb. 172; ähnlich SCHAAD, BSK OR (2008) 689 N 38). Soweit ersichtlich, äusserte sich das Bundesgericht noch nicht abschliessend zu dieser Frage, doch hat es in einem neueren Urteil der Ansicht der herrschenden Lehre, wonach der *Nominee* als Treuhänder zu betrachten ist, zumindest nicht widersprochen: «Das Obergericht hat angenommen, ‹nominee› habe in der Rechts- und Wirtschaftssprache verschiedene Bedeutungen und könne im vorliegenden Zusammenhang als Treuhänder verstanden werden, der nach schweizerischem Recht zivilrechtlicher Eigentümer der ihm anvertrauten Sache sei. […] Der Beschwerdeführer wendet ein […], die Übersetzung des Begriffs ‹nominee› mit Treuhänder sei qualifiziert falsch. Die Rüge ist unbegründet, zumal ein ‹nominee› nach einem Teil der Lehre und der Praxis als Treuhänder im Rechtssinne qualifiziert wird […]. Unter Willkürgesichtspunkten besteht auch kein Widerspruch zur vom Beschwerdegegner beanspruchten Eigentümerstellung, zumal der Treuhänder nach schweizerischer Rechtsauffassung als vollberechtigter Eigentümer des ihm übertragenen Treuguts zu betrachten ist […].» (Entscheid des BGer vom 18. Dezember 2006, 5P.391/2006, E. 7.3). Siehe auch BIERI, Rz. 657 Fn. 1163.

oder analog anwendbar sein.[779] Der *Nominee* hat das Stimmrecht folglich im Interesse und nach Weisungen des wirtschaftlich Berechtigten auszuüben.[780]

2. Aktienerwerb durch einen Nominee unter Art. 685d Abs. 2 OR

Liegt keine Ausnahmebestimmung vor, hat der *Nominee,* um als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt zu werden, der Gesellschaft auf Verlangen die Offenlegungserklärung abzugeben. Darin hat er offenzulegen, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts* bestimmt. Es ist zu prüfen, wie Art. 685d Abs. 2 OR anzuwenden ist, wenn ein *Nominee* börsenkotierte vinkulierte Namenaktien erwirbt.

Aufgrund seiner Vollrechtsstellung übt der *Nominee* das Stimmrecht kraft eigener Rechtsträgerschaft aus.[781] Wie gesehen, hat der *Nominee* das Stimmrecht allerdings im Interesse und nach Weisungen des wirtschaftlich Berechtigten auszuüben.[782] Damit bestimmt letztlich nicht der *Nominee,* sondern der wirtschaftlich Berechtigte über die Ausübung des Stimmrechts. Das Stimmrecht muss unter Art. 685d Abs. 2 OR somit dem wirtschaftlich Berechtigten zugerechnet werden. Diese Zurechnung erfolgt, weil er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

Zum selben Schluss gelangt das börsenrechtliche Offenlegungsrecht, welches im Aktienerwerb durch den *Nominee* im eigenen Namen, aber auf Rechnung des wirtschaftlich Berechtigten einen indirekter Erwerb i.S.v. Art. 11 lit. a FinfraV-FINMA sieht, der bei Erreichen oder Überschreiten der gesetzlichen Schwellenwerte eine Meldepflicht nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG auslöst. Meldepflichtiges

---

779 BIERI, Rz. 661 Fn. 1168; OLGIATI, 194.

780 BIERI, Rz. 661 Fn. 1168; siehe auch ARBEITSGRUPPE DER SCHWEIZER BÖRSEN, SZW 1993, 88; HUGUENIN JACOBS, 171; siehe auch KÜPFER, 213, wonach zur Konkretisierung der Pflichten des *Nominee* bei der Ausübung des Stimmrechts Art. 689d Abs. 1 und Abs. 2 OR (siehe neu aber Art. 11 VegüV) analog anzuwenden sei. Siehe ferner OLGIATI, 196. Vgl. auch Empfehlung Nr. 1 Abs. 3 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (SCBP), wonach institutionelle Anleger, Nominees und andere Intermediäre, die im eigenen Namen Aktionärsrechte ausüben, soweit möglich dafür sorgen, dass die *wirtschaftlich Berechtigten* Einfluss darauf nehmen können, wie diese Aktionärsrechte wahrgenommen werden. Siehe dazu BÖCKLI, § 6 Rz. 127.

781 Siehe KÜPFER, 213.

782 Siehe dazu vorne S. 194 f.

Subjekt ist nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA, wer die aus einer Beteiligung fliessenden Stimmrechte kontrolliert und das wirtschaftliche Risiko aus der Beteiligung trägt.[783] Aufgrund des fiduziarischen Rechtsverhältnisses und der damit typischerweise verbundenen Weisungsbefugnis kommt dem wirtschaftlich Berechtigten die *effektive Kontrollmöglichkeit* über die Stimmrechte zu.[784] Er ist auch Träger des wirtschaftlichen Risikos.[785]

Weil das Stimmrecht letztlich dem wirtschaftlich Berechtigten und nicht dem *Nominee* zuzurechnen ist, erwirbt der *Nominee* die Aktien nicht i.S.v. Art. 685d Abs. 2 OR im eigenen Namen und auf eigene Rechnung. Denn wie gezeigt, knüpft diese Bestimmung an das Stimmrecht an.[786] Der *Nominee* muss daher in der Offenlegungserklärung offenlegen, dass nicht er, sondern der wirtschaftlich Berechtigte letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, und er muss die Identität dieses wirtschaftlich Berechtigten offenlegen, wenn er als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eingetragen werden will.

Weigert sich der *Nominee,* die Offenlegungserklärung abzugeben, beispielsweise weil ihm der wirtschaftlich Berechtigte untersagt, seine Identität gegenüber der Gesellschaft offenzulegen, kann die Gesellschaft die Anerkennung des *Nominee* als Aktionär *mit Stimmrecht* verweigern. Sie hat die entsprechenden Aktien in die Kategorie der Aktien *ohne Stimmrecht* einzutragen.

Es ist allerdings möglich, dass eine Gesellschaft statutarisch vorsieht, *Nominees* ausnahmsweise bis zu einem gewissen Prozentsatz als Aktionäre *mit Stimmrecht* anzuerkennen, auch wenn sie nicht offenlegen, wer letztlich über die Ausübung

---

783 Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 108 ff. und 167; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 178; vgl. MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 73; SCHENKER, Übernahmerecht, 99 f.; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL, Rz. 175.

784 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 114; vgl. Entscheid des BVGer vom 9. November 2010, B-1215/2009, insb. E. 7.1; KURZBEIN, Rz. 60; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 93 und 175; METTIER, 90; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 10 Rz. 432; SCHENKER, Übernahmerecht, 98 ff.

785 Parallel zu dieser Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten kann der *Nominee* gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG unter Umständen selbst meldepflichtig werden, wenn er die Stimmrechte an den Aktien *nach freiem Ermessen ausüben kann*. Siehe Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA. Vgl. auch Mitteilung Offenlegungsstelle (II/99), 2; GOTSCHEV, Rz. 365; SCHENKER, Übernahmerecht, 106.

786 Siehe dazu vorne S. 46 ff.

des Stimmrechts bestimmt.[787] Der so anerkannte *Nominee* wird in der Literatur auch als *von der Gesellschaft genehmigter Treuhänder* bezeichnet.[788]

3. Aktienerwerb durch einen Nominee unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Die Behandlung des Aktienerwerbs durch einen *Nominee* unter Art. 685d Abs. 2 E-OR hängt von der konkreten Ausgestaltung des *Nominee*-Modells ab. Wie bereits gesehen, gab es in der Vergangenheit verschiedene *Nominee*-Vorschläge, wovon sich aber keiner durchsetzen konnte.[789]

Die wohl herrschende Lehre betrachtet den *Nominee* als Treuhänder, der Träger sämtlicher mit den Aktien verbundener Rechte ist.[790] Ist das *Nominee*-Verhältnis derart ausgestaltet, kann folglich auf die Ausführungen zum fiduziarischen Erwerb verwiesen werden.[791] Demnach liegt beim Aktienerwerb durch einen *Nominee* nach der hier vertretenen Auffassung gestützt auf eine teleologische Reduktion keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien i.S. von Art. 685d Abs. 2 E-OR vor.

787 Siehe zur Ausgestaltung einer Ausnahmeklausel für *Nominee* vorne S. 138 f.

788 BÖCKLI, § 6 Rz. 124; siehe auch BIERI, Rz. 657 Fn. 1165; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 296; KLÄY, 273.

789 Siehe dazu vorne S. 193 f.

790 Siehe zur rechtlichen Qualifikation vorne S. 194 f.

791 Siehe dazu vorne S. 191 f.

Stimmbindung

Nicht selten kommt es vor, dass sich ein Aktionär gegenüber einem Vertragspartner obligatorisch verpflichtet, das Stimmrecht in einer bestimmten Weise auszuüben. Im Fall einer solchen Stimmbindung tritt gegenüber der Gesellschaft grundsätzlich nur der verpflichtete Aktionär auf, nicht aber sein Vertragspartner, der bestimmt, wie der Aktionär das Stimmrecht ausüben soll. Eine solche Stimmbindung kann sich sowohl beim Stimmenkauf als auch – insbesondere im Rahmen von Aktionärbindungsverträgen – bei ein- oder mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarungen ergeben. Nachfolgend wird untersucht, wie die Treuhändervinkulierung im Fall solcher Stimmbindungen anzuwenden ist.

I. Stimmenkauf

1. Übersicht

Stimmenkauf liegt vor, wenn sich ein Aktionär obligatorisch verpflichtet, das Stimmrecht entgeltlich oder gegen einen anderen Vorteil im Sinne oder nach Weisung eines Dritten auszuüben oder auf die Ausübung seines Stimmrechts zu verzichten.[792] Das schweizerische Aktienrecht kennt kein ausdrückliches Verbot des Stimmenkaufs. Die *(vorwiegend) ältere Lehre*[793] erachtet den Stimmenkauf

---

[792] APPENZELLER, 46 und 83; BÖCKLI, § 12 Rz. 501; BÜRGI, ZK OR 692 N 34; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 825; GERMANN, Rz. 1218; GLATTFELDER, ZSR 1959, 269a f.; GRONER, 284; HINTZ-BÜHLER, 56 und 83; LANG, 44; MARTIN, 247; SCHOTT, 261; STUBER, 101 f.; TOGNI, Rz. 694; VON SALIS, 204 f.; ZBINDEN, 125.

Es ist zulässig, dass sich der Aktionär vertraglich dazu verpflichtet, das Stimmrecht in einer bestimmten Weise auszuüben. Hingegen ist es gemäss herrschender Auffassung nicht möglich, das Stimmrecht losgelöst von den übrigen Aktionärsrechten zu übertragen. Stimmrecht und Mitgliedschaft seien nämlich untrennbar miteinander verknüpft. Siehe BGE 114 II 57 E. 5b/bb; VON DER CRONE/CASTELL, 95 f.

[793] Trotz gewichtigen Gegenvoten wird die ältere Lehre in der Literatur noch immer als klar herrschende Lehre bezeichnet. Eine genauere Untersuchung der Literatur lässt jedoch den Schluss zu, dass die neuere – liberalere – Lehre heute, zumindest bei den Autoren, welche sich mit dem Stimmenkauf genauer befassen, die Mehrheitsansicht ist. Die Bezeichnung der älteren Lehre als «herrschende Lehre» ist deshalb irreführend. Siehe TOGNI, Rz. 712.

allerdings als sittenwidrig und damit nach Art. 19 und 20 OR als nichtig.[794] Viele Autoren begnügen sich jedoch mit dem Verweis auf die «herrschende Lehre», ohne die Sittenwidrigkeit selber genauer zu erläutern.[795] Wird die Sittenwidrigkeit begründet, stützt sich die Argumentation auf verschiedene Punkte: Zum einen wird argumentiert, dass das Übernehmen einer Stimmverpflichtung *gegen Entgelt* gegen die guten Sitten verstosse und der öffentlichen Ordnung zuwider laufe.[796] Zum anderen wird die Sittenwidrigkeit mit *Verweis auf das deutsche Recht* begründet.[797] Nach § 405 Abs. 3 Nr. 6 und 7 (vgl. auch Nr. 2 und 3) AktG handelt ordnungswidrig, wer «besondere Vorteile als Gegenleistung dafür fordert, sich versprechen lässt oder annimmt, dass er bei einer Abstimmung in der Hauptversammlung oder in einer gesonderten Versammlung nicht oder in einem bestimmten Sinne stimme» (Nr. 6) oder wer solche besonderen Vorteile anbietet, verspricht oder gewährt (Nr. 7). Ein solches Handeln ist nach § 134 BGB nichtig.[798]

---

794 BAUEN/BERNET, Rz. 329; BÖCKLI, § 12 Rz. 501; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 59 f.; BÜRGI, ZK OR 692 N 33; FELDMANN, 49; FORSTMOSER, SZW 1991, 214; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 207; GEHRER, 180 Fn. 695; GLATTFELDER, ZSR 1959, 269a f.; HINTZ-BÜHLER, 83; ISLER/HAAS, 226; KLÄY, 316; KUNZ, Einberufungsrecht, Rz. 37 Fn. 129; LÄNZLINGER, BSK OR 692 N 11; MARTIN, 247; PATRY, ZSR 1959, 125a Fn. 175; SCHLUEP, 139 Fn. 42, wobei derselbe Autor gleichenorts zu Stimmbindungsvereinbarungen festhält, dass einer Vereinbarung über das Stimmrecht auf vertraglicher Grundlage nichts im Wege stehe. Der Aktionär kenne im Augenblick des Vertragsschlusses die Vor- und Nachteile einer solchen Vereinbarung und könne daher die Tragweite seines Entschlusses selber abmessen. Auch der Verzicht des Aktionärs auf Ausübung des Stimmrechts in Einzelfällen müsse als zulässig erachtet werden. STUBER, 101 f.; VON STEIGER, SAG 1941/42, 15; WÜRSCH, 161; vgl. ferner MAJA BAUMANN, 162 Fn. 743; BLUM, AJP 2007, 698 Fn. 51; GOTSCHEV, Rz. 403; SONTAG, SAG 1950/51, 59 f.; WIELAND, SAG 1948/49, 80 f.

795 Vgl. BAUEN/BERNET, Rz. 329; BÖCKLI, § 12 Rz. 501; BÜRGI, ZK OR 692 N 33; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 207; KLÄY, 316; KUNZ, Einberufungsrecht, Rz. 37 Fn. 129; LÄNZLINGER, BSK OR 692 N 11; STUBER, 101.

796 Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 59; BÜRGI, ZK OR 692 N 33 f.; GLATTFELDER, ZSR 1959, 269a Nach STUBER, 101 f., mag der Stimmenkauf «vielleicht in gewissen Kreisen nicht gegen die gepflogenen Sitten verstossen, sicherlich verstösst er gegen die *guten* Sitten!». Vgl. auch FELDMANN, 49 Fn. 3; VON STEIGER, SAG 1941/42, 15.

797 BÜRGI, ZK OR 692 N 30; GLATTFELDER, ZSR 1959, 269a; STUBER, 98 ff.

798 In Deutschland ist der Stimmenkauf sowie der Stimmenverkauf nach § 405 Abs. 3 Nr. 6 und 7 (vgl. auch Nr. 2 und 3) AktG verboten und somit nach § 134 BGB nichtig. Mit dem Verbot soll die Abstimmung vor *sachfremden Einflüssen* geschützt und die *Korrumpierung des Mehrheitswillens* verhindert werden. Vgl. auch LÜBBERT, 151 ff.; OVERRATH, 24 f. und 44; siehe auch ZIMMERMANN, 274 f.

Die Sittenwidrigkeit wird sodann auch mit *Art. 168 StGB* begründet, gemäss welchem bestraft wird, wer einem Gläubiger oder dessen Vertreter besondere Vorteile zuwendet oder zusichert, um dessen Stimme in der Gläubigerversammlung zu erlangen.[799] Auch *Art. 281 StGB* bezüglich der Strafbarkeit der Wahlbestechung wird in diesem Zusammenhang vorgebracht:[800] Wie bei Wahlen und Abstimmungen auf der politischen Ebene solle auch auf der Gesellschaftsebene die *unverfälschte und unbeeinflusste Willenskundgabe der Stimm- und Wahlberechtigten* geschützt werden. Schliesslich wird die Sittenwidrigkeit unter Berufung auf den Schutz vor übermässiger Bindung damit begründet, dass eine Stimmbindung ein derartiges Ausmass annehmen könne, dass sie die wirtschaftliche Existenz eines Aktionärs oder eines Dritten gefährde.[801]

Das *Bundesgericht* hat die Frage der Sittenwidrigkeit des Stimmenkaufs – soweit ersichtlich – stets offengelassen.[802]

Eine *neuere Ansicht* geht nun aber zu Recht von der – zumindest teilweisen – Zulässigkeit des Stimmenkaufs aus.[803] Danach ist der Stimmenkauf nicht in jedem Fall nichtig, sondern lediglich, wenn er der Umgehung von Gesetzesvorschriften dient oder gegen andere gesetzliche Regeln verstösst.[804] Für den Stimmenkauf gelten dieselben Schranken wie für die nach herrschender Lehre zulässigen Stimmbindungsvereinbarungen.[805]

---

799 So beispielsweise STUBER, 101; vgl. dazu auch FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 830.

800 Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 830; GERMANN, Rz. 1218; WEHRLE, BSK StGB 281 N 1.

801 Vgl. Art. 27 ZGB i.V.m. Art. 19 Abs. 2 OR; siehe dazu BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 59; GLATTFELDER, ZSR 1959, 272a.

802 Vgl. BGE 81 II 534; BGE 109 II 43; da sich beide Fälle mit der Umgehung von Vinkulierungsbestimmungen befassten, konnte das Bundesgericht die Frage der Sittlichkeit jeweils offenlassen. Vgl. dazu auch APPENZELLER, 48.

803 APPENZELLER, 47 f.; BLOCH, 199 ff.; DOHM, 85 f.; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 834; GERMANN, Rz. 1218 ff.; GRONER, 284 f.; LANG, 45; NAHRATH, 103 f.; TOGNI, Rz. 695 ff. und 714 m.w.H.; VON DER CRONE, § 11 Rz. 11; VON DER CRONE/CASTELL, 99 f.; vgl. auch ZIHLMANN, SAG 1972, 240 f.

804 APPENZELLER, 48; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 833; LANG, 45; SCHOTT, 262; TOGNI, Rz. 714; VON DER CRONE, § 11 Rz. 11.

805 So ist der Stimmenkauf beispielsweise dann rechtswidrig und gemäss Art. 20 OR nichtig, wenn er gegen Art. 27 Abs. 2 ZGB verstösst, wonach die persönliche und wirtschaftliche Handlungsfreiheit nicht übermässig eingeschränkt werden darf

2. Stimmenkauf unter Art. 685d Abs. 2 OR

2.1 Übersicht

Es ist zu prüfen, wie die Treuhändervinkulierung auf den Stimmenkauf anzuwenden ist. Dabei ist zu beachten, dass die Treuhändervinkulierung aufgrund der gesetzlichen Konzeption bloss bei der Übertragung von Aktien anknüpft. Im Unterschied zu einer *securities lending*-Transaktion und anderen Vorgängen, welche zum wirtschaftlich gleichen Ergebnis wie der Stimmenkauf führen können, findet beim Stimmenkauf keine Aktienübertragung statt. Entscheidet sich ein Aktionär, der bereits als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt wurde, zu einem späteren Zeitpunkt, sein Stimmrecht gegen Entgelt im Sinne eines Dritten auszuüben, kann sich die Gesellschaft mangels Übertragung nicht auf Art. 685d Abs. 2 OR berufen.[806] Der Stimmenkauf wird nur dann von Art. 685d Abs. 2 OR erfasst, wenn der Erwerber bereits zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs mit einem Dritten vertraglich vereinbart hat, das Stimmrecht gegen Entgelt in dessen Sinne auszuüben.

Hier zeigt sich ein Unterschied zum börsenrechtlichen Offenlegungsrecht: Der Stimmenkäufer erwirbt zwar keine Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien i.S.v. Art. 120 Abs. 1 FinfraG, doch ist der Stimmenkauf ein indirekter Erwerb i.S.v. Art. 120 Abs. 5 FinfraG. Danach gelten als indirekter Erwerb *namentlich auch alle Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können.* Mit dieser Generalklausel sollen nicht nur Umgehungsversuche erfasst werden, sondern es soll auch klargestellt werden, dass bei der Anwendung der Meldepflicht nicht nur die wirtschaftliche Berechtigung entscheidend ist, sondern dass auch die *Kontrolle über die Stimmrechte* als Beurteilungskriterium berücksichtigt werden soll.[807] Der Stimmenkäufer ist damit nach Art. 120 Abs. 1 und 5 FinfraG meldepflichtig, unabhängig davon, ob eine Übertragung der Aktien stattfindet oder nicht.

2.2 Zurechnung des Stimmrechts

Es ist anzunehmen, dass der Stimmenkauf typischerweise beschränkt auf einzelne Generalversammlungen oder Traktanden erfolgt. Verkauft ein Erwerber beispiels-

(sog. übermässige Bindung). Siehe APPENZELLER, 48 f.; BLOCH, 202 ff.; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1913 ff.; TOGNI, Rz. 714.

806 Siehe zur Problematik der statischen Vinkulierungskonzeption vorne S. 150 ff.

807 Botschaft FinfraG, 7583; siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 175.

weise seine Aktienstimmen für die erste Generalversammlung nach dem Erwerb, will er aber das Stimmrecht an den nachfolgenden Generalversammlungen selber ausüben, stellt sich die Frage, wie Art. 685d Abs. 2 OR anzuwenden ist. In diesem Fall verlangt der Zweck der Treuhändervinkulierung eine *differenzierte Betrachtung*. Die Treuhändervinkulierung hat zum Zweck, den anderen beiden Ablehnungsgründen zur Durchsetzung zu verhelfen. Gleichzeitig erlaubt die Treuhändervinkulierung einer Gesellschaft, ihre Beherrschungsverhältnisse transparent zu gestalten. Damit diese Zwecke erfüllt werden können, hat der Erwerber in der Offenlegungserklärung anzugeben, ob und falls ja, für welchen Zeitraum eine Stimmbindung besteht. Die Gesellschaft rechnet das Stimmrecht entsprechend den Angaben in der Offenlegungserklärung den jeweiligen Personen zu.

Im genannten Beispiel würde dies bedeuten, dass das Stimmrecht an den einzutragenden Aktien im ersten Jahr dem Stimmenkäufer und ab dann dem Erwerber zugerechnet wird. Ob die Aktien *mit Stimmrecht* eingetragen werden, hängt davon ab, ob die Person, der das Stimmrecht für den jeweiligen Zeitraum zugerechnet wird, einen anderen Ablehnungsgrund erfüllt. Überschreitet beispielsweise der Stimmenkäufer bereits eine statutarisch vorgesehene Prozentlimite, wird die Aktie im ersten Jahr *ohne Stimmrecht* geführt und anschliessend durch die Gesellschaft – ohne weiteres Zutun des Erwerbers – in die Rubrik *mit Stimmrecht* verschoben. Aber auch der umgekehrte Fall ist möglich: Wird der Stimmenkäufer von keinem Ablehnungsgrund erfasst, trägt die Gesellschaft die Aktien im ersten Jahr als *mit Stimmrecht* im Aktienbuch ein. Nach Ablauf des Jahres wird das Stimmrecht dem Erwerber zugerechnet. Erfüllt dieser nun einen Ablehnungsgrund, trägt die Gesellschaft die Aktien aus der Rubrik *mit Stimmrecht* aus und führt sie neu in der Rubrik *ohne Stimmrecht.* Während des gesamten Zeitraums behandelt die Gesellschaft den Erwerber als stimmberechtigten Aktionär, das Stimmrecht wird lediglich zum Zweck der Vinkulierung dem Stimmenkäufer zugerechnet.

Das oben vorgeschlagene Vorgehen stellt *keine* – unter der geltenden Vinkulierungsordnung unzulässige – nachträgliche Anwendung der Treuhändervinkulierung dar. Obwohl die Wirkungen der Anwendung erst zu einem späteren Zeitpunkt auftreten, wird nämlich die Vinkulierung auch in diesem Fall auf den Zeitpunkt des Anerkennungsgesuchs angewendet. Die Gesellschaft vermerkt im Aktienbuch, wer in welchem Zeitraum über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt und passt von sich aus die Eintragungen an die aktuellen Verhältnisse an. Der Erwerber hat entsprechend auch kein neues Anerkennungsgesuch mehr einzureichen, wenn neu er über das Stimmrecht verfügen kann, nachdem die Stimmkaufvereinbarung abgelaufen ist.

3. Stimmenkauf unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Gemäss Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR kann die Gesellschaft den Erwerber ablehnen, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Der Erwerber, der sich dazu entscheidet, das Stimmrecht gegen Entgelt im Sinne eines Dritten auszuüben, geht keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien ein. Beim Stimmenkauf werden keine Aktien übertragen. Zusätzlich bleibt der Stimmenverkäufer trotz Verkauf der Stimmen Träger des wirtschaftlichen Risikos. Art. 685d Abs. 2 E-OR ist daher auf den Stimmenkauf nicht anwendbar.

II. Stimmbindungsvereinbarungen

1. Übersicht

1.1 Begriff

Als Stimmbindungsvereinbarungen werden Verpflichtungen gegenüber einer oder mehreren Personen verstanden, das Stimmrecht in der Generalversammlung in einem im Voraus festgelegten Sinn auszuüben bzw. durch einen Vertreter ausüben zu lassen.[808] Stimmbindungsvereinbarungen bilden häufig einen zentralen Bestandteil eines Aktionärbindungsvertrags.[809] Stimmbindungsvereinbarungen haben mit dem Stimmenkauf gemein, dass der Aktionär, welcher sich gestützt auf

---

808 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 753; siehe auch APPENZELLER, 30 f.; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 49 ff.; BÜRGI, ZK OR 692 N 27 ff.; DOHM, 9; GLATTFELDER, ZSR 1959, 181a f. und 253a ff.; HINTZ-BÜHLER, 73; LÄNZLINGER, BSK OR 692 N 10 ff.; NAHRATH, 103; PATRY, ZSR 1959, 56a f.; SCHLEIFFER, 183; VON DER CRONE, § 11 Rz. 6 ff.; VON SALIS, 179; vgl. auch ZIHLMANN, SAG 1972, 237. Stimmbindungsvereinbarungen können sowohl als eigenständige Verträge bestehen als auch Bestandteil anderer Verträge sein. Vgl. VON SALIS, 179 Fn. 837.

809 Als *Aktionärbindungsvertrag* wird eine vertragliche Vereinbarung zwischen zwei oder mehreren Parteien über die Ausübung von Rechten und Pflichten im Zusammenhang mit der aktuellen oder künftigen Aktionärsstellung (oder der Stellung als Nutzniesser an den Aktien) eines oder mehrerer Beteiligter bei einer oder mehreren Aktiengesellschaften verstanden. Siehe BLOCH, 14; DAMIAN FISCHER, 6 ff.; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 364; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 3; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 154; HINTZ-BÜHLER, 5 f.; LANG, 6; WÜRSCH, 153.

eine Stimmbindungsvereinbarung verpflichtet, eine Gegenleistung erhält:[810] Im Unterschied zur üblicherweise direkten (monetären) Gegenleistung beim Stimmenkauf besteht die Gegenleistung bzw. der erhaltene Vorteil bei der Stimmbindungsvereinbarung für den Aktionär darin, dass er den direkten Einfluss auf die Willensbildung in der Gesellschaft gestützt auf seine individuelle Beteiligung in einen zwar indirekten, jedoch grösseren Einfluss gestützt auf die kollektive Macht der Stimmbindungsvereinbarung ummünzen kann.[811]

1.2 Funktion von Stimmbindungsvereinbarungen

Stimmbindungsvereinbarungen ermöglichen es der begünstigten Partei, über die Stimmabgabe in der Generalversammlung zu bestimmen, ohne selbst über das formelle Stimmrecht an den gebundenen Aktien zu verfügen.[812] Gegenüber der Gesellschaft ist der gebundene Aktionär weiterhin stimmberechtigt, die vertragliche Bindung ändert nichts an der *formellen Stimmkraft,* doch bestimmt nicht – zumindest nicht mehr ausschliesslich – der Aktionär, sondern die begünstigte Partei über die Ausübung des Stimmrechts.[813] Die *tatsächliche Stimmkraft* befindet sich aufgrund der Stimmbindungsvereinbarung bei der begünstigten Partei.[814] Über die Stimmbindungsvereinbarung erhält die begünstigte Person somit ein Stimmrecht, ohne gleichzeitig ein höheres wirtschaftliches Risiko einzugehen. Es kommt damit zu einer Abkehr vom Grundprinzip des Gleichlaufs von Herrschaft und Risiko. Hinzu kommt, dass auch Nichtaktionäre Vertragspartei sein und so Einfluss auf die Willensbildung innerhalb der Gesellschaft nehmen können.[815]

---

810 Siehe VON DER CRONE/CASTELL, 98; vgl. auch die Äusserung von CLARK, 778, zur Beeinflussung der Stimmabgabe in einem proxy-fight: «And, in hard-fought proxy contests, the rivals may ‹pay off› shareholders by wining, dining, and entertaining them, in the hope that such activities will enable shareholders to think more sensibly about the issues and persons involved in the struggle.»

811 VON DER CRONE/CASTELL, 97.

812 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 754.

813 Siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 754; VON SALIS, 180.

814 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 754; VON SALIS, 180. Begünstigte Partei kann dabei sowohl eine einzelne Person als auch die Gesamtheit der an der Stimmbindungsvereinbarung beteiligten Personen sein.

815 Siehe (in Bezug auf Aktionärbindungsverträge im Allgemeinen) FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 355, welche jedoch auf die strikte Trennung zwischen vertrags- und aktienrechtlicher Ebene hinweisen, welche auch hier zu beachten sei. In diesem Sinne liege bloss eine indirekte Einflussnahme vor, da sich die vertragliche Bindung allein auf die

1.3 Rechtliche Qualifikation

Stimmbindungsvereinbarungen sind *rein vertraglicher* Natur.[816] Sie können sowohl als Schuldverträge als auch als Gesellschaftsverträge, häufig im Sinne einer einfachen Gesellschaft gemäss Art. 530 ff. OR, ausgestaltet werden.[817] Aufgrund ihrer schuld- oder gesellschafts*vertraglichen* Natur sind sie – wie Aktionärbindungsverträge generell – strikt von der körperschaftlichen Ebene zu trennen.[818] Sie entfalten keine (direkte) Wirkung auf der körperschaftlichen Ebene.[819] Dies zeigt sich unter anderem darin, dass Stimmen, welche in Verletzung der vertraglichen Stimmbindung abgegeben wurden, in der Generalversammlung *gültig* sind.[820]

Die überwiegende Mehrheit der Aktionärbindungsverträge – und damit auch der darin enthaltenen Stimmbindungsvereinbarungen – ist auf Dauer angelegt und somit als Dauerschuld- bzw. Dauerrechtsverhältnisse zu qualifizieren.[821] Stimmbindungsvereinbarungen können aber auch dort gebildet werden, wo sich Aktionäre für einen bestimmten, zeitlich begrenzten Zweck zusammenschliessen, beispiels-

---

Motivation eines Aktionärs zu einer bestimmten Stimmabgabe im Rahmen der (aktienrechtlichen) Generalversammlung auswirke. Aufgrund der fehlenden Treuepflicht sei somit – wie in anderen Fällen auch – nicht nach der Motivation für eine Stimmabgabe zu forschen. Siehe LANG, 11.

816 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 755 ff.; siehe auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 156.

817 Siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 755 und 757.

818 BLOCH, 17 f.; DAMIAN FISCHER, 14 f. und 21; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 115; LANG, 9 f.; MARTIN, 207; WÜRSCH, 161 f.

819 BINDER, 325; BLOCH, 17 f.; DAMIAN FISCHER, 14 f. und 21 f.; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 115; LANG, 9 f.; MARTIN, 207; WÜRSCH, 161 f.

820 Der in Verletzung einer Stimmbindungsvereinbarung gefasste Beschluss ist somit gültig zustande gekommen und kann nicht angefochten werden. Siehe Entscheid des HGer ZH vom 26. März 1970, ZR 1970, Nr. 101, E. 2; BLOCH, 85 und 170; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 51 f.; DOHM, 17 f.; DRUEY/GLANZMANN, in: Druey/Druey Just/Glanzmann, § 11 Rz. 86; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 366; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 116 und 867; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 93 und § 39 Rz. 160 und 193; GLATTFELDER, ZSR 1959, 299a f.; HINTZ-BÜHLER, 67 ff.; LANG, 64 f.; MOSER, 77; NAHRATH, 104 f.; PATRY, ZSR 1959, 75a und 81a f.; SCHLEIFFER, 183; STUBER, 77; VON SALIS, 180; siehe auch SCHLUEP, 139 f.

821 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 143 f.; HINTZ-BÜHLER, 150; siehe auch GLATTFELDER, ZSR 1959, 335a ff.; vgl. auch BGE 128 III 428 E. 3.

weise zur Wahl eines bestimmten Verwaltungsratsmitglieds oder bei der Abwehr einer ungewollten Übernahme.[822]

2. Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR

2.1 Übersicht

Die Treuhändervinkulierung knüpft – wie alle Vinkulierungsbestimmungen – an die *Übertragung* von Namenaktien an. Massgebender Zeitpunkt ist dabei die Einreichung des Anerkennungsgesuchs. Schliesst ein Erwerber erst *nach* der Einreichung des Anerkennungsgesuchs eine Stimmbindungsvereinbarung ab bzw. tritt er einer solchen bei und liegt keine Umgehung vor, kommt die Treuhändervinkulierung somit nicht zur Anwendung.[823] Art. 685d Abs. 2 OR kann aber dann zur Anwendung gelangen, wenn der Erwerber bereits zum Zeitpunkt der Einreichung des Gesuchs Partei einer Stimmbindungsvereinbarung ist. Dabei ist in Bezug auf die Treuhändervinkulierung zwischen einseitigen und mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarungen zu unterscheiden.

2.2 Aktienerwerb bei Bestehen einer einseitigen Stimmbindungsvereinbarung

a. Begriff

Als einseitige Stimmbindungsvereinbarung werden vorliegend Verträge verstanden, bei welchen sich nur eine Partei – zwingend ein Aktionär – zu einem bestimmten Stimmverhalten verpflichtet. Dieses Begriffsverständnis umfasst sowohl Verträge, bei denen der Stimmverpflichtung der einen Partei eine andersartige – nicht die Ausübung von Aktionärsrechten betreffende – Gegenleistung der anderen Partei gegenübersteht,[824] als auch einseitige Vertragsverhältnisse an sich, bei

---

822 Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 143.

823 Vgl. BIERI, Rz. 505.

824 Bei einem *mehrseitigen schuldrechtlichen* Vertrag schulden *alle* Parteien des Aktionärbindungsvertrags eine Leistung. Für die Zuordnung zu einseitigen und mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarungen ist somit die *Art* der Gegenleistung entscheidend. Siehe VON SALIS, 184.

welchen der Stimmverpflichtung der einen Partei überhaupt keine Gegenleistung gegenübersteht.[825]

b. Rechtliche Qualifikation

Die Abgrenzung der – einseitigen – Stimmbindungsvereinbarung zum Stimmenkauf ist im Einzelfall schwierig und in der Literatur entsprechend umstritten. Während ein Teil der Lehre die einseitige Stimmbindungsvereinbarung als Auftrag qualifiziert,[826] betrachten eine andere Lehrmeinung wie auch die Rechtsprechung die einseitige Stimmbindungsvereinbarung als Vertrag *sui generis*.[827] Nach dieser Ansicht unterstehen einseitige Stimmbindungsvereinbarungen nicht direkt dem Auftragsrecht, doch enthalten sie auftragsähnliche Elemente, weshalb im Einzelfall Auftragsrecht analog anwendbar ist.[828]

c. Einseitige Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR

Besteht zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs eine einseitige Stimmbindung, stellt sich die Frage, wie Art. 685d Abs. 2 OR anzuwenden ist. Aufgrund der einseitigen Stimmbindungsvereinbarung bestimmt letztlich nicht der Aktionär, sondern die durch die Vereinbarung begünstigte Person über die Ausübung des Stimmrechts.

Wie beim Stimmenkauf gebietet der Zweck der Treuhändervinkulierung auch hier eine differenzierte Betrachtung. Der Erwerber hat in der Offenlegungserklärung anzugeben, über welchen Zeitraum der Dritte über die Ausübung des Stimmrechts

---

825 BIERI, Rz. 507; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 50; DOHM, 11; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 201 und 753 ff.; GLATTFELDER, ZSR 1959, 174a; VON SALIS, 183 f. und 187, insb. Fn. 887.

826 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 52 ff. m.w.H.

827 BGE 109 II 43 E. 2; APPENZELLER, 51 ff.; BLOCH, 53 ff., insb. 55 f.; DOHM, 120; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 194 und 198; GLATTFELDER, ZSR 1959, 234a; HINTZ-BÜHLER, 31 f. und 148 ff.; LANG, 21 f.; PATRY, ZSR 1959, 124a f.; STUBER, 21.

828 Strittig ist vor allem, ob das zwingende jederzeitige Kündigungsrecht gemäss Art. 404 Abs. 1 OR auf einseitige Stimmbindungen Anwendung findet. Vgl. dazu ausführlich FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 194 ff., mit einer Übersicht über die verschiedenen Lehrmeinungen.

bestimmt. Die Gesellschaft vermerkt diese Information im Aktienbuch und wendet die Vinkulierungsbestimmungen entsprechend an.[829]

2.3 Aktienerwerb bei Bestehen einer mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarung

a. Begriff

Mehrseitige Stimmbindungsvereinbarungen liegen vor, wenn sich mehrere Aktionäre zur Koordination der Ausübung ihrer Stimmrechte in der Generalversammlung zusammenschliessen.[830] Im Unterschied zu einseitigen Stimmbindungsvereinbarungen verpflichten sich somit *alle* Vertragsparteien hinsichtlich der Ausübung ihrer Stimmrechte.[831]

b. Rechtliche Qualifikation

aa. Übersicht

Bei der rechtlichen Qualifikation der mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarungen muss zwischen schuldrechtlichen – synallagmatischen – und gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarungen unterschieden werden.[832] In der Regel sind mehrseitige Stimmbindungsvereinbarungen als *einfache Gesellschaften* zu qualifizieren.[833]

bb. Synallagmatische Stimmbindungsvereinbarungen

Bei den *synallagmatischen* Stimmbindungsvereinbarungen verfolgen die Aktionäre kein gemeinsames Ziel, der Zusammenschluss erfolgt vielmehr als *not-*

---

829 Siehe zur Anwendung der Treuhändervinkulierung auf den Stimmenkauf vorne S. 201.

830 BIERI, Rz. 509; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 66 ff.; BÜRGI, ZK OR 692 N 35; DOHM, 11; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 36 und 753 ff.; GLATTFELDER, ZSR 1959, 174a; PATRY, ZSR 1959, 42a ff.; VON SALIS, 187.

831 VON SALIS, 187.

832 Vgl. VON SALIS, 187 ff.

833 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 201; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 Rz. 162. Gesellschaftsrechtlich strukturierte Stimmbindungsvereinbarungen werden oft als *Aktionärskonsortien* bezeichnet. Siehe APPENZELLER, 30; BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 68; FORSTMOSER, Aktionärbindungsverträge, 365; GLATTFELDER, ZSR 1959, 176a Fn. 18.

wendiges Übel, um ihre auseinandergehenden Interessen zu befriedigen.[834] Die Vertragsparteien verfolgen ausschliesslich ihre eigenen Ziele. Der eine Aktionär übt sein Stimmrecht in einer bestimmten für den zweiten Aktionär günstigen Weise aus, *damit* der zweite Aktionär seinerseits sein Stimmrecht im Interesse des ersten Aktionärs ausübt. Der einzelne Aktionär befindet sich somit in einer ähnlichen Situation wie bei einer einseitigen Stimmbindung, allerdings mit andersartiger Gegenleistung. In der Literatur wird in solchen Fällen entsprechend auf die Regelung der einseitigen Stimmbindungsvereinbarungen verwiesen.[835] Diese Ansicht trifft allerdings bloss auf die Betrachtung des Stimmverhaltens beim einzelnen Traktandum zu: Aktionär A gibt seine Stimme bloss deshalb für Verwaltungsrat B ab, damit Aktionär C dasselbe für Verwaltungsrat D tut. Wird nun bloss die Wahl von Verwaltungsrat B betrachtet, ist die Lage gleich wie bei einer einseitigen Stimmbindungsvereinbarung. Betrachtet man allerdings das Stimmrecht losgelöst von der Wahl von Verwaltungsrat B, zeigt sich, dass A sein eigenes Ziel – nämlich die Wahl von Verwaltungsrat D – verfolgt. Diese Wahl ist es ihm wert, auch Verwaltungsrat B zu unterstützen. Aktionär A verfolgt also weiterhin seine eigenen Interessen und übt das Stimmrecht, global betrachtet, im eigenen Interesse aus.

Da die Vinkulierung gemäss der gesetzlichen Konzeption stets auf den Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs abstellt, sollte in Fällen synallagmatischer Stimmbindungsvereinbarungen, bei denen sich die Stimmen gegenseitig entsprechen, das Stimmrecht dem Aktionär selber zugerechnet werden.

Die Abgrenzung zur gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarung kann im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten.

cc. Gesellschaftsrechtliche Stimmbindungsvereinbarungen

Stimmbindungsvereinbarungen sind dann als einfache Gesellschaft zu qualifizieren, wenn die Vertragsparteien ein *gemeinsames, aufeinander abgestimmtes Verhalten* bezwecken.[836] Die Vertragsparteien müssen also einen gemeinsamen

---

834 BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 67, welcher folgendes – seiner Meinung nach unzulässiges – Beispiel nennt: «A ist an der Wahl in den Verwaltungsrat interessiert und hat kein Interesse an der Erhöhung der Dividende, B sieht umgekehrt A nicht gerne im Verwaltungsrat, ist aber an der Dividende primär interessiert. A verpflichtet sich nun dem B, für eine höhere Dividende zu stimmen, wenn B für die Wahl des A zu stimmen sich verpflichtet.» Vgl. dazu DOHM, 12; VON SALIS, 188.

835 Siehe BIERI, Rz. 509, insb. Fn. 923.

836 Art. 530 Abs. 1 OR; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 145.

Zweck verfolgen.[837] Gemäss Bundesgericht liegt eine gemeinsame Zweckverfolgung vor, «wenn die Beteiligten ein und dasselbe Ziel anstreben und wenn sie alle zur Erreichung dieses Ziels beitragen, um am erhofften Erfolg teilzuhaben, zugleich aber bereit sind, auch einen allfälligen Misserfolg mitzutragen».[838] Dabei ist unerlässlich, «dass jeder Beteiligte einen Beitrag leistet, mithin die Erreichung des gemeinsamen Ziels in irgendeiner Weise fördert, dass jeder irgendeinen Nutzen aus dem Erfolg des gemeinsamen Unternehmens zu ziehen hofft».[839] Schliesslich müssen zumindest für grundlegende Entscheide alle Parteien bei der Entscheidfindung beteiligt sein.[840]

c. Mehrseitige Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 OR

Für die Anwendung der Treuhändervinkulierung auf gesellschaftsrechtliche Stimmbindungsvereinbarungen ist entscheidend, wie die Entscheide innerhalb der Stimmbindungsvereinbarung gefällt werden, d.h. wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

Wird bei einer Stimmbindungsvereinbarung das gemeinsame Verhalten nicht bereits im Voraus abschliessend geregelt und liegt keine einseitige Stimmbindungsvereinbarung vor, benötigen die Parteien ein Gremium, um das gemeinsame Vorgehen zu organisieren. Dies geschieht in der *Versammlung der Vertragsparteien*.[841] In dieser Versammlung beschliessen die Vertragsparteien im Vorfeld der Generalversammlung ihr gemeinsames Stimmverhalten.[842] Den Parteien steht es dabei frei, wie die interne Willensbildung organisiert werden soll. Im Hinblick auf die Anwendung der Treuhändervinkulierung ist zwischen einstimmiger Beschlussfassung und Mehrheitsbeschluss zu unterscheiden.

---

837 Entscheid des BGer vom 11. März 2011, 4A_509/2010, E. 5.2; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 159.

838 Entscheid des BGer vom 11. März 2011, 4A_509/2010, E. 5.2.

839 Entscheid des BGer vom 11. März 2011, 4A_509/2010, E. 5.2; siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 165 f.

840 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 167 f.

841 FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 908.

842 Die Versammlung der Vertragsparteien kann auch durch die Beschlussfassung auf dem Zirkulationsweg ersetzt werden. Siehe BÖCKLI, Aktienstimmrecht, 70; DOHM, 130; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 908 und 979; HINTZ-BÜHLER, 77.

aa. Stimmbindungsvereinbarungen mit Einstimmigkeitserfordernis unter Art. 685d Abs. 2 OR

Einigen sich die Parteien auf Einstimmigkeit, muss jede Partei dem Beschluss zustimmen, damit dieser gültig gefasst wird. Dasselbe gilt aufgrund von Art. 534 Abs. 1 OR auch dann, wenn die Parteien gar nichts vereinbaren.[843] Dies bedeutet, dass die Versammlung der Vertragsparteien dem einzelnen Aktionär keinen Beschluss aufzwingen kann. In diesem Sinne kommt dem einzelnen Aktionär ein Vetorecht zu.[844] Damit der mit dem einheitlichen Auftreten der Parteien angestrebte erhöhte Einfluss erreicht wird, muss ein Aktionär folglich die übrigen Vertragsparteien von seinen Argumenten überzeugen.[845] Nur so kann der Aktionär die Willensbildung in seinem Sinne beeinflussen. Gegen seinen Willen entsteht dem Aktionär somit keine rechtliche Verpflichtung, in der Generalversammlung in einer bestimmten Weise abzustimmen.[846] Der Aktionär bestimmt damit weiterhin selbst über die Ausübung seiner Stimmrechte.

Der Erwerber, der Partei einer mehrseitigen gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarung mit Einstimmigkeitserfordernis ist, kann folglich in der Offenlegungserklärung angeben, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Stehen der Anerkennung keine anderen Vinkulierungsgründe entgegen, hat ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.

bb. Stimmbindungsvereinbarungen mit Mehrheitsbeschluss unter Art. 685d Abs. 2 OR

Aufgrund der dispositiven Natur von Art. 534 Abs. 1 OR können die Parteien festlegen, dass eine absolute Mehrheit für einen gültigen Gesellschaftsbeschluss genügt.[847] Haben die Parteien im Gesellschaftsvertrag den Mehrheitsbeschluss vorgesehen und wurde an der Versammlung der Vertragsparteien der Beschluss gefasst, an der Generalversammlung in einem bestimmten Sinne abzustimmen,

---

843 Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 992 Fn. 60.

844 Siehe DAMIAN FISCHER, 87; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 992.

845 Siehe VON SALIS, 189, welcher von einer Verlagerung der Meinungsbildung von der Generalversammlung in die Versammlung der Vertragsparteien spricht.

846 Eine rechtliche Verpflichtung ergibt sich für den Aktionär allerdings daraus, dass er sich – bei einstimmiger Beschlussfassung – zeitlich bereits *vor* der Generalversammlung auf eine bestimmte Stimmausübung festlegen muss. Der Aktionär bestimmt aber auch in diesem Fall selbst über die Ausübung seiner Stimmrechte. Siehe VON SALIS, 190 Fn. 902.

847 Vgl. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1104.

sind alle Beteiligten, also auch jene, die dem Beschluss nicht zugestimmt haben, dazu verpflichtet, ihre Stimme entsprechend dem gefassten Beschluss abzugeben.[848] Bei mehrseitigen gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarungen mit Mehrheitsbeschluss kann es somit vorkommen, dass ein Aktionär aufgrund des Beschlusses der Versammlung der Vertragsparteien verpflichtet ist, seine Stimme – entgegen seiner persönlichen Überzeugung – im Sinne des gefassten Beschlusses abzugeben.

In solchen Konstellationen stellt sich die Frage, wie die Treuhändervinkulierung anzuwenden ist. Dabei ist zu unterscheiden, ob klare Mehrheitsverhältnisse vorliegen, d.h. ob eine Partei eine absolute Mehrheit besitzt, oder ob sich die Mehrheit jeweils bei jedem Verhandlungsgegenstand neu bildet.

Besitzt eine Vertragspartei in der Versammlung der Vertragsparteien *eine absolute Mehrheit,* kann sie letztlich autonom über die Ausübung des Stimmrechts aller Vertragsparteien bestimmen. Das Stimmrecht aller Aktien, die durch die Stimmbindungsvereinbarung gebunden sind, ist folglich im Hinblick auf die Vinkulierung dieser die Versammlung der Vertragsparteien beherrschenden Person zuzurechnen.[849] Dasselbe muss gelten, wenn sich in der Praxis klare Mehrheitsverhältnisse ergeben, die zu einem *dauernden massgebenden Einfluss* einzelner Parteien der Stimmbindungsvereinbarung auf die Ausübung der Stimmrechte der übrigen Mitglieder führen.[850]

Der Erwerber, der Partei einer mehrseitigen gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarung mit Mehrheitsbeschluss ist, in welcher einer Vertragspartei die absolute Mehrheit zukommt, muss in der Offenlegungserklärung angeben, dass nicht er, sondern die die Versammlung der Vertragsparteien beherrschende Person letztlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Das Stimmrecht an den

---

848 Das Gleiche gilt, wenn die Versammlung der Vertragsparteien beschliesst, dass sich die Beteiligten der Stimme zu enthalten haben. Siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 1106 ff.; vgl. auch BIERI, Rz. 511.

849 Wird gegenüber der Gesellschaft nicht offengelegt, dass einer Partei die absolute Mehrheit zukommt und sie damit über die Stimmrechte der übrigen Parteien bestimmt, liegt eine Umgehung der Vinkulierung vor. Vgl. BIERI, Rz. 514; SCHOTT, 258.

850 Dass gewisse Parteien lediglich oft gleich abstimmen, genügt für sich alleine *nicht,* um ihnen das Stimmrecht der übrigen Vertragsparteien anzurechnen. Eine Zurechnung rechtfertigt sich erst, wenn sich die Mehrheitsverhältnisse in einem gewissen Sinne *institutionalisiert* haben. Vgl. BIERI, Rz. 514.

einzutragenden Aktien wird folglich der die Versammlung der Vertragsparteien beherrschenden Person zugerechnet.

Kommt *keiner Partei der Stimmbindungsvereinbarung eine absolute Mehrheit* zu, gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten, wem das Stimmrecht an den einzutragenden Aktien zugerechnet werden könnte: dem Erwerber oder den Vertragsparteien gemeinsam als Gruppe.

Im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht handelt gemäss Art. 121 FinfraG i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA *in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe,* wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrecht mit Dritten durch Vertrag oder organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmt. Die Erfüllung des Gruppentatbestandes verlangt gemäss Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA kumulativ (1) eine Abstimmung der Verhaltensweise mehrerer (potentieller) Beteiligungsinhaber (2) gestützt auf eine vertragliche Grundlage oder anderweitige organisierte Vorkehren, wobei sich (3) die Zusammenarbeit auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Stimmrechtsausübung zu beziehen hat.[851] Auch ohne Vorliegen eines rechtsverbindlichen Vertragsverhältnisses kann deshalb der Gruppentatbestand erfüllt sein.[852] Ein blosses Parallelverhalten genügt allerdings nicht.[853] Zur Erfüllung des Gruppentatbestands bedarf es vielmehr einer *gewissen Intensität und einer minimalen Organisation des Zusammenwirkens.*[854] Verlangt wird, dass die Aktionäre zwecks

---

851 Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 8; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 121 N 5; vgl. auch KURZBEIN, Rz. 89; WEBER, BSK BEHG 20 N 89.

852 Siehe Art. 121 Abs. 1 FinfraG: «Eine vertraglich *oder auf andere Weise organisierte Gruppe* [...]»; siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 697; GOTSCHEV, Rz. 387; KURZBEIN, Rz. 91; SCHENKER, Offenlegungsrecht, 364; SCHENKER, Übernahmerecht, 122 f. und 126; vgl. auch MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 228.

853 BGE 130 II 530 E. 6.4.1 f.; Entscheid des BStGer vom 21. September 2010 und 20. Oktober 2010, SK.2010.4, E. 3.3; BÖCKLI, § 7 Rz. 70; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 697; GOTSCHEV, Rz. 383 f.; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 10; KISTLER, 160; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 228; METTIER, 125; SCHENKER, Offenlegungsrecht, 364; SCHENKER, Übernahmerecht, 126 f.; TSCHÄNI, Gruppe, 198 f.; VON DER CRONE, Offenlegung, 60 f.; WEBER, BSK BEHG 20 N 90; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 139; siehe auch DRUEY, SZW 1997, 42.

854 BGE 130 II 530 E. 6.4.1 f.; Entscheid des BStGer vom 21. September 2010 und 20. Oktober 2010, SK.2010.4, E. 3.3; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 697; GOTSCHEV, Rz. 388; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 10; KURZBEIN, Rz. 92; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 228 f.; METTIER, 125 f.; TSCHÄNI, Gruppe, 198 f.; VON DER

Erreichen eines gemeinsamen Ziels eigene Mittel und Kräfte zur Verfügung stellen und dabei ihre Einzelinteressen hinter die Interessen der Gruppe stellen.[855] Sehen die Aktionärbindungsverträge eine gemeinsame Ausübung der Stimmrechte vor,[856] werden sie vom Anwendungsbereich von Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA erfasst und lösen bei Erreichen oder Überschreiten der Grenzwerte eine Meldepflicht aus.[857] Mehrseitige Stimmbindungsvereinbarungen – auch ohne klare Mehrheitsverhältnisse – sind im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht folglich meldepflichtige Gruppen i.S. von Art. 121 FinfraG.

Für die Vinkulierung scheint eine Zusammenfassung der Vertragsparteien einer Stimmbindungsvereinbarung ohne absolute Mehrheit als Gruppe allerdings nicht angebracht. Anders als beim börsenrechtlichen Offenlegungsrecht führt eine Zurechnung des Stimmrechts an die Gruppe bei der Vinkulierung zumindest bei Vorliegen einer Prozentvinkulierung nämlich dazu, dass die Stimmrechte der Vertragsparteien auf die statutarische Limite beschränkt werden. Die Vinkulierung hat aber nicht zum Zweck, den Austausch von Aktionären im Hinblick auf die

---

CRONE, Offenlegung, 60 f.; WEBER, BSK BEHG 20 N 92; vgl. auch HOFSTETTER, SZW 1998, 292.

855 BGE 130 II 530 E. 6.4.2; Entscheid des BVGer vom 9. November 2010, B-1215/2009, E. 9.1; FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 697; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 11; KURZBEIN, Rz. 92; METTIER, 125 f.; SCHENKER, Übernahmerecht, 122 f. und 126; WEBER, BSK BEHG 20 N 90 f.; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 138 f.

856 Ein Aktionärbindungsvertrag kann gemäss Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA zusätzlich unter die Meldepflicht fallen, wenn er Bestimmungen über den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren beinhaltet. Dies gilt unabhängig davon, ob eine Stimmbindung vorliegt. Vgl. DAMIAN FISCHER, 339 f.; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 24; METTIER, 127 ff.; SCHENKER, Übernahmerecht, 134 f.; WEBER, BSK BEHG 20 N 94.

857 Siehe FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 706; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 24; vgl. auch SCHENKER, Übernahmerecht, 124; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 140 ff. Die Gruppenmeldung muss gemäss Art. 121 FinfraG die Gesamtbeteiligung (lit. a), die Identität der einzelnen Mitglieder (lit. b), die Art der Absprache (lit. c) sowie Angaben über die Vertretung (lit. d) beinhalten. Die Mitglieder der Gruppe haben allerdings den Vorteil, dass die von den einzelnen Mitgliedern individuell gehaltenen Positionen nicht offengelegt werden müssen. Gegenüber den anderen Marktteilnehmern stellt die Gruppe damit mit Blick auf die Beteiligung der einzelnen Gruppenmitglieder eine *black box* dar. Gemäss Art. 12 Abs. 3 FinfraV-FINMA sind demgegenüber Änderungen in der Zusammensetzung des Personenkreises und der Art der Absprache oder der Gruppe zu melden. FORSTMOSER/KÜCHLER, Rz. 705; GOTSCHEV, Rz. 467; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 121 N 46 ff.; KURZBEIN, Rz. 98 ff.; METTIER, 132 f.; MONTANARI, 233; SCHENKER, Übernahmerecht, 140.

Stimmabgabe in der Generaversammlung zu verhindern. Zweck von mehrseitigen Stimmbindungsvereinbarungen ohne klare Mehrheitsverhältnisse ist typischerweise die Bildung einer Interessengemeinschaft, welche es den Mitgliedern erlaubt, ihren Einfluss auf die Willensbildung in der Generalversammlung wirksamer durchzusetzen.[858] Solange die Stimmbindungsvereinbarungen der Wahrung der *Einzel*interessen der Mitglieder und nicht der gemeinsamen Beherrschung der Gesellschaft dienen, sollte das Stimmrecht dem einzelnen Aktionär zugerechnet werden. Eine Zurechnung des Stimmrechts an alle Vertragsparteien i.S. einer Gruppe würde schliesslich auch eine Einschränkung der Koalitionsfreiheit der Aktionäre darstellen.[859]

Der Erwerber, der Partei einer mehrseitigen gesellschaftsrechtlichen Stimmbindungsvereinbarung mit Mehrheitsbeschluss ist, in welcher keiner Vertragspartei die absolute Mehrheit zukommt, kann in der Offenlegungserklärung angeben, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Stehen der Anerkennung keine anderen Vinkulierungsgründe entgegen, hat ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.

3. Stimmbindungsvereinbarungen unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Stimmbindungsvereinbarungen ohne Aktienübertragung stellen *keine* Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien dar. Die Gesellschaft kann Erwerber, die sich gegenüber Dritten verpflichtet haben, das Stimmrecht nach deren Weisungen bzw. in Abstimmung mit diesen auszuüben, deshalb nicht gestützt auf den neuen Ablehnungsgrund in Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR ablehnen.

858 BIERI, Rz. 513; KLÄY, 315.

859 BIERI, Rz. 512 f.; KLÄY, 315 f.

Juristische Personen als Erwerber

I. Körperschaften

1. Übersicht

Handelt es sich beim Erwerber um eine juristische Person,[860] stellt sich die Frage, wem das Stimmrecht an den einzutragenden Aktien zugerechnet werden soll. Dabei haben sich in der Literatur zwei entgegengesetzte Meinungen gebildet. Gestützt auf die eigene Rechtspersönlichkeit von juristischen Personen vertritt die *wohl herrschende Lehre* die Ansicht, dass durch juristische Personen erworbene Aktien der juristischen Person zugerechnet werden müssen.[861] Nach dieser Ansicht hat die juristische Person, solange keine Umgehung vorliegt, Anspruch auf Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht,* unabhängig davon, von wem sie beherrscht wird.[862] Ein anderer *Teil der Lehre* spricht sich hingegen dafür aus, dass die Gesellschaft bei der Anwendung der Treuhändervinkulierung auf den Aktienerwerb durch juristische Personen von der formellen Betrachtungsweise der zivilrechtlichen Verhältnisse abweichen soll.[863] Nach dieser Ansicht hat die juristische Person im Anerkennungsgesuch offenzulegen, wer die an ihr *wirtschaftlich* Berechtigten sind. Diese wirtschaftlich Berechtigten haben ihrerseits auf Verlangen der Gesellschaft zu erklären, dass sie die einzutragenden Aktien auf eigene Rechnung erworben haben.[864]

---

860 Vorliegend von Interesse sind die Körperschaften des schweizerischen Rechts. Dabei handelt es sich um die Aktiengesellschaft, die Kommanditaktiengesellschaft, die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Genossenschaft und den Verein. Die vorliegenden Ausführungen beschränken sich aufgrund ihrer praktischen Bedeutung auf die Aktiengesellschaft. Die Ausführungen gelten dabei aber grundsätzlich *mutatis mutandis* auch für die übrigen Körperschaften des schweizerischen Rechts.

861 BIERI, Rz. 292; BÖCKLI, § 6 Rz. 118, wonach das Gesetz dem Verwaltungsrat keine Kompetenz *zu weiterem Fahnden nach den wirtschaftlich beteiligten Personen* verleiht. Vgl. BÜHLER, Regulierung, § 8 Rz. 679.

862 BÖCKLI, § 6 Rz. 118.

863 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 283 ff. und 293; siehe auch Entscheid des KGer Zug vom 27. Oktober 2016, A3 2015 27, E. 4.5.5; vgl. auch VON SALIS, 219 ff. im Hinblick auf die Anwendung der Höchststimmklausel auf juristische Personen als Aktionäre.

864 DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 293.

2. Aktienerwerb durch juristische Personen unter Art. 685d Abs. 2 OR

2.1 Übersicht

Bei der Beantwortung der Frage, ob das Stimmrecht der juristischen Person oder den die juristische Person beherrschenden Dritten zugerechnet werden muss, ist der Zweck der Treuhändervinkulierung heranzuziehen. Die Treuhändervinkulierung dient zum einen der Durchsetzung der andern beiden Ablehnungsgründe, zum anderen kommt ihr eine eigenständige Transparenzfunktion zu.[865]

2.2 Zurechnung des Stimmrechts

Zur Erfüllung dieses Zwecks ist es notwendig, nicht bloss auf die formell-rechtlichen Verhältnisse abzustellen, sondern auch faktische Einflussmöglichkeiten auf die Ausübung des Stimmrechts zu berücksichtigen. Entscheidend ist, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Zu diesem Zweck sind die Aktien einer Gesellschaft den sie beherrschenden Personen zuzurechnen, da diese schlussendlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmen. Nur so kann der Zweck der Treuhändervinkulierung – und damit der beiden anderen Ablehnungsgründe – erreicht werden. Erwirbt eine juristische Person Aktien, hat sie folglich offenzulegen, *wer* sie beherrscht.[866] Es bleibt zu klären, wann eine solche Beherrschung vorliegt.

a. Beherrschung der juristischen Person durch Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung

Eine juristische Person wird durch die Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung beherrscht.[867] Wer bei einer Aktiengesellschaft über die Stimmen-

---

865 Siehe zum Regelungszweck der Treuhändervinkulierung vorne S. 5 ff. Die *wirtschaftlichen Beteiligungsverhältnisse* sind dabei für die Anwendung der Treuhändervinkulierung nicht von Bedeutung, da sich aus ihnen nicht zwingend eine Beherrschung ergibt.

866 Vgl. HÜNERWADEL, 13: «Der ‹lenkende Wille›, welcher die einzelnen Teile zu einem funktionierenden Ganzen verbindet, geht im Endeffekt stets von einer natürlichen Person aus. Der eigentliche Unternehmer ist deshalb nicht die Aktiengesellschaft als Rechtsträgerin, sondern deren Kontrollinhaber.» (Hervorhebungen weggelassen).

867 AMSTUTZ, 390 ff.; BIERI, Rz. 492; FREY, 111 f.; SCHLEIFFER, 152 f.; VON SALIS, 225; vgl. auch HANDSCHIN, 46 ff.; KOPPENSTEINER, Kölner Komm. AktG 17 N 34 ff.; FLURIN VON PLANTA, 93 ff.

mehrheit in der Generalversammlung verfügt, kann gemäss Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR die Mitglieder des Verwaltungsrats wählen und gemäss Art. 705 Abs. 1 OR auch abberufen. Diese Mitglieder des Verwaltungsrats sind es wiederum, die unmittelbar über die Ausübung der Stimmrechte der von der Gesellschaft gehaltenen Aktien verfügen.

Nach Art. 703 OR fasst die Generalversammlung ihre Beschlüsse und vollzieht ihre Wahlen, soweit es das Gesetz oder die Statuten nicht anders bestimmen, mit der *absoluten Mehrheit* der vertretenen Aktienstimmen. Entscheidend für die Berechnungsgrundlage des absoluten Mehrs sind die an der Generalversammlung vertretenen und stimmberechtigten Aktienstimmen.[868] Dabei gelten Aktien, die aufgrund gesetzlicher oder statutarischer Bestimmungen vom Stimmrecht ausgeschlossen sind, als nicht vertreten.[869] Entscheidend ist damit die *Stimmenmehrheit* und nicht die – häufig damit einhergehende – Kapitalmehrheit.[870] Eine Stimmenmehrheit kann sich auch aus Stimmbindungsvereinbarungen ergeben.[871] Nicht von Bedeutung ist, ob die beherrschende Person von ihrer beherrschenden Stellung Gebrauch macht. Für die Zurechnung der Stimmrechte genügt es, wenn eine solche beherrschende Position vorliegt.[872]

b. Vermutung der Beherrschung

Eine Stimmenmehrheit in der Generalversammlung begründet entsprechend die (widerlegbare) Vermutung,[873] dass sich der Verwaltungsrat bei der Führung der

---

868 Vgl. DUBS/TRUFFER, BSK OR 703 N 8; VON SALIS, 226.

869 BÖCKLI, § 12 Rz. 355; DUBS/TRUFFER, BSK OR 703 N 9; vgl. auch Art. 685f Abs. 3 OR. Wurde beispielsweise ein Aktionär aufgrund einer Prozentvinkulierung nur bis zu einer gewissen Limite als Aktionär *mit Stimmrecht* anerkannt, gelten bloss diese Aktien als vertreten.

870 Die Kapitalmehrheit ist für die Beurteilung der Beherrschung einer juristischen Person nicht massgebend, da sich aus ihr nicht zwingend eine Beherrschung ergibt. Vgl. HÜNERWADEL, 14; VON SALIS, 225 ff.

871 VON SALIS, 226 m.w.H.

872 Vgl. VON SALIS, 229, wonach die durch die Stimmenmehrheit erhaltene Möglichkeit zur Wahl bzw. Abwahl des Verwaltungsrates genügt, um die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrates dazu zu bewegen, sich im Sinne des Inhabers dieser Mehrheit zu verhalten. Der Gedanke, andernfalls ab- bzw. nicht wiedergewählt zu werden, ist Ansporn genug.

873 Eine solche widerlegbare Vermutung kennt auch das Konzernrecht. Vgl. HANDSCHIN, 48; VON SALIS, 219 ff. Siehe zum deutschen Recht § 17 AktG: «(1) Abhängige Unternehmen sind rechtlich selbständige Unternehmen, auf die ein anderes Unternehmen

Gesellschaft nach dem Willen der beherrschenden Person richtet.[874] Die Ausübung der Stimmrechte der durch die juristische Person erworbenen Aktien wird somit vermutungsweise nach dem Willen der sie beherrschenden Person erfolgen.[875] Entscheidet sich nämlich der Verwaltungsrat nicht im Interesse der beherrschenden Person, geht er das Risiko ein, bei der nächsten Wahl nicht wiedergewählt zu werden.[876] Für die Zurechnung der erworbenen Aktienstimmen ist deshalb nicht von Bedeutung, ob die Mitgliederversammlung der juristischen Person unmittelbar über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt oder ob dies – mittelbar – über eine durch sie gewählte Instanz geschieht. In diesem Sinne genügt die mittelbare Einflussnahme durch die beherrschende Person, um ihr das Stimmrecht der erworbenen Aktien zuzurechnen.[877] Es zeigt sich, dass die Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung die Vermutung entstehen lässt, dass eine Beherrschung vorliegt und deshalb das Stimmrecht an den durch die juristische Person erworbenen Aktien der beherrschenden Person zugerechnet wird. Handelt es sich bei der beherrschenden Person um eine juristische Person und wird diese ihrerseits von einer Person beherrscht, ist das Stimmrecht – gemäss den dargelegten Kriterien – dieser Person zuzurechnen.[878] Entscheidend ist folglich, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann.

Kommt keiner Person eine Stimmenmehrheit zu, ist das Stimmrecht an den erworbenen Aktien der juristischen Person selbst zuzurechnen. Vereinigt ein Aktionär bloss eine grössere Zahl der Stimmrechte auf sich, ohne dabei eine beherrschende

---

(herrschendes Unternehmen) unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluß ausüben kann. (2) Von einem in Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen *wird vermutet,* daß es von dem an ihm mit Mehrheit beteiligten Unternehmen abhängig ist.» (Hervorhebungen hinzugefügt); siehe dazu KOPPENSTEINER, Kölner Komm. AktG 17 N 94 ff.

874 Siehe AMSTUTZ, 391 f.; HANDSCHIN, 48; HÜNERWADEL, 45; VON SALIS, 225; vgl. auch FLURIN VON PLANTA, 103.

875 Vgl. HANDSCHIN, 48; HÜNERWADEL, 45.

876 VON SALIS, 225; siehe HANDSCHIN, 48.

877 Vgl. VON SALIS, 225.

878 Eine ähnliche Regelung findet sich im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht, wonach der Erwerb von Aktien durch eine direkt oder indirekt beherrschte juristische Person gemäss Art. 11 lit. b FinfraV-FINMA als indirekter Erwerb gilt. Ebenfalls als indirekter Erwerb gilt gemäss Art. 11 lit. c FinfraV-FINMA der Erwerb einer Beteiligung, die direkt oder indirekt die Beherrschung einer juristischen Person vermittelt, die ihrerseits direkt oder indirekt Beteiligungspapiere hält. Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 173; METTIER, 111; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 120.

Position einzunehmen, können ihm die durch die juristische Person erworbenen Aktien auch dann nicht zugerechnet werden, wenn er sich aufgrund der Passivität der übrigen Aktionäre häufig durchsetzen kann.[879] In diesem Fall ist der Einfluss des Aktionärs nicht stark genug, um eine Zurechnung der durch die juristische Person erworbenen Stimmrechte zu rechtfertigen.[880]

Eine Widerlegung der Vermutung muss möglich sein. Kann die Person, welcher die Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung zukommt, den Nachweis erbringen, dass trotz Stimmenmehrheit keine Beherrschung vorliegt, ist das Stimmrecht im Aktienbuch nicht ihr, sondern der juristischen Person zuzurechnen.[881]

2.3 Fazit

Zur Durchsetzung des Zwecks der Treuhändervinkulierung (und damit der andern beiden Vinkulierungsbestimmungen) ist das Stimmrecht beim Aktienerwerb durch juristische Personen jener Person zuzurechnen, welche die juristische Person beherrscht. Die juristische Person hat folglich in der Offenlegungserklärung offenzulegen, von *wem* sie beherrscht wird. Dabei ist auf die Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung abzustellen. Die Gesellschaft trägt die juristische Person als Aktionärin im Aktienbuch ein, sie rechnet das Stimmrecht aber der die juristische Person (letztlich) beherrschenden Person zu. Hat keine Person eine beherrschende Stellung, wird das Stimmrecht der juristischen Person zugerechnet.

3. Statutarische Grundlage

Solange die Namenaktien vinkuliert sind, ist die Treuhändervinkulierung auch dann anwendbar, wenn sie nicht ausdrücklich statutarisch vorgesehen ist.[882] Dies

---

879 Siehe FLURIN VON PLANTA, 94 f.; vgl. auch KOPPENSTEINER, Kölner Komm. AktG 17 N 20.

880 Auch im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht wird bei der Beurteilung des indirekten Erwerbs i.S.v. Art. 11 lit. b und c FinfraV-FINMA eine Beherrschung lediglich bei einer gefestigten Möglichkeit der Einflussnahme angenommen. Offenlegungsrechtlich werden deshalb nur Verhältnisse erfasst, bei welchen ein faktisch – d.h. wirtschaftlich – oder rechtlich durchsetzbares *Instruktions- oder Weisungsrecht* vorliegt. JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 174; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 74; WEBER, BSK BEHG 20 N 81; siehe auch BÖCKLI, BJM 1998, 237; DRUEY, SZW 1997, 40.

881 Vgl. VON SALIS, 230 hinsichtlich der Anwendung der Höchststimmklausel.

882 Siehe dazu vorne S. 23 f.

muss auch dann gelten, wenn die Aktien durch eine juristische Person erworben werden. Es ist folglich nicht erforderlich, dass die Gesellschaft in den Statuten ausdrücklich die Möglichkeit aufführt, von juristischen Personen die Offenlegung der sie beherrschenden Personen zu verlangen. Aus Gründen der Rechtssicherheit ist es allerdings trotzdem empfehlenswert, eine entsprechende Bestimmung in die Statuten oder das Eintragungsreglement aufzunehmen. Sie könnte wie folgt aussehen:

> *Werden Aktien durch eine juristische Person oder einen vergleichbaren Rechtsträger erworben, hat die Erwerberin auf Verlangen der Gesellschaft die sie beherrschenden Personen offenzulegen, falls solche vorhanden sind. Eine Beherrschung der Erwerberin im Sinne der vorliegenden Bestimmung liegt vor, wenn eine Person oder eine verbundene Personengruppe die Stimmenmehrheit in der Mitgliederversammlung besitzt. Ist eine entsprechende Beherrschung gegeben, wird das Stimmrecht an den erworbenen Aktien der beherrschenden Person bzw. verbundenen Personengruppe zugerechnet. Die beherrschende Person bzw. verbundene Personengruppe ist darüber zu informieren und es muss ihr die Möglichkeit gegeben werden, die Vermutung der Beherrschung zu widerlegen. Die Erwerberin kann mit einem Verweis auf rechtmässig erworbene und verfügbar zu machende Informationen den Nachweis erbringen, dass keine Beherrschung besteht. In diesem Fall wird das Stimmrecht der Erwerberin zugerechnet.*[883]

II. Stiftungen

1. Übersicht

Eine Stiftung i.S.v. Art. 80 ff. ZGB ist ein Vermögen, das von einer Person zu einem von ihr festgesetzten dauernden Zweck in der Weise verselbständigt wird, dass das Vermögen aus dem Rechtskreis des Stifters ausgeschieden und mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattet wird.[884] Die Stiftung ist eine juristische Person.[885] Als verselbständigtes Zweckvermögen, welchem eigene Rechtsper-

---

[883] Siehe auch den Vorschlag einer statutarischen Bestimmung bei DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 293.

[884] MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 2 Rz. 70; siehe auch EISENRING, CHK ZGB 80 N 3; RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 13 ff.; SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 37.

[885] MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 23 Rz. 17; SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 37.

sönlichkeit zukommt, handelt es sich bei der Stiftung konkret um eine Anstalt.[886] Als Anstalt hat die Stiftung – im Unterschied zu den Körperschaften – weder Mitglieder noch Eigentümer.[887] Eine Stiftung kann demnach nicht durch die Mehrheit in der Mitgliederversammlung beeinflusst werden.[888] Die Stiftung ist als juristische Person gemäss Art. 53 ZGB aller Rechte und Pflichten fähig, die nicht die natürlichen Eigenschaften des Menschen zur notwendigen Voraussetzung haben. Erwirbt nun eine Stiftung vinkulierte börsenkotierte Namenaktien, ist zu prüfen, wem gemäss Art. 685d Abs. 2 OR das Stimmrecht an diesen Aktien zugeordnet werden muss.

2. Aktienerwerb durch Stiftungen unter Art. 685d Abs. 2 OR

2.1 Zurechnung des Stimmrechts

Erwirbt eine Stiftung vinkulierte Namenaktien, stellt sich die Frage, ob sie letztlich selber über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt oder ob dem Stifter oder einem Dritten ein derartiger Einfluss zukommt, dass das Stimmrecht nicht der Stiftung, sondern diesem zugerechnet werden muss.

a. Entscheid über die Ausübung des Stimmrechts innerhalb der Stiftung

Die Stiftung erlangt mit ihrer Entstehung rechtliche Unabhängigkeit vom Stifter.[889] Ab der Errichtung ist die Stiftung dem Willen des Stifters – trotz seiner Eigenschaft als Gründer – entzogen.[890] Der (ursprüngliche) Wille des Stifters ist allerdings in der Stiftungsurkunde verbindlich verankert und für die Stiftungs-

886 Als Anstalt ist die Stiftung von den Körperschaften zu unterscheiden. Zum Aktienerwerb durch Körperschaften siehe vorne S. 216 ff.

887 EISENRING, CHK ZGB 80 N 3; GRÜNINGER, BSK ZGB Vorbem. 80–89a N 4; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 2 Rz. 73; SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 38; ZOBL, SZW 1991, 15.

888 Vgl. VON SALIS, 240; ZOBL, SZW 1991, 15.

889 SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 114; siehe auch GRÜNINGER, BSK ZGB Vorbem. 80–89a N 8.

890 RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 17 f.

organe zwingend.[891] Dem Willen des Stifters, der sich in der Stiftungsurkunde niederschlägt, sind allerdings Grenzen gesetzt. Im Unterschied zu Körperschaften, bei welchen die Mitgliederversammlung den ursprünglich festgelegten Zweck später jederzeit ändern kann, fehlt bei Stiftungen ein solche Möglichkeit.[892] Eine Änderung des Stiftungszwecks ist nur ausnahmsweise und unter erschwerten Umständen möglich.[893] Weder die Stiftung selbst bzw. deren Organe noch der Stifter oder Destinatäre können die Stiftungsurkunde einseitig ändern.[894]

In der Regel wird in der Stiftungsurkunde ein Stiftungsrat mit der Verwaltung des Stiftungsvermögens betraut.[895] Dieser entscheidet auch über die Ausübung des Stimmrechts an den durch die Stiftung erworbenen Aktien.[896] Bei der Ausübung der Stimmrechte hat sich der Stiftungsrat am Stiftungszweck zu orientieren. Da die Stiftung ab ihrer Errichtung dem Willen des Stifters grundsätzlich entzogen ist, sind die Stimmrechte an den durch die Stiftung erworbenen Aktien im Normalfall der Stiftung selbst zuzurechnen. Erwirbt die Stiftung vinkulierte Aktien, kann sie folglich die Erklärung abgeben, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben.

b. Möglichkeit der Einflussnahme auf den Stiftungsrat

Die gesetzliche Ordnung lässt dem Stifter bei der Ausgestaltung seiner Beziehung zur Stiftung einen gewissen Spielraum.[897] Obwohl die Stiftung mit ihrer Errichtung rechtliche Unabhängigkeit vom Stifter erlangt, kann der Stifter *Ein-*

---

891 MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 2 Rz. 71; RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 17 f. Da der (ursprüngliche) Wille des Stifters die Stiftung beherrscht, gibt es in der Stiftung – im Unterschied zu den Körperschaften – kein eigentliches Willensbildungsorgan. Es gibt lediglich Geschäftsführungs-, Vertretungs- und Aufsichtsorgane, die den Willen des Stifters auszuführen haben. Siehe RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 19; ZOBL, SZW 1991, 15.

892 MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 2 Rz. 71; RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 25.

893 GRÜNINGER, BSK ZGB 85/86 N 7.

894 GRÜNINGER, BSK ZGB Vorbem. 80–89a N 8; RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 25 f.; vgl. auch Art. 86 f. OR.

895 Art. 83 ZGB; vgl. EISENRING, CHK ZGB 83 N 2; SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 115 ff.

896 Siehe VON SALIS, 241; vgl. auch EISENRING, CHK ZGB 83 N 6 f.; SPRECHER/VON SALIS-LÜTOLF, 116 f.

897 Vgl. VON SALIS, 240.

wirkungsrechte für sich oder Dritte – beispielsweise seine Rechtsnachfolger – vorbehalten.[898] Als solche Einwirkungsrechte kommen in Frage: das Recht über bestimmte Leistungen der Stiftung zu entscheiden, ein Genehmigungs- oder Weisungsrecht bezüglich bestimmter oder sämtlicher Beschlüsse des Stiftungsrats und ein Wahl- und Abberufungsrecht gegenüber den Mitgliedern des Stiftungsrats.[899]

Hat der Stifter zusätzlich zu einem offenen Stiftungszweck Einwirkungsrechte – wie ein Wahl- und/oder ein Abberufungsrecht – für sich oder einen Dritten vorbehalten, kann die Einflussnahme des Stifters trotz rechtlicher Unabhängigkeit der Stiftung ein Ausmass annehmen, welches eine Zurechnung der durch die Stiftung erworbenen Stimmrechte an den Stifter bzw. den Dritten gebietet.[900] Eine Zurechnung der Stimmrechte aufgrund eines Wahl- und Abberufungsrechts ist allerdings nur angebracht, wenn der Stifter bzw. der Dritte dadurch die Mehrheit der Mitglieder des Stiftungsrats stellen kann.[901] Ist der Stifter bzw. der Dritte bloss berechtigt, eine Minderheit der Mitglieder des Stiftungsrats zu stellen, liegt keine genügende Einflussmöglichkeit vor, um das Stimmrecht dem Stifter bzw. dem Dritten zuzurechnen.[902] Der Einfluss des Stifters bzw. des Dritten wird durch allfällige Genehmigungs- und Weisungsrechte weiter erhöht. Für die Zurechnung des Stimmrechts ist es aber nicht notwendig, dass der Stifter bzw. der Dritte direkt über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. Es genügt, wenn er die Ausübung des

---

898 RIEMER, BK ZGB System. Teil 80–89bis N 29 und 83 N 12; siehe VON SALIS, 240 f.

899 RIEMER, BK ZGB 83 N 12.

900 Siehe VON SALIS, 240 f. für die Zurechnung des Aktienstimmrechts bei der Anwendung der Höchststimmklausel.

901 VON SALIS, 241 (bezüglich der Anwendung der Höchststimmklausel); siehe auch Art. 6 Abs. 2 lit. c BewG. In diesem Sinne spricht sich auch die herrschende Lehre bezüglich des Stimmrechtsausschlusses an eigenen Aktien der Gesellschaft aus. Demnach soll Art. 659a Abs. 1 OR analog Anwendung finden, wenn der Stiftungsrat mehrheitlich oder ausschliesslich durch die Gesellschaft bestellt wird. Siehe BÖCKLI, § 12 Rz. 447; BURCKHARDT, 96 ff.; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 88c; SCHLEIFFER, 171 f., der allerdings für die Unternehmensstiftung eine Ausnahme vorsieht; ZOBL, SZW 1991, 15 f., wonach dies allerdings nur dann gilt, wenn die entsprechenden Stiftungsräte nicht in den Ausstand treten.

902 Ist in der Stiftungsurkunde vorgesehen, dass die Mitglieder des Stiftungsrates von zwei Parteien je zur Hälfte bestellt werden, liegt keine genügende Beeinflussung einer Partei vor, die eine Zurechnung der Stimmrechte rechtfertigen würde. Vgl. BÖCKLI, § 12 Rz. 449; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 Rz. 88c; SCHLEIFFER, 171; VON SALIS, 241; ZOBL, SZW 1991, 16.

Stimmrechts über Beschlüsse *indirekt* beeinflussen kann.[903] Ob dies der Fall ist, muss im Einzelfall geprüft werden. Kann der Stifter bzw. der Dritte über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen oder diese indirekt beeinflussen, muss die Stiftung in der Offenlegungserklärung angeben, dass nicht sie, sondern der Stifter bzw. der Dritte letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Das Stimmrecht wird zum Zweck der Vinkulierung entsprechend dem Stifter bzw. dem Dritten zugerechnet.

Eine entsprechende Regelung findet sich auch im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht. Erwirbt eine Stiftung börsenkotierte Aktien und werden dadurch gesetzliche Grenzwerte erreicht oder überschritten, ist sie grundsätzlich selbst gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG meldepflichtig. Dies gilt, obwohl – zumindest indirekt – die Destinatäre wirtschaftlich von einem Wertanstieg der Aktien profitieren.[904] Wird eine Stiftung allerdings durch den Stifter oder einen Dritten beherrscht, liegt ein *indirekter Erwerb* vor, weshalb die beherrschende Person von der Meldepflicht gemäss Art. 120 Abs. 5 FinfraG erfasst ist. Ob eine solche Beherrschung vorliegt, ist im Einzelfall zu beurteilen. Wie bei der Zurechnungsfrage im Rahmen der Treuhändervinkulierung kann sich eine Beherrschung dadurch ergeben, dass der Stifter bzw. ein Dritter die Mehrheit des Stiftungsrats bestellt.[905] Eine Meldepflicht entsteht grundsätzlich dann, wenn der Dritte durch die Beherrschung im Ergebnis über die Stimmrechte an den durch die Stiftung gehaltenen Aktien bestimmen kann.[906]

---

903 Siehe VON SALIS, 241, wonach im Einzelfall bereits die Mitwirkung bei der Erarbeitug des Stiftungsreglements genügen kann, wenn die indirekte Einflussnahme eine gewisse Schwelle überschreitet.

904 Vgl. SCHENKER, Übernahmerecht, 103 und 114.

905 Siehe HOFSTETTER, SZW 1998, 296; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 144.

906 Die Offenlegungsstelle äusserte sich in ihrem Jahresbericht 2000 dahingehend, dass *kein indirektes Halten* vorliege, wenn die Destinatäre über keine offenlegungs-relevanten Mitwirkungsrechte in der Stiftung verfügen *und* sie keine Organstellung innehaben. In diesem Fall befinden sie sich als reine Genussberechtigte «ausserhalb» der eigentlichen Stiftung. *Zusätzlich* dürfen die Destinatäre keinen Anspruch auf Ausschüttungen aus dem Grundstockvermögen haben (Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2000, Ziff. 3.1.3.6.). Kritisch hierzu GOTSCHEV, Rz. 349. Das Bundesverwaltungsgericht bejahte eine Meldepflicht allerdings auch in einem Fall, bei welchem der Stifter zwar Destinatär war und den Stiftungsrat bestellen konnte, ihm aber *keine* Organstellung zukam. Die Möglichkeit der Einflussnahme war allerdings so gross (unter anderem konnte der Stifter die Stiftung widerrufen), dass der Stifter nicht als reine genussberechtigte Person bezeichnet werden konnte. Siehe Entscheid des BVGer vom

2.2 Fazit

Erwerben Stiftungen vinkulierte börsenkotierte Namenaktien, ist im Einzelfall zu prüfen, ob der Stifter oder ein Dritter derart Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts nehmen kann, dass die Zurechnung des Stimmrechts zum Zweck der Vinkulierung zum Stifter bzw. zum Dritten geboten ist. Ein derartiger Einfluss ist gegeben, wenn der Stifter bzw. ein Dritter aufgrund der Stiftungsurkunde über Genehmigungs- und Weisungsrechte verfügt, die ihm eine direkte oder indirekte Einflussnahme auf die Ausübung des Stimmrechts erlauben. Der Einfluss kann sich auch daraus ergeben, dass dem Stifter ein Wahl- und Abberufungsrecht zusteht, gestützt auf welches er die Mehrheit der Mitglieder des Stiftungsrats bestellen kann. Liegt ein derartiger Einfluss vor, bestimmt nicht die Stiftung, sondern der Stifter bzw. ein Dritter letztlich über die Ausübung der Stimmrechte, weshalb das Stimmrecht diesem zugerechnet werden muss. Hat keine Person einen bestimmenden Einfluss auf die Stiftung, ist das Stimmrecht dieser selbst zuzurechnen.

9. November 2010, B-1215/2009, insb. E. 7.1.6.1 ff.; vgl. auch MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 144 ff.; SCHENKER, Beteiligungen, 29; SCHENKER, Übernahmerecht, 114.

Trusts als Erwerber

I. Übersicht

Die Rechtsfigur des Trusts, die ihren Ursprung in der *equity*-Rechtsprechung des englischen Rechts hat, findet sich – in unterschiedlicher Ausprägung – in zahlreichen Ländern.[907] Aufgrund dieser Variationen in der lokalen Ausgestaltung fehlt es an einer einheitlichen Definition des Trusts. Das schweizerische Recht sieht den Trust nicht vor. Eine Umschreibung findet sich allerdings in der Botschaft zum von der Schweiz ratifizierten Haager Trust Übereinkommen (HTÜ): «Der Begriff bezeichnet ein Rechtsverhältnis, bei dem bestimmte Vermögenswerte treuhänderisch auf eine oder mehrere Personen (Trustees) übertragen werden, welche diese zu verwalten und für einen vom Treugeber (*settlor* [...]) vorgegebenen Zweck zu verwenden haben. Letzterer kann allgemeiner Natur sein oder die Begünstigung bestimmter Personen (*beneficiaries* [...]) beinhalten.»[908]

II. Abgrenzung

1. Abgrenzung zur Treuhand

Bei der Betrachtung des Trusts[909] zeigen sich gewisse Ähnlichkeiten zur schweizerischen Treuhand.[910] Diese dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass entscheidende Unterschiede zwischen den beiden Rechtsinstituten bestehen. Während die Treuhand auf einem Vertrag – dem *pactum fiduciae* – zwischen dem Treuhänder und dem Treugeber beruht, liegt beim Trust ein einseitiges

---

907 Siehe Botschaft HTÜ, 557 f.; CINCELLI, Rz. 57 ff. EICHNER, Rz. 9 ff.; PENNER, Rz. 1.1 ff.; SEILER, Rz. 28 ff.

908 Botschaft HTÜ, 557 f.; siehe Art. 2 Abs. 1 HTÜ; siehe auch Entscheid des BGer vom 15. Januar 2010, 2C_409/2009, E. 3.2; vgl. auch CINCELLI, Rz. 93 ff.; GUTZWILLER, 6; SEILER, Rz. 20; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.1; WEINGART, Rz. 14 ff., insb. 17.

909 Die Ausgestaltung des Trustrechts variiert je nach Jurisdiktion. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich deshalb nicht auf das Trustrecht einer spezifischen Jurisdiktion, sondern sollen einen generellen Überblick über das Rechtsinstitut des Trusts geben.

910 Siehe zur Treuhand vorne S. 181 ff.

Rechtsgeschäft vor.[911] Im Unterschied zum Trust kommen dem Treugeber bei der Treuhand gestützt auf den Treuhandvertrag vertragliche Ansprüche gegen den Treuhänder zu.[912] Zusätzlich unterscheiden sich die beiden Rechtsinstitute darin, dass der Trust ein verselbständigtes Sondervermögen bildet, welches typischerweise nicht von der Person des *trustee* abhängig ist.[913] Sodann ist die Treuhand, im Unterschied zu den oft ohne Widerrufsrechte ausgestalteten Trusts,[914] zwingend jederzeit widerrufbar.[915] Wurden keine besonderen Rechte vorbehalten, hat der *settlor,* sobald der Trust errichtet wurde, keinen Einfluss mehr auf den Trust.[916] Der *settlor* ist damit – im Gegensatz zum Treugeber – definitiv entreichert.[917]

2. Abgrenzung zur Stiftung

Anders als bei einer Stiftung, bei welcher die Destinatäre keinerlei Rechte am Stiftungsvermögen haben, kommt dem *beneficiary* beim Trust eine stärkere Rechtsstellung zu.[918] Ein weiterer Unterschied zeigt sich darin, dass der Trust – im Unterschied zu einer Anstalt oder Körperschaft – nicht mit Rechtspersönlichkeit ausgestattet ist.[919] Entsprechend wird nicht der Trust, sondern der *trustee* formeller Eigentümer, wenn Aktien erworben werden.

---

911 Die Zustimmung des vom *settlor* vorgesehenen *trustee* ist für die Entstehung des Trusts nicht erforderlich. Lehnt dieser das Amt ab, wird ein anderer *trustee* bestimmt. Botschaft HTÜ, 559; CINCELLI, Rz. 178; EICHNER, Rz. 53; SEILER, Rz. 166; WEINGART, Rz. 63; siehe auch BÖCKLI, GesKR 2007, 214 und 219.

912 SEILER, Rz. 40 und 165 ff.

913 Die Rechtsstellung des *trustee* hat gewisse Ähnlichkeiten zum Organ einer juristischen Person, welches – anders als bei der Treuhand – ohne Weiteres ausgewechselt werden kann, ohne dabei den Bestand der juristischen Person selbst zu gefährden. Botschaft HTÜ, 559; siehe auch CINCELLI, Rz. 180; EICHNER, Rz. 53; GUTZWILLER, 7 f.; MAYER, AJP 2017, 45; SEILER, Rz. 26; WEINGART, Rz. 63.

914 Ein unwiderruflich ausgestalteter Trust wird auch als *irrevocable trust* bezeichnet.

915 Vgl. Art. 404 OR. Siehe auch CINCELLI, Rz. 178; SEILER, Rz. 167; WEINGART, Rz. 63.

916 Botschaft HTÜ, 559.

917 Siehe BÖCKLI, GesKR 2007, 219.

918 Siehe SEILER, Rz. 171.

919 Botschaft HTÜ, 559 f.; CINCELLI, Rz. 183; SEILER, Rz. 22 und 172; WEINGART, Rz. 25 und 64. Der Trust unterscheidet sich von der Stiftung ferner darin, dass er zur gültigen Errichtung keiner bestimmten Form bedarf. Allerdings sind allfällige Formerfordernisse, die für die Übertragung der Vermögenswerte (bspw. Grundstücke) vom

III. Parteien eines Trusts

1. Überblick

An einem Trust sind grundsätzlich drei Personen beteiligt: der *settlor,* der *trustee* und der *beneficiary.* Dieselbe Person kann dabei mehrere Parteirollen übernehmen.[920] In jüngerer Zeit findet sich im Trustrecht neu auch die Figur des *protector.*

2. Settlor

Als *settlor* wird der Begründer des Trusts bezeichnet. Er überträgt durch ein einseitiges Rechtsgeschäft bestimmte Vermögenswerte zu Eigentum auf den *trustee,* welcher diese nach seinen Vorgaben zu verwalten und zu verwenden hat.[921] Sobald die Vermögenswerte übergeben und der Trust errichtet wurden, besitzt der *settlor,* ausser er ist selber *beneficiary,* grundsätzlich keine Rechte mehr am Trustvermögen.[922] In Abweichung von diesem Grundsatz kann sich der *settlor* allerdings durch die Ausgestaltung der Trusturkunde einen gewissen Einfluss auf den Trust vorbehalten. Ein *settlor* kann beispielsweise bei der Errichtung des Trusts ein Widerrufsrecht vorsehen.[923] Durch die Ausübung dieses Rechts kann der *settlor* das verbleibende Vermögen wieder an sich ziehen, wodurch die *beneficiaries* ihre Ansprüche verlieren.[924] Der *settlor* kann sich mittels Vetorechten oder des Rechts zum Austausch des *trustee* zusätzlich Einfluss auf den Trust verschaffen.[925]

---

settlor auf den *trustee* erforderlich sind, zu beachten. Siehe EICHNER, Rz. 52; SEILER, Rz. 21.

920 Siehe EICHNER, Rz. 50; PENNER, Rz. 2.3. Nicht möglich ist allerdings, dass eine Person sowohl alleiniger *trustee* als auch alleiniger *beneficiary* ist.

921 Botschaft HTÜ, 557 f.; CINCELLI, Rz. 104; EICHNER, Rz. 51 f.; PENNER, Rz. 2.25; SEILER, Rz. 39; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.1 (5) und (6).

922 CINCELLI, Rz. 105; EICHNER, Rz. 55; HAYTON, 135; PENNER, Rz. 2.25; SEILER, Rz. 39; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.23 (d).

923 Sog. *power of revocation.* Liegt ein solches Widerrufsrecht vor, wird der Trust als *revocable trust* bezeichnet. CINCELLI, Rz. 105; EICHNER, Rz. 51; GUTZWILLER/SCHLEIFFER, GesKR 2007, 63; HAYTON, 135; PENNER, Rz. 2.26; SEILER, Rz. 39; WEINGART, Rz. 20.

924 Botschaft HTÜ, 558; CINCELLI, Rz. 105; EICHNER, Rz. 93; vgl. auch SEILER, Rz. 89.

925 Diese Rechte des *settlor* ergeben sich aus der Trusturkunde und nicht aus seiner Stellung als *settlor.* HAYTON, 135; PENNER, Rz. 2.26. Der Einfluss des *settlor* kann

Darüber hinaus kann sich der *settlor* selbst als *trustee* oder *beneficiary* einsetzen, um sich Einfluss auf den Trust zu sichern.[926] Schliesslich kann der *settlor* mit Hilfe eines sog. *letter of wishes* die Verwaltung des Trustvermögens beeinflussen.[927] Diese «Wünsche» sind für den *trustee* zwar nicht bindend, doch werden sie trotzdem häufig umgesetzt.[928]

3. Trustee

Als *trustee* wird bezeichnet, wer die Vermögenswerte vom *settlor* zur Verwaltung übertragen erhält.[929] Mit der Übertragung der Vermögenswerte erwirbt der *trustee* sämtliche Rechte am Trustgut.[930] Der Trust verfügt über keine eigene Rechtspersönlichkeit, der *trustee* ist Volleigentümer des Trustvermögens.[931] Seine Rechte und Pflichten ergeben sich grundsätzlich aus der Trusturkunde.[932] Er hat das Trustvermögen nach den vom *settlor* in der Trusturkunde festgelegten Bestimmungen zu Gunsten des *beneficiary* zu halten und zu verwalten.[933] Bei seinen Entscheidungen hat sich der *trustee* im Rahmen der Trusturkunde an den Interessen des *beneficiary* zu orientieren.[934] Handelt der *trustee* sorgfaltspflichtwidrig bzw. hält er

---

allerdings so gross sein, dass der Trust bloss als vorgeschobenes Konstrukt zu betrachten ist. Vgl. hierzu HAYTON, 136 f.; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 4.6 ff.

926 Nicht möglich ist allerdings, dass der *settlor* alleiniger *trustee* und alleiniger *beneficiary* ist. In dieser Konstellation hätte der *settlor* – aus seinen unterschiedlichen Rollen – Verpflichtungen sich selbst gegenüber. Siehe CINCELLI, Rz. 105; HAYTON, 136.

927 BÖCKLI, GesKR 2007, 218; CINCELLI, Rz. 125; HAYTON, 136 und 168; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 56.45 f.; WEINGART, Rz. 21.

928 BÖCKLI, GesKR 2007, 218; CINCELLI, Rz. 125; HAYTON, 168; WEINGART, Rz. 21; vgl. auch UNDERHILL/HAYTON, Rz. 56.45 ff., welche nach *legally binding, legally significant* und *morally binding letters* unterscheiden.

929 Vgl. GUTZWILLER, 8.

930 EICHNER, Rz. 55.

931 Siehe CINCELLI, Rz. 107; EICHNER, Rz. 57; GUTZWILLER, 9.

932 Darüber hinaus ergeben sich seine Rechte und Pflichten aus der gerichtlichen Rechtsprechung und allfälligen gesetzlichen Bestimmungen, wie beispielsweise dem *Trustee Act 2000* (UK). EICHNER, Rz. 54; PENNER, Rz. 2.18 und 10.2 ff.; SEILER, Rz. 41.; WEINGART, Rz. 22; vgl. auch GUTZWILLER/SCHLEIFFER, GesKR 2007, 63.

933 CINCELLI, Rz. 107; GUTZWILLER, 8; PENNER, Rz. 2.18 und 2.36 ff.; SEILER, Rz. 48 ff.; WEINGART, Rz. 22.

934 PENNER, Rz. 2.22; siehe WEINGART, Rz. 34.

sich nicht an die Anordnungen in der Trusturkunde, macht er sich gegenüber dem *beneficiary* schadenersatzpflichtig.[935]

4. Beneficiary

Als *beneficiary* wird die Person bezeichnet, zu deren Gunsten der *trustee* das Trustvermögen verwaltet.[936] Die Rechtsstellung des *beneficiary* hängt von der Ausgestaltung des Trusts ab. Dabei wird grob danach unterschieden, ob die Ansprüche des *beneficiary* bereits in der Trusturkunde ausdrücklich festgelegt werden oder ob dem *trustee* bei der Zuordnung des Trustvermögens Ermessen eingeräumt wird. Im ersteren Fall wird von einem sog. *fixed trust*[937] gesprochen, im letzteren von einem *discretionary trust*[938]. Ungeachtet der Ausgestaltung hat der *beneficiary* grundsätzlich Anspruch darauf, dass der *trustee* das Trustvermögen entsprechend der Trusturkunde verwaltet.[939] Dem *beneficiary* stehen aber keine Weisungsrechte gegenüber dem *trustee* bezüglich der Verwaltung des Trustvermögens zu.[940]

---

935 Siehe CINCELLI, Rz. 233 ff., insb. 237 und 295 ff.; ausführlich PENNER, Rz. 11.1 ff.; SEILER, Rz. 54 und 56 ff.; vgl. auch BÖCKLI, GesKR 2007, 212.

936 CINCELLI, Rz. 111; SEILER, Rz. 55.

937 Beim *fixed trust* werden die Ansprüche des *beneficiary* durch den *settlor* in der Trusturkunde ausdrücklich festgelegt. Der *beneficiary* hat dadurch einen Anspruch auf das ganze Trustvermögen bzw. Teile des Trustvermögens. Siehe CINCELLI, Rz. 155; GUTZWILLER, 10; SEILER, Rz. 75.

938 Bei einem *discretionary trust* räumt der *settlor* dem *trustee* im Hinblick auf die Entscheidung darüber, ob und in welchem Umfang die *beneficiaries* einen Anteil des Trustvermögens erhalten sollen, Ermessen ein. Solange der *trustee* sein Ermessen nicht ausgeübt hat, kann das *beneficial interest* nicht einzelnen *beneficiaries* zugeordnet werden. Der *beneficiary* hat damit bis zum Zeitpunkt, in welchem der *trustee* sein Ermessen ausübt und ihm einen Anteil zuspricht, keinen Rechtsanspruch auf Ausschüttung in der Form eines *equitable interest,* sondern bloss die *Hoffnung,* begünstigt zu werden. Siehe CINCELLI, Rz. 156; EICHNER, Rz. 71; GUTZWILLER, 10; PENNER, Rz. 3.6; SEILER, Rz. 77.

939 CINCELLI, Rz. 332; GUTZWILLER, 10.

940 ARTER, AJP 2012, 512: «Wer an Vermögenswerten begünstigt ist, hat bei Trusts üblicherweise – zumindest wenn das ‹Spiel des Trusts gespielt wird› – keine Möglichkeit, über die Vermögenswerte des Trusts zu bestimmen.» GUTZWILLER/SCHLEIFFER, GesKR 2007, 63.

5. Protector

Der *protector,* eine neuere Figur des Trustrechts, übernimmt eine Aufsichtsfunktion.[941] Er wacht im Interesse des *settlor* darüber, dass der *trustee* sich an dessen Anordnungen in der Trusturkunde hält.[942] Je nach Ausgestaltung übt der *protector* seine Aufsichtstätigkeit unabhängig aus oder ist der Kontrolle des *settlor* unterstellt.[943] Im Rahmen seiner Aufsichtstätigkeit können dem *protector* umfangreiche Weisungs- und Vetorechte zukommen.[944]

IV. Aktienerwerb durch Trusts unter Art. 685d Abs. 2 OR

1. Übersicht

Vinkulierte Namenaktien können vom Trust, genauer vom *trustee,* auf zwei Arten erworben werden. Zum einen kann es bei der Errichtung des Trusts, d.h. bei der Übertragung des Trustvermögens vom *settlor* auf den *trustee,* zu einer Übertragung von Namenaktien kommen. Diese Übertragung findet direkt zwischen den beiden Trustparteien statt. Es handelt sich dabei um einen *ausserbörslichen* Erwerb i.S.v. Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR. Die Rechte gehen deshalb erst auf den *trustee* über, wenn dieser bei der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär einreicht. Zum anderen kann der Trust, d.h. der *trustee,* nach der Errichtung des Trusts Namenaktien erwerben. Dabei wird es sich in der Regel um einen *börsenmässigen* Erwerb i.S.v. Art. 685f Abs. 1 Satz 1 OR handeln, weshalb die Rechte bereits mit der Übertragung auf den Erwerber übergehen.

941 CINCELLI, Rz. 114; GUTZWILLER, 11; PENNER, Rz. 3.23.

942 BÖCKLI, GesKR 2007, 214 und 218; EICHNER, Rz. 64; PENNER, Rz. 3.23; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.78 ff.; siehe auch CINCELLI, Rz. 114

943 CINCELLI, Rz. 115; UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.78.

944 BÖCKLI, GesKR 2007, 218; CINCELLI, Rz. 114; EICHNER, Rz. 64; GUTZWILLER, 11; PENNER, Rz. 3.23 und 3.45; WEINGART, Rz. 24.

2. Zurechnung des Stimmrechts

Die Betrachtung der verschiedenen Parteien eines Trusts zeigt auf, wie komplex das Verhältnis zwischen diesen sein kann. Da es nicht *den* Trust gibt, variiert die Stellung der involvierten Parteien je nach Ausgestaltung des Trusts im Einzelfall.[945] Dies verunmöglicht eine allgemeingültige Zurechnung des Stimmrechts unter Art. 685d Abs. 2 OR.

Unabhängig von der Art der Ausgestaltung steht das formelle Stimmrecht an den durch das Trustvermögen erworbenen Aktien dem formellen Eigentümer, d.h. dem *trustee,* zu.[946] Dies bedeutet allerdings nicht, dass der *trustee* letztlich in jedem Fall über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. Während dem *beneficiary* grundsätzlich keinerlei Weisungsrechte hinsichtlich der Verwaltung des Trustvermögens, d.h. auch hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts zustehen, kann die Trusturkunde solche Weisungsrechte für den *settlor* oder den *protector* vorsehen. Es ist sodann möglich, dass dem *settlor* bzw. dem *protector* aufgrund der Trusturkunde ein Weisungsrecht bzgl. generellen oder spezifischen Investmententscheidungen zusteht.[947] In diesen Fällen ist das Stimmrecht zum Zweck der Vinkulierung dem *settlor* bzw. dem *protector* zuzurechnen. Eine solche Zurechnung des Stimmrechts kann sich im Einzelfall auch daraus ergeben, dass die Trusturkunde dem *settlor* bzw. *protector* das Recht zugesteht, den *trustee* auszuwechseln und einen neuen zu bestimmen.[948] Ein *trustee,* der bei einer falschen Ausübung des Stimmrechts das Risiko trägt, ersetzt zu werden, wird typischerweise im Sinne des *settlor* bzw. des *protector* abstimmen.

Settlor und *protector* können sodann mittels Vetorechten Einfluss auf den Trust ausüben. Je nach Ausgestaltung dieser Vetorechte ist es im Einzelfall angebracht, das Stimmrecht zum Zweck der Vinkulierung dem *settlor* oder dem *protector* zuzurechnen. Dabei ist nicht notwendig, dass der *settlor* oder der *protector direkt* über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Entscheidend ist, ob dem *settlor* oder dem *protector* im Ergebnis ein derartiger Einfluss zukommt, dass er letztlich

---

945 Vgl. BÖCKLI, GesKR 2007, 210: «Der Trust ist ein *proteusartiges* Rechtsgebilde, das in unzähligen Varianten vorkommt und in jedem Einzelfall genau analysiert werden muss. *‹Der Trust›* – das ist etwas, was es nicht gibt; jede Trusterrichtung ist ein schöpferischer Akt.»

946 Vgl. GUTZWILLER, 8; GUTZWILLER/SCHLEIFFER, GesKR 2007, 64.

947 UNDERHILL/HAYTON, Rz. 1.79 (j).

948 Siehe zur ähnlichen Situation bei der Stiftung vorne S. 222 f.

über die Ausübung des Stimmrechts bestimmen kann. Ist dies der Fall, hat der *trustee* in der Offenlegungserklärung anzugeben, dass nicht er, sondern der *settlor* bzw. der *protector* letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Ist der *trustee* hingegen bei der Ausübung der Stimmrechte nicht an Weisungen des *settlor* oder des *beneficiary* gebunden, kann er in der Offenlegungserklärung angeben, dass letztlich er über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Eine entsprechende Regelung findet sich auch im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht: Der *trustee,* der bei der Ausübung der Stimmrechte nicht an Weisungen des *settlor* oder *beneficiary* gebunden ist, ist gemäss Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA zur Meldung verpflichtet, sofern gesetzliche Grenzwerte überschritten werden.[949] Kommt allerdings dem *settlor* und/oder dem *protector* aufgrund der Ausgestaltung des Trustverhältnisses eine derartige Einflussmöglichkeit zu, dass sie im Ergebnis über die Stimmrechte an den durch das Trustvermögen gehaltenen Aktien bestimmen können, werden *settlor* und *protector* meldepflichtig.[950] In diesem Fall ist der Erwerb durch den *trustee* als indirekter Erwerb gemäss Art. 11 lit. a FinfraV-FINMA zu qualifizieren.[951] Wie bei der Beurteilung mit Bezug auf die Treuhändervinkulierung ist somit auch im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht im Einzelfall zu untersuchen, ob der *trustee* bei der Ausübung der Stimmrechte frei und damit selbst meldepflichtig ist oder ob der *settlor* und/oder der *protector* einen derartigen Einfluss ausüben können, dass sie meldepflichtig werden.[952]

Je nach Ausgestaltung des Trusts entscheidet also eine andere Partei über die Ausübung des Stimmrechts. Der Gesellschaft muss im Einzelfall jene Person gemeldet werden, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

---

949 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 155; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 164; siehe auch METTIER, 160; SCHENKER, Übernahmerecht, 114; WEBER, BSK BEHG 20 N 129.

950 WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 164; siehe auch METTIER, 160 f.; SCHENKER, Übernahmerecht, 114; WEBER, BSK BEHG 20 N 129; vgl. auch CEREGHETTI, 287; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 155; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 163.

951 JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 171; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 119; siehe auch GOTSCHEV, Rz. 346; SCHENKER, Übernahmerecht, 146; WEBER, BSK BEHG 20 N 77.

952 Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2000, Ziff. 3.1.3.8; siehe auch SCHENKER, Beteiligungen, 29; SCHENKER, Übernahmerecht, 114; vgl. auch MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 160.

V. Aktienerwerb durch revocable Trusts unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

De lege ferenda könnte sich die Frage stellen, ob die Errichtung eines *revocable* Trusts[953] eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien darstellt. Bei einem *revocable* Trust behält sich der *settlor* bei der Errichtung des Trusts ein Widerrufsrecht vor. Durch die Ausübung dieses Rechts kann der *settlor* das verbleibende Vermögen wieder an sich ziehen, wodurch die *beneficiaries* ihre Ansprüche verlieren. Möchte sich nun der *trustee* eines *revocable* Trusts als Aktionär *mit Stimmrecht* im Aktienbuch eintragen lassen, könnte argumentiert werden, dass aufgrund des Widerrufsrechts eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien bestehe.

Die Stellung des *trustee* lässt sich allerdings nicht ohne Weiteres unter die Sachverhalte subsumieren, welche der Gesetzgeber mit Art. 685d Abs. 2 E-OR regeln wollte. Auch wenn der *trustee,* gleich wie der Aktienborger bei einer *securities lending*-Transaktion, nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist, unterscheidet sich seine Stellung von diesem doch entscheidend. Die Aktionärsstellung des *trustee* zeichnet sich gerade dadurch aus, dass er nicht frei und nach eigenem Interessen handeln kann, und zwar selbst dann nicht, wenn keine Person ein Weisungsrecht hat. Vielmehr hat er sich bei Entscheidungen bezüglich der Aktionärsstellung, insbesondere der Ausübung des Stimmrechts, an den Interessen des *benficiary* zu orientieren. Die Stimmrechtsausübung richtet sich somit – zumindest indirekt – nach den Interessen des Risikoträgers. Entscheidend ist, dass auch der *settlor,* welcher plant, von seinem Widerrufsrecht Gebrauch zu machen, am wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft interessiert ist, da er durch die Ausübung des Widerrufsrechts lediglich das *verbleibende* Vermögen wieder an sich ziehen kann. Nach der hier vertretenen Ansicht stellt die Übertragung von vinkulierten Aktien im Rahmen einer Errichtung eines *revocable* Trusts folglich keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien gemäss Art. 685d Abs. 2 E-OR dar.

[953] Vorliegend wird bloss die Errichtung eines *revocable* Trusts näher untersucht. Bei einem *irrevocable* Trust kommt dem *settlor* kein Widerrufsrecht zu und es liegt damit keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien gemäss Art. 685d Abs. 2 E-OR vor.

Stimmrechtsberater und -vertreter

I. Übersicht

Stimmrechtsberater (sog. *proxy advisors*) beraten gegen Entgelt Aktionäre – meist institutionelle Investoren – hinsichtlich der Ausübung der Mitwirkungsrechte in der Generalversammlung von börsenkotierten Unternehmen.[954]

Die Annahme der sog. Minder-Initiative[955] und die damit einhergehende Einführung der Stimmpflicht für Vorsorgeeinrichtungen gemäss Art. 22 Abs. 1 VegüV[956] führte zusammen mit dem gleichzeitigen Verbot der Organ- und Depotstimmrechtsvertretung nach Art. 11 VegüV zu einem starken Bedeutungszuwachs von Stimmrechtsvertretern bzw. Stimmrechtsberatern.[957] Doch bereits vor diesen Gesetzesänderungen nahm die Bedeutung der Stimmrechtsberater aufgrund des seit

---

954 GERICKE/BAUM, SZW 2014, 350; HOCH, SZW 2016, 487; siehe auch HUBACHER, Rz. 359, für die Definition des gewerbsmässigen Stimmrechtsberaters. VOLONTÉ/ZABY, ST 2013, 500; vgl. auch CHOI/FISCH/KAHAN, 870.

955 Die eidgenössische Volksinitiative «gegen die Abzockerei» wurde am 3. März 2013 vom Schweizer Stimmvolk mit 68 Prozent der Stimmen angenommen.

956 Zusätzlich zur gesetzlichen Stimmpflicht für Vorsorgeeinrichtungen gemäss Art. 22 Abs. 1 VegüV können sich Stimmpflichten auch *indirekt* ergeben. So beispielsweise nach Art. 23 Abs. 1 KAG, wonach die mit den Anlagen verbundenen Mitgliedschaftsrechte unabhängig und ausschliesslich im Interesse der Anleger auszuüben sind. Da dem Stimmrecht ein wirtschaftlicher Wert zukommt, d.h. da es einen Vermögensbestandteil einer Aktie bildet, sind kollektive Kapitalanlagen zur Ausübung des Stimmrechts verpflichtet, wenn die Ausübung des Stimmrechts für die Anleger einen (erwarteten) Vorteil mit sich bringt. Siehe dazu MAIZAR, 152 ff.; vgl. HUBACHER, Rz. 24.

957 Siehe BÖCKLI, SZW 2015, 212; GERICKE, 91; RIOULT, AJP 2014, 1179 f.; WOHLMANN/GERBER, SZW 2014, 283; vgl. HUBACHER, Rz. 2 f. Die *Minder-Initiative,* welche die Stärkung der Aktionärsrechte zum Ziel hatte, hat zu einem Bedeutungszuwachs von *Stimmrechtsberatern* geführt. Mit den *Stimmrechtsberatern* beeinflussen nun Dritte die Willensbildung in der Generalversammlung, die keinerlei unternehmerisches Risiko tragen. Vgl. GERICKE, 93: «In aller Regel wird es aber so sein, dass das Abstimmen bzw. das Stimmverhalten in die eine oder andere Richtung durch eine Pensionskasse keinen Einfluss hat auf das Pensionskassenvermögen [...] Mit anderen Worten zwingt Art. 22 Abs. 1 VegüV Pensionskassen tendenziell zu irrationalem Verhalten, zum Eingehen unnötiger Kosten und als logische Folge zur Delegation dieses Aufwands an Dritte, welche den Aufwand kosteneffizienter auf sich nehmen können, womit wieder die Stimmrechtsberater im Zentrum stehen.» GERICKE/BAUM, SZW 2014, 353.

Längerem steigenden Anteils von institutionellen Investoren im Aktionariat stetig zu.[958]

Anleger haben oft weder die Zeit noch die Mittel, um sich an der Generalversammlung eine angemessene Meinung zu bilden.[959] Gerade institutionellen Anlegern wie den Vorsorgeeinrichtungen fehlt allerdings aufgrund der – direkten oder indirekten – Stimmpflicht häufig die Möglichkeit, auf die Ausübung des Stimmrechts zu verzichten. Ein Rückgriff auf Stimmrechtsberater bzw. -vertreter ist folglich naheliegend.[960]

Die genaue Dienstleistung eines Stimmrechtsberaters kann je nach Einzelfall stark variieren. Gewisse Aktionäre verlangen bloss die Lieferung von aufgearbeiteten Informationen (Recherchematerial), um eine informierte Stimmrechtsausübung zu ermöglichen.[961] Andere beauftragen den Stimmrechtsberater mit der Ausarbeitung von Stimmrechtsrichtlinien, sog. *voting policies*.[962] Bei Stimmrechtsrichtlinien handelt es sich um abstrakte Richtlinien über die Ausübung des Stimmrechts.[963] Darin kann eine Gesellschaft ihre Grundprinzipien für die Ausübung des Stimmrechts der durch sie gehaltenen Aktien festlegen und ihre besonderen Interessen, wie beispielsweise nachhaltiges Investment, zum Ausdruck bringen.[964] Diese Richtlinien dienen der Gesellschaft als Richtschnur für die Ausübung des

---

958 Siehe GERICKE/BAUM, SZW 2014, 347; VOLONTÉ/ZABY, ST 2013, 499 f.

959 Siehe BERTSCHINGER, SZW 2015, 507. Anzumerken ist allerdings, dass auch die Stimmrechtsberater bei der Analyse der Verhandlungsgegenstände ressourcenmässig an ihre Grenzen stossen. Da sich die Generalversammlungs-Saison bloss auf ein paar Monate beschränkt, stützen sich Stimmrechtsberater häufig auf (standardisierte) Checklisten ab, um die einzelnen Verhandlungsgegenstände zu überprüfen. Ein solches Vorgehen lässt allerdings eine grundlegende Auseinandersetzung mit den Umständen des Einzelfalls nicht zu. Siehe dazu HOCH, SZW 2016, 490; RIOULT, AJP 2014, 1182. Immerhin können Stimmrechtsberater – im Unterschied zu den einzelnen Aktionären – die Kosten der Informationsbeschaffung auf eine Vielzahl an Kunden (Aktionäre) verteilen. Siehe GERICKE/BAUM, SZW 2014, 350.

960 Die Beanspruchung von Dienstleistungen der Stimmrechtsberater drängt sich besonders für ausländische Investoren, die mit den örtlichen Gegebenheiten nicht so vertraut sind, auf. Vgl. BÖCKLI, SZW 2015, 212; HOCH, SZW 2016, 488 f.

961 BERTSCHINGER, SZW 2015, 507; CHOI/FISCH/KAHAN, 870 f.; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 350.

962 Siehe CHOI/FISCH/KAHAN, 870 f.; MAIZAR, 144.

963 Siehe HUBACHER, Rz. 384; MAIZAR, 144; SCHNEIDER/ANZINGER, NZG 2007, 89 f.

964 Siehe MAIZAR, 144; SCHNEIDER/ANZINGER, NZG 2007, 89 f.

Stimmrechts im Einzelfall.[965] Die Dienstleistung der Stimmrechtsberater kann aber auch darin bestehen, die traktandierten Verhandlungsgegenstände zu analysieren und dem Aktionär eine Stimmempfehlung zu geben.[966] Schliesslich sind Stimmrechtsberater nicht nur beratend tätig, sondern bieten auch Stimmrechtsvertretung an der Generalversammlung an.[967]

Im Zusammenhang mit der Treuhändervinkulierung stellt sich nun die Frage, wie Art. 685d Abs. 2 OR zur Anwendung gelangt, wenn ein Aktionär solche Dienstleistungen in Anspruch nimmt.

II. Stimmrechtsberater und -vertreter unter Art. 685d Abs. 2 OR

Unter der geltenden Vinkulierungsordnung erfasst Art. 685d Abs. 2 OR lediglich die Übertragung der Namenaktien. Hat ein Aktionär die Namenaktien einmal erworben und ist er als Aktionär *mit Stimmrecht* eingetragen, kann er – Umgehungstatbestände vorbehalten – zu einem späteren Zeitpunkt frei über die Aktienstimmen verfügen. Die Inanspruchnahme von Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters ist somit für die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 OR nur dann relevant, wenn sie zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs besteht.

1. Stimmrechtsberatung

1.1 Übersicht

Erwirbt ein Aktionär Namenaktien und nutzt er zeitgleich Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters bzw. plant er, solche Dienstleistungen in Anspruch zu

965 HUBACHER, Rz. 384; MAIZAR, 144.

966 BERTSCHINGER, SZW 2015, 507; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 350; MAIZAR, 144; RIOULT, AJP 2014, 1177; SCHNEIDER/ANZINGER, NZG 2007, 90; VERDAM, 2.

967 BERTSCHINGER, SZW 2015, 507; CHOI/FISCH/KAHAN, 870 f.; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 350; MAIZAR, 144; RIOULT, AJP 2014, 1177 f.; SCHNEIDER/ANZINGER, NZG 2007, 91. Neben diesen Dienstleistungen den Aktionären gegenüber beraten Stimmrechtsberater häufig auch Gesellschaften hinsichtlich ihrer Corporate Governance. Vgl. GERICKE, 91; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 351; HOCH, SZW 2016, 488; RIOULT, AJP 2014, 1178.

nehmen, stellt sich die Frage der Anwendung von Art. 685d Abs. 2 OR.[968] Für die Anwendung der Treuhändervinkulierung ist entscheidend, wer letztlich über die Stimmrechte bestimmt.[969] Nimmt ein Aktionär die Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters in Anspruch, kommt diesem unter Umständen ein starker Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts zu. Dieser Einfluss kann sich dabei *generell* aus der Ausarbeitung einer Stimmrechtsrichtlinie[970] oder aber aus einer *konkreten* Stimmrechtsempfehlung ergeben.

1.2 Zurechnung des Stimmrechts

Der Aktionär, der solche Dienstleistungen in Anspruch nimmt, ist nicht verpflichtet, sich an die Empfehlungen des Stimmrechtsberaters zu halten. Doch sind bei der Beurteilung eines Sachverhalts unter der Treuhändervinkulierung nicht nur rechtliche, sondern auch tatsächliche Verhältnisse zu berücksichtigen. In der Praxis zeigt sich denn auch, dass die Empfehlungen der Stimmrechtsberater im Normalfall befolgt werden.[971] In der Literatur werden die Stimmrechtsberater denn auch mit dem *empty voter* in Verbindung gebracht, da sie, ohne selbst das unter-

---

968 Vorliegend wird bloss die Stimmrechts*beratung* untersucht. Siehe zur Anwendung der Treuhändervinkulierung auf die Stimmrechts*vertretung* hinten S. 243 ff.

969 Siehe dazu vorne S. 46 ff.

970 Gesellschaften können durch Gesetze oder Corporate Governance-Standards dazu verpflichtet sein, Richtlinien über die Ausübung des Stimmrechts zu erarbeiten: Siehe beispielsweise Art. 22 Abs. 4 VegüV, wonach das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtung die Grundsätze festlegen muss, die das Interesse der Versicherten bei der Ausübung des Stimmrechts konkretisieren; Art. 49a Abs. 2 lit. b BVV 2, wonach es Aufgabe des obersten Organs ist, die Regeln aufzustellen, die bei der Ausübung der Aktionärsrechte der Vorsorgeeinrichtung zur Anwendung gelangen. Nach dem Grundsatz 2 der *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften* haben die institutionellen Investoren in ihren Grundsätzen festzulegen, wie sie ihre Mitwirkungsrechte ausüben. Siehe zu den *Richtlinien für Institutionelle Investoren* hinten Fn. 977. Vgl. HUBACHER, Rz. 48; WOHLMANN, SJZ 2013, 465, der sich kritisch zur Ausarbeitung von Stimmrechtsgrundsätzen äussert. Ferner RIOULT, AJP 2014, 1190.

971 BERTSCHINGER, SZW 2015, 507 f.; BÖCKLI, SZW 2015, 211; GERICKE, 83, der darauf hinweist, dass Aktionäre auch aufgrund interner Richtlinien zur grundsätzlichen Übernahme der Stimmrechtsempfehlung verpflichtet sein können. Im Zweifelsfall könnte ein institutioneller Investor geneigt sein, den Empfehlungen des Stimmrechtsberaters zu folgen, da er sich dadurch leichter gegenüber seinen Anlegern rechtfertigen und damit die Verantwortung teilweise abschieben kann. Siehe GERICKE, 93; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 352 ff.; HOCH, SZW 2016, 489; RIOULT, AJP 2014, 1180.

nehmerische Risiko zu tragen, Einfluss auf die Willensbildung in der Generalversammlung nehmen können.[972] Im Unterschied zu anderen Arten des *empty voting,* die in der vorliegenden Arbeit untersucht werden, ist es bei der Stimmrechtsberatung nicht der *empty voter* – wenn man ihn denn als solchen bezeichnen will –, der eine Gebühr für das Stimmrecht bezahlt, sondern der Aktionär, der für dessen Dienstleistung bezahlt.[973]

Der Entscheid, einen Stimmrechtsberater mit der Ausarbeitung einer Stimmrechtsrichtlinie zu beauftragen[974] bzw. bei diesem eine Stimmrechtsempfehlung einzuholen, liegt beim Aktionär. Trotz Stimmrechtsempfehlung des Stimmrechtsberaters kann sich der Aktionär entscheiden, das Stimmrecht entgegen dieser Empfehlung auszuüben.[975] Institutionelle Investoren, die Gelder für Dritte anlegen, haben bereits aufgrund ihrer Sorgfalts- und Treuepflicht Stimmrechtsempfehlungen, die nicht den Interessen ihrer Anleger entsprechen, zu missachten.[976]

---

[972] BÖCKLI, ST 2014, 353; BÖCKLI, SZW 2015, 221: «Das Phänomen der stets zunehmenden *Stimmrechtsausübung der Institutionellen Investoren nach Drittempfehlungen* läuft auf ein *‹empty voting›* hinaus. Die eingeholten Empfehlungen werden in der Praxis in den meisten Fällen befolgt. Es geht um eine Machtausübung durch Beratungsfirmen ohne eigenes Investitionsrisiko.» (Hervorhebungen im Original); GERICKE, 90 und 97; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 347 f.; HU/BLACK, 639: «These advisory services have no direct economic interest in shares, yet wield substantial voting power through their advice to institutional investors.» WOHLMANN/GERBER, SZW 2014, 294 f. Siehe auch NATHAN/MEHTA, bei Fn. 11; vgl. auch BERTSCHINGER, SZW 2015, 507 f.

[973] Siehe dazu GERICKE/BAUM, SZW 2014, 348, welche in diesem Zusammenhang von einem *inversen Markt für Stimmrechte* sprechen: «Fondsmanager und Stimmrechtsberater werden für die Kontrollausübung bezahlt, Pensionskassen verfassungsrechtlich dazu verpflichtet.»

[974] Die Ausarbeitung von *individuellen* Stimmrechtsrichtlinien für den Aktionär, wie sie vorliegend untersucht wird, ist von den *generellen* Stimmrechtsrichtlinien der Stimmrechtsberater, welche Auskunft über das Verhalten der Stimmrechtsberater geben, zu unterscheiden. Vgl. HUBACHER, Rz. 49 und 384.

[975] Vgl. beispielsweise The Dutch Corporate Governance Code (Dezember 2016), 4.3.1: «A shareholder who makes use of the voting advice of a third party is expected to form *his own judgement* on the voting policy or the voting advice provided by this adviser.» (Hervorhebungen hinzugefügt). Siehe dazu BÖCKLI, SZW 2015, 215 f.

[976] Siehe beispielsweise Art. 20 Abs. 1 lit. a und b KAG sowie Art. 23 Abs. 1 KAG. Ist der institutionelle Investor als Aktiengesellschaft organsiert, kann in Bezug auf die Auswahl des Stimmrechtsberaters und die Ausgestaltung der Beziehung zwischen der Gesellschaft und dem Stimmrechtsberater auch Art. 717 Abs. 1 OR von Bedeutung sein. Vgl. BERTSCHINGER, SZW 2015, 515; GERICKE, 89 und 93 f.; RIOULT, AJP 2014, 1190.

Unpassende Empfehlungen können auch zu einem Wechsel des Stimmrechtsberaters führen.[977] Um sein Mandat nicht zu verlieren, hat der Stimmrechtsberater somit (zumindest in der Theorie) selbst ein Interesse daran, die Interessen des Aktionärs möglichst genau abzudecken.[978] Auf der anderen Seite macht der Beizug des Beraters für den Aktionär nur Sinn, wenn dieser einen Mehrwert stiftet.[979] Die Aktionäre können sich eben oft nicht mit allen Verhandlungsgegenständen auseinandersetzen. Dies indiziert, dass dem Stimmrechtsberater doch ein sehr grosser Einfluss hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts zukommt.[980]

Wie ein politischer Entscheidungsträger kann – und sollte – sich auch ein Aktionär beraten lassen, wenn ihm die Fachkenntnis oder die Zeit fehlt, um selbst eine informierte Meinung bilden zu können. Gleich wie der politische Entscheidungsträger wird auch der Aktionär seine Berater entsprechend ihrer Ausrichtung und Qualifikation auswählen und entsprechend seinen eigenen Vorstellungen und

---

977 Siehe Grundsatz 3 der *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften:* «Die Institutionellen Investoren haben ihre Stimmrechtsbeauftragten und Stimmrechtsberater sorgfältig auszuwählen. [...] Die Institutionellen Investoren haben die Empfehlungen ihrer Stimmrechtsberater kritisch zu hinterfragen und insbesondere auf mögliche Interessenkonflikte zu überprüfen.» *Die Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften* vom Januar 2013 wurden als Selbstregulierungsinstrument herausgegeben und regeln die Ausübung der Mitwirkungsrechte durch institutionelle Investoren. Die Richtlinien sind rechtlich *nicht* verbindlich. Ein Verweis auf diese Richtlinien findet sich im SCBP, der institutionelle Anleger, Nominees und andere Intermediäre einschliesslich *proxy advisors* «verpflichtet», diese Richtlinien zu berücksichtigen (7, Ziff. 1). Kritisch hierzu BÖCKLI, SZW 2015, 211, wonach die Vorstellung von *Richtlinien für Institutionelle Investoren* «nur ein frommer Wunsch» sei. Siehe aber auch BÖCKLI, SZW 2015, 222. Zurückhaltend äussert sich auch GERICKE, 97. Siehe auch WOHLMANN, SJZ 2013, 461 ff. Vgl. ferner Art. 20 Abs. 1 lit. a und b KAG sowie Art. 23 Abs. 1 KAG; BERTSCHINGER, SZW 2015, 513; HOCH, SZW 2016, 492.

978 AGGARWAL/EREL/STARKS, 21; CHOI/FISCH/KAHAN, 886 und 899; WAGNER/WENK BERNASCONI, ST 2014, 1148, welche aufzeigen, dass sich Aktionäre durchaus gegen die Stimmrechtsempfehlungen entscheiden, wenn die Gesellschaft sie vom Nutzen dieser Entscheidung überzeugen kann. Siehe BÖCKLI, SZW 2015, 213.

979 BERTSCHINGER, SZW 2015, 511; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 352 f.; VERDAM, 4; WOHLMANN/GERBER, SZW 2014, 294.

980 Siehe BERTSCHINGER, SZW 2015, 511; BÖCKLI, SZW 2015, 211; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 352 f.; VERDAM, 4 f. Für eine Übersicht über den Einfluss der Stimmrechtsberater in der Schweiz siehe WAGNER/WENK BERNASCONI, ST 2014, 1148.

Verpflichtungen instruieren.[981] Trotz Vorliegen einer Stimmrechtsempfehlung liegt die Entscheidung über die Ausübung des Stimmrechts letztlich beim Aktionär. Auch wenn der Aktionär nicht dazu in der Lage ist, jede Empfehlung zu den einzelnen Verhandlungsgegenständen zu überprüfen, ist es doch er, der den Auftrag erteilt und dem Stimmrechtsberater entsprechend seinen eigenen Vorstellungen Anweisungen gibt.[982] Der Aktionär bleibt folglich bezüglich der Verfügungsmacht über die Stimmrechte im *driver seat.*[983] Der Aktionär steht weder in einem Abhängigkeitsverhältnis zum Stimmrechtsberater noch ist er diesem gegenüber irgendwie verpflichtet. Der Aktionär ist vielmehr Auftraggeber und bestimmt damit die Ausgestaltung des Auftragsverhältnisses.

1.3 Ergebnis

Aus dem Gesagten kann geschlossen werden, dass das Stimmrecht auch dann dem Aktionär zuzurechnen ist, wenn er im Vorfeld einer Generalversammlung auf die Dienstleistung eines Stimmrechtsberaters zurückgreift. Trotz Stimmrechtsempfehlungen des Beraters liegt nämlich der Entscheid über die Ausübung des Stimmrechts letztlich beim Aktionär. Der Aktionär kann damit in der Offenlegungserklärung bestätigen, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts nach Art. 685d Abs. 2 OR bestimmt, auch wenn er bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs plant, einen Stimmrechtsberater beizuziehen.[984]

---

981 Vgl. Grundsatz 3 der *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften.*

982 Siehe HOCH, SZW 2016, 492: «Es kann nicht verlangt werden, dass institutionelle Investoren die ausgelagerten Arbeiten selber nochmals durchführen. Gewisse Traktanden erfordern aber eine eigenständige Analyse des Investors: sämtliche Traktanden ausserordentlicher Generalversammlungen, Traktandierungsbegehren oder Anträge von Aktionären, transformatorische Traktanden (namentlich Fusionen und Übernahmen) sowie mit negativer Stimmempfehlung des Proxy Advisor behaftete Traktanden.»

983 Vgl. BERTSCHINGER, SZW 2015, 511: «Von guten Beratern wird erwartet, dass sie ihre Kunden führen, ohne in der Angelegenheit selbst den *‹driver seat›* zu übernehmen. Es ist deshalb von einem erheblichen faktischen Einfluss des Beraters auf den Kunden auszugehen.»

984 Gl.M. BERTSCHINGER, SZW 2015, 511; a.M. GERICKE, 97 und 103 f.

2. Stimmrechtsvertretung

2.1 Übersicht

Neben der Ausarbeitung von Stimmrechtsrichtlinien und Stimmrechtsempfehlungen bieten Stimmrechtsberater auch die Vertretung der Aktienstimmen in der Generalversammlung als Dienstleistungen an. Es ist zu prüfen, ob die Delegation der Ausübung des Stimmrechts an den Stimmrechtsvertreter dazu führt, dass das Stimmrecht zum Zweck von Art. 685d Abs. 2 OR nicht mehr dem Aktionär, sondern dem Stimmrechtsvertreter zuzurechnen ist und dieser entsprechend in der Offenlegungserklärung offengelegt werden muss.

Gemäss Art. 689 Abs. 2 OR kann der Aktionär seine Aktien in der Generalversammlung durch einen Dritten vertreten lassen.[985] Zur Ausübung der Stimmrechte ist nach Art. 689a Abs. 1 OR legitimiert, wer vom Aktionär schriftlich dazu bevollmächtigt ist.[986] Auf die individuelle Stimmrechtsvertretung ist Auftragsrecht gemäss Art. 394 ff. OR anwendbar.[987] Die Weisung des Aktionärs an den Stimmrechtsvertreter kann sowohl als *konkrete Stimmvorgabe* ausgestaltet sein als auch mittels *Verweis auf eine allgemeine Richtlinie* erfolgen.[988] Zur Unterstützung des Aktionärs bei der Stimmrechtsentscheidung und der Erteilung von Weisungen stellen grosse Stimmrechtsvertreter häufig Internetplattformen zur Verfügung.[989] Diese Plattformen geben dem Aktionär eine Übersicht über seine Stimmrechte und die anfallenden Verhandlungsgegenstände.[990]

---

985 Dieser Dritte muss – unter Vorbehalt abweichender statutarischer Bestimmungen – nicht Aktionär sein.

986 Die erteilte Vollmacht kann gemäss Art. 34 Abs. 1 OR jederzeit widerrufen werden. Gegenüber der Gesellschaft wirkt der Widerruf allerdings erst, wenn die Gesellschaft Kenntnis davon erhalten hat (Art. 34 Abs. 3 OR). Siehe BÖCKLI, § 12 Rz. 144; MAIZAR, 311 Fn. 2288.

987 BAUEN/BERNET, Rz. 414; PÖSCHEL, BSK OR 689b N 5; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 532.

988 Dabei kann es sich um eine Richtlinie des Aktionärs selbst oder aber um eine generelle Stimmrechtsrichtlinie des Stimmrechtsberaters handeln.

989 So beispielsweise die Plattform von ISS: <https://www.issgovernance.com/solutions/proxy-voting-services/> (zuletzt besucht am 03.03.2019); vgl. auch GERICKE, 92; HUBACHER, Rz. 56.

990 Vgl. HUBACHER, Rz. 56.

2.2 Stimmrechtsvertretung mittels konkreter Stimmanweisung

Aktionäre greifen wie gesehen auf die Dienstleistungen der Stimmrechtsberater zurück, weil sie selbst nicht für jede ihrer Beteiligungen eine informierte Stimmrechtsausübung gewährleisten können. Aus diesem Grund wird auch die konkrete Anweisung in den allermeisten Fällen auf einer im Voraus ausgearbeiteten Empfehlung des Stimmrechtsberaters beruhen. Im Unterschied zum generellen Verweis auf eine Stimmrechtsrichtlinie erfolgt bei einer konkreten Stimmanweisung allerdings eine Anweisung hinsichtlich der einzelnen Verhandlungsgegenstände der Generalversammlung.

Wie gesehen, ist das Stimmrecht dem Aktionär auch dann zuzurechnen, wenn er im Vorfeld einer Generalversammlung auf die Dienstleistungen eines Stimmrechtsberaters zurückgreift und sich Stimmrechtsempfehlungen ausarbeiten lässt. Dasselbe muss gelten, wenn der Aktionär Stimmrechtsempfehlungen ausarbeiten lässt und diese anschliessend als konkrete Weisungen an den Stimmrechtsvertreter zurück- bzw. weitergibt, damit dieser das Stimmrecht an der Generalversammlung entsprechend ausübt. Der Aktionär hat auch hier die Möglichkeit, die einzelnen Empfehlungen zu evaluieren und wenn nötig zu korrigieren. Der Aktionär kann damit in der Offenlegungserklärung offenlegen, letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts nach Art. 685d Abs. 2 OR zu bestimmen, auch wenn er bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs plant, einen Stimmrechtsvertreter zwar beizuziehen, diesem aber konkrete Stimmanweisungen zu geben.

Auch im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht unterliegt der Stimmrechtsvertreter, der aufgrund einer konkreten Stimmanweisung über kein Ermessen verfügt und damit bloss in einer Ausführfunktion handelt, keiner Meldepflicht.[991] Art. 120 Abs. 5 Satz 2 FinfraG stellt denn auch klar, dass die Erteilung von Vollmachten *ausschliesslich zur Vertretung* an einer Generalversammlung von der Meldepflicht ausgenommen ist.[992]

---

991 Siehe Mitteilung Offenlegungsstelle (II/99), 2; GOTSCHEV, Rz. 360; KURZBEIN, Rz. 84; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 88; METTIER, 116.

992 Von der Ausnahme der Meldepflicht gemäss Art 120 Abs. 5 Satz 2 FinfraG ist nicht nur die gewillkürte Stimmrechtsvertretung, sondern auch die institutionelle Stimmrechtsvertretung, d.h. die unabhängige Stimmrechtsvertretung (vgl. Art. 11 VegüV), erfasst. Vgl. JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 161; KURZBEIN, Rz. 80 ff. Mit der Wendung «ausschliesslich zur Vertretung an der Generalversammlung» soll klargestellt werden, dass dem Bevollmächtigten *kein* Ermessen zukommt.

2.3 Stimmrechtsvertretung mittels Verweis auf eine generelle Richtlinie

a. Sorgfaltspflichten der institutionellen Investoren

Bei der Ausübung der Stimmrechte haben institutionelle Investoren die Interessen ihrer Anleger zu wahren. Aus dem Vermögensverwaltungsauftrag ergeben sich für die institutionellen Investoren gewisse Pflichten. So können sie die Verantwortung über die Ausübung der Stimmrechte nicht an einen Dritten abgeben. Sodann haben sie den Stimmrechtsberater sorgfältig auszuwählen, angemessen zu instruieren und zu überwachen. Schliesslich haben sie die Empfehlungen der Stimmrechtsberater kritisch zu hinterfragen und auf mögliche Interessenskonflikte zu überprüfen.[993] Diese Sorgfaltspflichten der institutionellen Investoren ihren Anlegern gegenüber stehen einer *Blankodelegation* an den Stimmrechtsvertreter zur Vertretung der Stimmen entgegen.[994]

b. Verweis auf eine generelle Richtlinie

Der Aktionär kann aus Kostengründen darauf verzichten, den Stimmrechtsberater mit der Ausarbeitung von Stimmrechtsempfehlungen zu beauftragen und diesen stattdessen direkt mit der Vertretung der Stimmen in der Generalversammlung betrauen. Dabei wird der Aktionär den Stimmrechtsvertreter in der Regel anweisen, das Stimmrecht im Sinne einer generellen Richtlinie auszuüben. Der Verweis kann sich dabei auf eine Stimmrechtsrichtlinie des Aktionärs selbst oder aber auf eine bestehende Richtlinie des Stimmrechtsvertreters beziehen. Da der Aktionär mit diesem generellen Verweis keine konkreten Anweisungen zu den einzelnen Verfahrensgegenständen gibt, kommt dem Stimmrechtsvertreter bei der Ausübung des Stimmrechts ein erhöhtes Ermessen zu. Das Ermessen bezieht sich auf die Anwendung der generellen Richtlinie auf den konkreten Verhandlungsgegenstand. Im Hinblick auf Art. 685d Abs. 2 OR könnte deshalb argumentiert werden, dass das Stimmrecht nicht dem Aktionär, sondern dem Stimmrechtsvertreter zuzurechnen ist, dass also der Erwerber, der bereits beim Erwerb beabsichtigt, einen

---

993 Siehe Grundsatz 2 und 3 der *Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften.* Vgl. HOCH, SZW 2016, 492; RIOULT, AJP 2014, 1191.

994 BERTSCHINGER, SZW 2015, 515, wonach die Blankodelegation an den Stimmrechtsberater nicht sorgfaltsadäquatem Verhalten des institutionellen Investors entspricht. Vgl. GERICKE, 87; GERICKE/BAUM, SZW 2014, 358; HOCH, SZW 2016, 492; vgl. ferner WOHLMANN/GERBER, SZW 2014, 289 f.

Stimmrechtsvertreter einzuschalten, der das Stimmrecht im Sinne einer generellen Richtlinie ausüben soll, die Offenlegungserklärung, wonach er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung hält, nicht abgeben kann. Dies ist allerdings zu verneinen.

Hat der Aktionär den Stimmrechtsvertreter angewiesen, nach einer Stimmrechtsrichtlinie zu stimmen, kommt dem Stimmrechtsvertreter bei der Vertretung ein Beurteilungs- und Entscheidungsspielraum zu.[995] Bei der Ausübung des Ermessens ist er allerdings nicht frei, nach eigenen Interessen zu stimmen, vielmehr hat er die Interessen des Aktionärs als Richtschnur für die Ausübung des Stimmrechts heranzuziehen.[996] Trotz Delegation ist es immer noch der Aktionär, der letztlich die Kontrolle über die Ausübung des Stimmrechts hat. Art. 685d Abs. 2 OR verlangt nicht, dass der Aktionär zu jedem einzelnen Verhandlungsgegenstand einzeln Stellung beziehen muss. Solange der Aktionär die Verfügungsmacht über das Stimmrecht hat, genügt es, wenn er klare Grundsätze festlegt, nach denen sich der Stimmrechtsvertreter bei der Ausübung des Stimmrechts zu richten hat.

Im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht ist die Situation etwas anders. Gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG ist meldepflichtig, wer die Stimmrechte an den Beteiligungspapieren nach *freiem Ermessen* ausüben kann.[997] Meldepflichtig ist damit, wer *über die Ausübung der Stimmrechte an den meldepflichtigen Beteiligungspapieren tatsächlich entscheidet.*[998] Freies Ermessen liegt dabei vor, wenn der wirtschaftlich Berechtigte keinen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nimmt.[999] Insbesondere dürfen keine besonderen Instruktionen erteilt worden sein.[1000] Gemäss der Offenlegungsstelle gibt es keine graduelle Verminderung der Autonomie bei der Ausübung des Stimmrechts.[1001] Sobald der Stimmrechtsvertreter *auch nur*

995 Vgl. HUBACHER, Rz. 183.

996 Vgl. RIOULT, AJP 2014, 1188.

997 Vgl. Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA.

998 Erläuterungsbericht FinfraV-FINMA, 25; siehe Botschaft FinfraG, 7582, wonach eine Meldepflicht gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG entsteht, wenn eine Person befugt ist, die Stimmrechte *autonom auszuüben.* Vgl. auch HUBACHER, Rz. 314 f.; KURZBEIN, Rz. 84; METTIER, 117 f.; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 180.

999 Erläuterungsbericht FinfraV-FINMA, 25.

1000 Anhörungsbericht FinfraV-FINMA, 22; Anhörungsbericht Teilrevision FinfraV-FINMA, 9.

1001 Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2010, Empfehlung V-04-10, 146; Mitteilung Offenlegungsstelle (II/99), 2.

über einen einzigen Punkt der Traktandenliste an der Generalversammlung frei abstimmen darf, wird er von der Meldepflicht erfasst.[1002] Hierin zeigt sich ein Unterschied zur Betrachtung der Stimmrechtsvertretung unter Art. 685d Abs. 2 OR. Aufgrund der *statischen* Ausgestaltung der Vinkulierungsordnung muss *zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs* offengelegt werden, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Solange der Erwerber zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs beabsichtigt, letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts zu entscheiden, kann er die Offenlegungserklärung im eigenen Namen abgeben, auch wenn dem Stimmrechtsvertreter schliesslich bei einem einzigen Traktandum ein etwas erhöhter Ermessensspielraum zukommen soll.

Anders zu beurteilen wäre die Sachlage bei Vorliegen einer – zumindest für institutionelle Investoren nicht mit ihren Sorgfaltspflichten zu vereinbarenden – *Blankodelegation*. In diesem Fall bestimmt nicht der Aktionär, sondern der Stimmrechtsvertreter über die Ausübung des Stimmrechts. Der Aktionär muss folglich in der Offenlegungserkärung angeben, dass nicht er, sondern der Stimmrechtsvertreter letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

[1002] Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2010, Empfehlung V-04-10, 146; Mitteilung Offenlegungsstelle (II/99), 2; siehe auch BERTSCHINGER, SZW 2015, 514.

Finanzinstrumente

I. Securities Lending

1. Übersicht

Bei einer *securities lending and borrowing*-Transaktion (auch als *securities lending* bezeichnet) borgt eine Person (Borger) von einer anderen Person (Darleiher) gegen Entgelt vorübergehend Wertschriften, mit der Verpflichtung, gleichartige Wertschriften zu einem späteren Zeitpunkt zurückzugeben.[1003] Der Darleiher hat die Aktien dem Borger dabei *zu Eigentum* zu übertragen.[1004] Der Borger hat am Ende der Ausleihdauer aber nicht dieselben Wertschriften zurückzuerstatten, sondern bloss Wertschriften gleicher Menge und Güte. Hätte der Borger dieselben Effekten zurückzuerstatten, würde die *securities lending*-Transaktion häufig nicht stattfinden, da der Borger die Aktien im Normalfall für die Erfüllung einer Lieferverpflichtung benötigt.[1005]

Der Borger wiederum ist verpflichtet, den aus den ausgeliehenen Aktien fliessenden wirtschaftlichen Ertrag an den Darleiher zu überweisen (sog. *manufactured payments*[1006]).[1007] Der Darleiher wird damit wirtschaftlich so gestellt, wie wenn er

---

[1003] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 20; BIERI, Rz. 526; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2493; GIOVANOLI, 94 f.; ISLER/HAAS, 212 und 214 f.; SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 31; VON SALIS, 216; ZOBL/KRAMER, Rz. 1277 f.; siehe auch GESELL, 1; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 135; MOSKRIC, 42; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 148.

[1004] Art. 312 OR; siehe auch BERTSCHINGER, Securities Lending I, 21; BIERI, Rz. 526; ZOBL/KRAMER, Rz. 1288; vgl. auch MITTERMEIER, 99.

[1005] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 20; ISLER/HAAS, 214; ZOBL/KRAMER, Rz. 1283; vgl. auch OULDS, in: Kümpel/Wittig, Rz. 14.104.

[1006] Die Kompensationszahlungen werden deshalb als *manufactured* bezeichnet, weil es sich dabei nicht um die Originaldividende handelt, welche dem Aktionär, also dem Aktienborger (und nicht dem Darleiher) zusteht, sondern bloss um eine Zahlung, die der Originaldividende *betragsmässig* entspricht. Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 42; siehe auch BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 72; BERTSCHINGER, SZW 2008, 215; ISLER/HAAS, 218.

[1007] Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 41 f.; KUHN, § 28 Rz. 34; ZOBL/KRAMER, Rz. 1277 und 1290.

die Aktien nicht ausgeliehen hätte.[1008] Er bleibt mithin auch während der Dauer der *securities lending*-Transaktion wirtschaftlich Berechtigter an den Aktien.[1009] Er trägt weiterhin das Risiko eines sinkenden Aktienkurses.[1010] Entsprechend kann der Borger dem Darleiher im Extremfall einen *nonvaleur* zurückgeben, womit er dennoch rechtmässig seine Rückgabeverpflichtung erfüllt.[1011]

2. Rechtliche Qualifikation

Die Ausleihe von Wert*papieren* ist rechtlich als Sachdarlehen nach Art. 312 ff. OR zu qualifizieren.[1012] Werden nicht Wert*papiere,* sondern Wert*rechte* oder

---

1008 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 12 und 41 f.; BIGGER, 14; GIOVANOLI, 95; ISLER/HAAS, 218; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 103; METTIER, 142; ZOBL/KRAMER, Rz. 1290; zum deutschen Recht: ZIMMERMANN, 267.

1009 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 42; ISLER/HAAS, 218 f.; KUHN, § 28 Rz. 19; ZOBL/KRAMER, Rz. 1290; siehe auch NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 228.

1010 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 101; BIERI, Rz. 527; FREHNER, 57; ZOBL/KRAMER, Rz. 1277. Andererseits stellen für den Aktienborger, der sich am Ende des Darlehens am Markt mit Aktien eindecken muss, um seine Rückerstattungspflicht zu erfüllen, steigende Aktienkurse ein Risiko dar.

1011 BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 72; BERTSCHINGER, SZW 2008, 218; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 102. Da die *securities lending*-Transaktion die Rückgabe *gleichartiger* Effekten zum Gegenstand hat, kann sich der Darleiher in diesem Fall auch nicht auf Art. 317 OR berufen, wonach als Darlehenssumme *der Kurswert oder der Marktpreis, zurzeit und am Orte der Hingabe* massgebend ist. Siehe auch BERTSCHINGER, Securities Lending I, 103 f. m.w.H.

1012 BERTSCHINGER, Bankgeschäft, 89; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 20 f.; BIERI, Rz. 526; BIGGER, 12 f.; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2498, siehe aber auch Rz. 2493, wonach es sich beim *securities lending* um ein *darlehensähnliches Rechtsgeschäft* handelt. FREHNER, 57; GIOVANOLI, 96; GOTSCHEV, Rz. 262; ISLER/HAAS, 215; JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 135; KRÄHENMANN, 13; KUHN, § 28 Rz. 24; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 103; METTIER, 142; MISTELI, 161; MOSKRIC, 43; RENN, 336; SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 31; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 148; ZOBL/KRAMER, Rz. 1283; siehe auch BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 72; BERTSCHINGER, SZW 2008, 215; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 226; WATTER/HINSEN, 14 Fn. 36. Zum deutschen Recht: GESELL, 20 f.; OULDS, in: Kümpel/Wittig, Rz. 14.104; ZIMMERMANN, 98 ff.

Aktien mit aufgeschobenem oder aufgehobenem Titeldruck ausgeliehen, sind Art. 312 ff. OR analog anzuwenden.[1013]

Nach Art. 312 OR ist der Darleiher verpflichtet, dem Borger die Effekten *zu Eigentum* zu übertragen.[1014] Der Borger wird Eigentümer und erhält damit eine Vollrechtsposition an den geliehenen Effekten.[1015] Handelt es sich bei den ausgeliehenen Aktien um Wertrechte, erlangt der Borger die Rechtszuständigkeit an der zugrundeliegenden Forderung.[1016] Er kann nach seinem Belieben über die Aktien verfügen.[1017] Mithin steht es dem Borger frei, die Wertschriften weiterzuveräussern.[1018] Der Darleiher hat bloss einen obligatorischen Anspruch auf Rückübertragung gleicher Menge und Güte am Ende der Ausleihdauer.[1019]

Im Gegenzug für die Überlassung der Effekten entrichtet der Borger dem Darleiher ein Entgelt. Bei diesem Entgelt (sog. *lending fee*) handelt es sich um einen Zins im Sinne von Art. 313 f. OR.[1020] Aufgrund des kaufmännischen Charakters der *securities lending*-Transaktion ist nach Art. 313 Abs. 2 OR auch ohne allfällige Parteiverabredung ein Zins geschuldet.[1021]

1013 BERTSCHINGER, Bankgeschäft, 89; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 22 ff.; BIERI, Rz. 526; GIOVANOLI, 96; ISLER/HAAS, 215; MOSKRIC, 43; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 226; SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 31; ZOBL/KRAMER, Rz. 1283; siehe zum deutschen Recht GESELL, 24 f.

1014 Siehe auch zum deutschen Recht: GESELL, 25 f.; ZIMMERMANN, 103 ff.

1015 Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 215; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 21; BIERI, Rz. 528; ISLER/HAAS, 215; VON SALIS, 216; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 148.

1016 ISLER/HAAS, 215.

1017 Art. 641 Abs. 1 ZGB. Vgl. WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 148.

1018 Hierin zeigt sich auch ein Unterschied zur Gebrauchsleihe gemäss Art. 305 ff. OR, bei welcher der Entlehner dem Verleiher *dieselbe Sache* zurückzugeben hat. Siehe dazu BERTSCHINGER, Securities Lending I, 21.

1019 BERTSCHINGER, Bankgeschäft, 89; BIERI, Rz. 527; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2494; GOTSCHEV, Rz. 262; ISLER/HAAS, 217; KUHN, § 28 Rz. 30; MEIER-SCHATZ, Komm. BEHG 20 N 103; METTIER, 142; MISTELI, 165; ZOBL/KRAMER, Rz. 1288; vgl. auch MITTERMEIER, 101.

1020 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 35 f.; BIERI, Rz. 526 Fn. 951; FREHNER, 57; ISLER/HAAS, 215; KUHN, § 28 Rz. 32; MOSKRIC, 43; SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 31; ZOBL/KRAMER, Rz. 1289. Siehe zum deutschen Recht GESELL, 27 f.

1021 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 38 f.; ISLER/HAAS, 215; KUHN, § 28 Rz. 32 Fn. 31; ZOBL/KRAMER, Rz. 1289. Wird die Höhe des Zinses im Wertschriftendarlehensvertrag nicht bestimmt, ist gemäss Art. 314 Abs. 1 OR derjenige Zins zu vermuten,

Weil die Ausleihe der Aktien in der Regel nur gegen Sicherstellung erfolgt, liegt in diesen Fällen zusätzlich ein *Sicherungsvertrag* vor, der zusammen mit dem Wertschriftendarlehensvertrag einen zusammengesetzten Vertrag bildet.[1022]

3. Rechtsübergang

Da der Borger die Aktien zu Eigentum übertragen erhält, verliert der Darleiher während der Dauer der *securities lending*-Transaktion seine Aktionärsstellung.[1023] Handelt es sich um vinkulierte Namenaktien, hat die Bank des Darleihers der Gesellschaft die Übertragung gemäss Art. 685e OR zu melden.[1024] Bei *securities lending*-Transaktionen liegt typischerweise ein *börsenmässiger* Erwerb vor, weshalb der Borger grundsätzlich mit der Übertragung der Aktien rechtsgültiger Eigentümer wird.[1025] Mit der formgültigen Übertragung der Aktien wird der Erwerber Träger sämtlicher Aktionärsrechte, also nicht nur der Vermögensrechte, sondern auch

---

der zurzeit und am Orte des Darlehensempfanges üblich war. Siehe auch FINMA-Rundschreiben 2010/2 (Repo/SLB), Rz. 15.

1022 BERTSCHINGER, Bankgeschäft, 89 f.; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 58 ff., insb. 61; BIGGER, 13 f.; KUHN, § 28 Rz. 24; MISTELI, 172; MOSKRIC, 43; ZOBL/KRAMER, Rz. 1284.

1023 Siehe auch Botschaft Aktienrecht 2007, 1614.

1024 Im Gesetzestext von Art. 685e OR ist zwar lediglich vom *Verkauf* von Namenaktien die Rede, eine Meldung muss allerdings auch bei *securities lending-,* Repo- und ähnlichen Transaktionen erfolgen. Siehe Botschaft Aktienrecht 2007, 1614; BERTSCHINGER, SZW 2008, 217 f.; anders aber noch BERTSCHINGER, Securities Lending II, 48, wonach bei der Ausleihe börsenkotierter Namenaktien kein Bedürfnis für eine Meldung im Sinne von Art. 685e OR bestehe, weil mit der Belieferung von Börsentransaktionen bereits eine systemimmanente Meldung an die Gesellschaft verbunden sei.

1025 Sofern die ausgeliehenen Aktien aus dem Nostrobestand der Bank oder aus ihren Kundenbeständen stammen, handelt es sich um Interbankengeschäfte. Interbankengeschäfte gelten als *börsenmässiger* Erwerb. Dasselbe gilt für die *securities lending*-Transaktionen, die über einen Vermittler abgewickelt werden, da sich hier die Parteien in der Regel nicht kennen. Siehe dazu BERTSCHINGER, Securities Lending I, 49. Ausnahmsweise wäre auch ein *ausserbörslicher* Erwerb denkbar, nämlich wenn weder eine Bank noch ein Vermittler an der Transaktion beteiligt sind und sich die Parteien direkt gegenüberstehen. In diesem Fall kennen sich die Parteien, weshalb eine Rückabwicklung möglich ist. Siehe zur Abgrenzung zwischen börsenmässigem und ausserbörslichem Erwerb vorne S. 66 ff.

des Stimmrechts und der damit verbundenen Rechte.[1026] Der Erwerber ist Träger des Stimmrechts, kann es aber bis zur Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* nicht ausüben.[1027] Im Normalfall hat der Borger überhaupt kein Interesse an der Ausübung des Stimmrechts, da er die Aktien bloss leiht, um damit einer Lieferverpflichtung nachzukommen. Will der Borger das Stimmrecht allerdings ausüben, hat er bei der Gesellschaft ein Anerkennungsgesuch einzureichen.

4. Funktion von *securities lending*-Transaktionen

Securities lending-Transaktionen können unterschiedlichen Zwecken dienen. Für die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 OR wird die *securities lending*-Transaktion dann interessant, wenn sie vom Borger dazu benutzt wird, um im Hinblick auf eine umstrittene Generalversammlung das Stimmrecht an den Aktien zu erlangen. Das Ausleihen von Aktien zum Zweck der Stimmrechtsausübung hat für der Borger den Vorteil, dass er sofort und ohne Kursreaktion eine Aktienposition aufbauen kann.[1028] Zusätzlich hat der Borger nicht den vollen Kaufpreis, sondern bloss den Darlehenszins zu bezahlen.[1029] Mittels *securities lending*-Transaktion kann sich der Borger vorübergehend einen erhöhten Einfluss auf die Gesellschaft verschaffen. Da der Borger Aktien der ausgeliehenen Art wieder an den Darleiher zurückgeben muss, eignen sich *securities lending*-Transaktionen allerdings nicht für eine längerfristige Einflussnahme auf die Generalversammlung.[1030]

1026 BIERI, Rz. 527; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2495; GIOVANOLI, 95; ISLER/HAAS, 217; RENN, 336; VON SALIS, 216; WATTER/HINSEN, 14; vgl. auch BÖCKLI, § 6 Rz. 135, wonach das Stimmrecht aufschiebend bedingt auf den Erwerber übergeht und solange ruht, bis die Anerkennung durch die Gesellschaft vorliegt; KLÄY, 274 f.

1027 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 143; DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, BSK OR 685f N 7; KLÄY, 275.

1028 BERTSCHINGER, Securities Lending II, 24.

1029 Siehe GESELL, 129; ISLER/HAAS, 217; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 229.

1030 Der Borger kann durchaus bloss ein kurzfristiges Interesse an der Einflussnahme haben. Auf der anderen Seite sind auch langfristige Wertschriftendarlehen vorstellbar. Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending II, 24.

5. Zulässigkeit der Ausübung des Stimmrechts geliehener Aktien

Es ist umstritten, ob das Abstimmen mit Aktien, die aus einer *securities lending*-Transaktion stammen, an sich überhaupt zulässig ist. Gegen die Zulässigkeit werden grundsätzlich zwei Argumente ins Feld geführt: *Einerseits* stelle die Ausübung des Stimmrechts durch den Borger einen unsittlichen Stimmenkauf dar und sei deshalb rechtlich nicht verbindlich.[1031] *Andererseits* sei die Ausübung des Stimmrechts unter Berücksichtigung des Zwecks des Wertschriftendarlehens als vertragswidrig und daher als unzulässig anzusehen.[1032]

Nach der vorliegend vertretenen Ansicht ist der Stimmenkauf nur dann sittenwidrig, wenn er der Umgehung einer Gesetzes- oder Statutenbestimmung dient.[1033] Sofern sie (überhaupt) mit dem Stimmenkauf gleichzusetzen ist, muss also auch bei einer *securities lending*-Transaktion ein Umgehungselement vorliegen, damit Sittenwidrigkeit bejaht werden kann. Liegt kein solcher Umgehungstatbestand vor, ist das Ausüben des Stimmrechts durch den Borger folglich nicht sittenwidrig.

Anders sehen dies ISLER/HAAS. Nach ihnen stellt die Ausübung des Aktienstimmrechts durch den Aktienborger einen unsittlichen Stimmenkauf dar und ist deshalb rechtlich nicht verbindlich.[1034] Der Aktienborger *nutze* das monetäre Interesse des Darleihers *aus,* den Ertrag seines Wertschriftendepots zu steigern, weshalb die Wertpapierleihe bei diesem Verwendungszweck missbraucht werde.[1035] M.E. kann allerdings nicht von einem «Ausnutzen» des Darleihers gesprochen werden. Dem Darleiher ist durchaus bewusst, dass der Aktienborger aufgrund des

---

1031 ISLER/HAAS, 226 f.

1032 Auch in Deutschland ist umstritten, ob das Abstimmen mit Aktien, die aus einer *securities lending*-Transaktion stammen, von § 405 Abs. 3 Nr. 2 bzw. 3 AktG erfasst und damit gemäss § 134 BGB nichtig sei. Sich für Nichtigkeit aussprechend: GESELL, 129; KÜMPEL/PETERS, AG 1994, 529; siehe auch BACHMANN, ZHR 2009, 615 f. Sich für die Zulässigkeit der Ausübung der Stimmrechte aus Aktien eines Wertschriftendarlehens aussprechend: KORT, DB 2006, 1546 f.; MITTERMEIER, 106 ff., insb. 117 f.; SCHNEIDER/BROUWER, 1416 f.

1033 Siehe dazu vorne S. 198 ff.

1034 ISLER/HAAS, 226 f. Siehe zum deutschen Recht BACHMANN, ZHR 2009, 615 ff., insb. 647, wonach die Ausübung «geliehener» Stimmen mit den Grundwertungen des Aktienrechts (Abspaltungsverbot, Stimmenkaufverbot) unvereinbar ist. Stimmen aus geliehenen Aktien sind daher grundsätzlich nicht mitzuzählen.

1035 ISLER/HAAS, 226 f.

Eigentumsüberganges zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt ist.[1036] Will der Darleiher nicht, dass ein Dritter mit «seinen» Aktien abstimmt, steht es ihm offen, auf die Ausleihe der Aktien zu verzichten oder mit dem Aktienborger eine Stimmbindung zu vereinbaren.

Obwohl *securities lending*-Transaktionen typischerweise der Erfüllung von Lieferverpflichtungen dienen, liegt die Ausübung der Stimmrechte nicht ausserhalb der im Rahmen eines Wertschriftendarlehens vereinbarten Nutzung der Aktien.[1037] Den wirtschaftlichen Zweck der *securities lending*-Transaktion bloss auf die Erfüllung von Lieferverpflichtungen zu beschränken und daraus abzuleiten, dass vertragliche Nebenpflichten den Aktienborger verpflichten, das Stimmrecht nicht auszuüben, greift zu kurz.[1038] Auch aus der Tatsache, dass die Aktien bloss temporär im Eigentum des Borgers verbleiben, lässt sich nicht ableiten, dass er gar nicht bzw. im Sinne des Darleihers abzustimmen hat.[1039] Wenn dies nicht ausdrücklich vereinbart wurde, besteht keine vertragliche Pflicht, wonach der Borger das Stimmrecht gar nicht ausüben darf bzw. das Stimmrecht im Sinne des

[1036] Dies gilt umso mehr, als Banken gemäss dem Jahresbericht 2002 der Eidgenössischen Bankenkommission (48) vom Kunden eine ausdrückliche Zustimmung zur Teilnahme an einem Securities-Lending-Programm einholen müssen. Diese Zustimmung hat in einem (von den AGBs) separaten Dokument zu erfolgen und die Bank hat den Kunden auf die mit dem Securities-Lending-Programm einhergehenden Risiken zu informieren. Siehe auch neuerdings Art. 22 BEG; vgl. auch Jahresbericht 2007 der Eidgenössischen Bankenkommission, 84 f.; FINMA, Erläuterungsbericht 2009, 11.

[1037] BERTSCHINGER, Securities Lending II, 29; a.M. KÜMPEL/PETERS, AG 1994, 529 (zum deutschen Recht), wonach die Ausübung des Stimmrechts aus den entliehenen Wertpapieren unter Berücksichtigung des Zwecks der Wertpapierleihe und der berechtigten Interessen des Verleihers als vertragswidrig und daher als unzulässig anzusehen ist.

[1038] So allerdings KÜMPEL/PETERS, AG 1994, 530 (zum deutschen Recht): «Die Wertpapierleihe soll den Entleiher nur in die Lage versetzen, mit Hilfe der entliehenen Wertpapiere eine eigene Lieferverbindlichkeit zu erfüllen. Dieser wirtschaftliche Zweck des Wertpapier-Leihgeschäfts bestimmt den Inhalt der Auslegung des über die Wertpapiere geschlossenen Darlehensvertrages. Sie wird regelmässig zu dem Ergebnis gelangen, dass der Entleiher zur Nichtausübung der Stimmrechte verpflichtet ist, um nicht die dem Verleiher verbliebene Rechtsstellung zu schmälern.»

[1039] Siehe MISTELI, 164 i.V.m. 142.

Darleihers ausüben muss.[1040] Das Ausüben des Stimmrechts durch den Borger im eigenen Interesse stellt somit keine Vertragsverletzung dar.[1041]

Der Borger hat schliesslich auch keine treuhänderische Stellung hinsichtlich der Aktien.[1042] Er bezahlt die Ausleihgebühr, weil er völlig frei über die Aktien, also auch über das damit verbundene Stimmrecht, verfügen will.[1043] Der Borger ist lediglich verpflichtet, die Aktien zum vereinbarten Zeitpunkt an den Darleiher zurückzuübertragen. Die Art der Ausübung des Stimmrechts hat denn auch keine Folgen für die Rückgabe der Aktien an den Darleiher. So führt die Ausübung des Stimmrechts durch den Aktienborger nicht zur Möglichkeit der Anfechtung des Wertschriftendarlehensvertrages wegen eines wesentlichen Irrtums gemäss Art. 23 ff. OR.[1044] Auch wenn im Ausnahmefall eine Schadenersatzpflicht des Borgers, der das Stimmrecht zur absichtlichen Schädigung des Darleihers ausübt, bejaht werden sollte, kann daraus keine Handlungsanweisung für den Borger abgeleitet werden, das Stimmrecht in einer bestimmten Weise auszuüben. Es zeigt sich somit, dass die Ausübung des Stimmrechts durch den Borger zulässig ist.

1040 In Deutschland spricht sich die wohl herrschende Lehre dafür aus, dass der Aktionär in der Stimmrechtsausübung frei ist und keinen schuldrechtlichen Pflichten gegenüber dem Darlehensgeber unterliegt. Siehe BACHMANN, ZHR 2009, 606 ff., insb. 647; GILLOR, 126 f.; KORT, DB 2006, 1546; MITTERMEIER, 112 f.; SIEGER/HASSELBACH, WM 2004, 1376 ff.; vgl. auch SCHNEIDER/BROUWER, 1416; TEUBER, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 105 Rz. 7; a.M. KÜMPEL/PETERS, AG 1994, 529, wonach die Ausübung des Stimmrechts aus den entliehenen Wertpapieren unter Berücksichtigung des Zwecks der Wertpapierleihe und der berechtigten Interessen des Verleihers als vertragswidrig und daher als unzulässig anzusehen ist. ZIMMERMANN, 200 f., wonach der Aktienborger einer Nebenpflicht unterliege, den Wert der Aktien weder zu gefährden noch zu beeinträchtigen. Eine Gefährdung in diesem Sinne sei bei jeglicher Ausübung des Stimmrechts durch den Aktienborger gegeben, wobei es auf den konkreten Beschlussgegenstand nicht ankomme.

1041 Gl.M. BERTSCHINGER, Securities Lending II, 29.

1042 Siehe MITTERMEIER, 113.

1043 BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73; BERTSCHINGER, SZW 2008, 219.

1044 Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending II, 28 f.

6. Securities Lending unter Art. 685d Abs. 2 OR

6.1 Übersicht

Entscheidet sich der Borger, mit ausgeliehenen Aktien an der Generalversammlung teilzunehmen, stellt sich die Frage, wie Art. 685d Abs. 2 OR auf *securities lending*-Transaktionen anzuwenden ist. Hierfür ist danach zu unterscheiden, ob dem Darleiher hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts ein Weisungsrecht zusteht.

6.2 Securities Lending ohne Stimmbindungsvereinbarung

Wie gesehen, trifft den Borger grundsätzlich keine Pflicht, im Sinne des Darleihers abzustimmen. Liegt keine Stimmbindungsvereinbarung vor, bestimmt also letztlich der Borger über die Ausübung des Stimmrechts. Der Borger kann gegenüber der Gesellschaft folglich ohne Weiteres offenlegen, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, dass er also die Aktien i.S.v. Art. 685d Abs. 2 OR im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erwirbt. Legt er dies offen und ist kein anderer Ablehnungsgrund gegeben, kann ihn die Gesellschaft nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR ablehnen.[1045] Die Tatsache, dass der Darleiher auch während der Dauer der *securities lending*-Transaktion wirtschaftlich Berechtigter bleibt, ist für die Anerkennungsentscheidung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR nicht von Bedeutung.[1046] Entscheidend ist lediglich, dass gegenüber der Gesellschaft offengelegt wird, wer über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.[1047] Auch hat der Borger der Gesellschaft unter geltendem Recht den Erwerbsgrund – also die Tatsache, dass die Aktien aus einer *securities lending*-Transaktion stammen – nicht offenzulegen.[1048]

[1045] Sich ebenfalls gegen eine Möglichkeit der Ablehnung aussprechend: BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73; BERTSCHINGER, SZW 2008, 219; MAIZAR, 473 f.; wohl auch NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 229, wonach sich Gesellschaften mit börsenkotierten Namenaktien unter geltendem Recht lediglich über eine Prozentvinkulierung gegen den Wertschriftenborger zur Wehr setzen können. Sich für die Möglichkeit der Gesellschaft zur Ablehnung des Aktienborgers aussprechend: BIERI, Rz. 529; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 293 ff.; ISLER/HAAS, 223 f.; wohl auch WATTER/HINSEN, 31 f.

[1046] A.M. BIERI, Rz. 295 und 529; DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 291 ff., insb. 293 ff.; ISLER/HAAS, 223 f.

[1047] Siehe vorne S. 46 ff.

[1048] So auch BERTSCHINGER, Securities Lending II, 48 f.

Zusätzlich zur Offenlegungserklärung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR muss der Borger beachten, dass der Erwerb von Aktien im Rahmen einer *securities lending*-Transaktion gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG i.V.m. Art. 17 Abs. 1 FinfraV-FINMA meldepflichtig ist. Von der börsenrechtlichen Meldepflicht erfasst ist gemäss Art. 17 Abs. 2 lit. a FinfraV-FINMA lediglich der Borger. Während der Borger im Rahmen der Offenlegungserklärung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR bloss angeben muss, dass er letztlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt, ist im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht nach Art. 22 Abs. 1 lit. b Ziff. 5 FinfraV-FINMA in der Meldung anzugeben, dass die Aktien aus einer *securities lending*-Transaktion stammen. Zusätzlich zu melden ist gemäss Art. 22 Abs. 2 lit. f Ziff. 1–3 FinfraV-FINMA Folgendes: der Stimmrechtsanteil, die Art und die Anzahl der übertragenen Beteiligungspapiere und der mit diesen verbundenen Stimmrechte, die Natur des Rechtsgeschäfts, der für die Rückübertragung vereinbarte Zeitpunkt oder, falls hierfür ein Wahlrecht eingeräumt wurde, ob dieses der meldepflichtigen Vertragspartei nach Art. 17 Abs. 2 FinfraV-FINMA oder der Gegenpartei zukommt. Sofern durch die Rückgabe bei Ablauf der *securities lending*-Transaktion ein Grenzwert gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG erreicht oder unterschritten wird, entsteht für die zurückgebende Vertragspartei – also für den Borger – erneut eine Meldepflicht.[1049]

6.3 Securities Lending bei Vorliegen einer Stimmbindungsvereinbarung

Es steht den Parteien frei, zusätzlich zum Wertschriftendarlehensvertrag eine Stimmbindung zu vereinbaren.[1050] Aufgrund der zeitlichen Beschränkung der *securities lending*-Transaktion kann der Darleiher ein Interesse daran haben, trotz Ausleihe Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft zu nehmen.[1051] Dadurch kann der Darleiher ausschliessen, dass der Borger das Stimmrecht in einer Art ausübt, die seinen Interessen zuwiderläuft. Vereinbaren die Parteien eine Stimmbindung, hat der Borger das Stimmrecht entsprechend den Weisungen des Darleihers auszuüben. Der Borger muss daher in der Offenlegungserklärung angeben, dass nicht er, sondern der Darleiher letztlich über die Ausübung des Stimmrechts

---

1049 Art. 17 Abs. 3 FinfraV-FINMA.

1050 Vereinbaren die Parteien im Rahmen einer *securities lending*-Transaktion eine Stimmbindung, stellt diese einen vom Wertschriftendarlehen getrennten und unabhängigen Vertrag dar, auf den Auftragsrecht nach Art. 394 ff. OR anwendbar ist. Siehe dazu BERTSCHINGER, Securities Lending II, 31.

1051 Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending II, 31.

bestimmt. Legt er diese Tatsache der Gesellschaft gegenüber offen und offenbart er die Identität des Darleihers, hat die Gesellschaft die Aktien *mit Stimmrecht* anzuerkennen, sofern kein anderer Ablehnungsgrund vorliegt. Die Gesellschaft trägt den Borger als Aktionär ein, rechnet das Stimmrecht zum Zweck der Vinkulierung aber dem Darleiher zu.

Für die börsenrechtliche Meldepflicht ist in diesem Fall, d.h. wenn die Parteien vereinbaren, dass es zu keiner Übertragung der Stimmrechtsausübung nach freiem Ermessen kommen soll, wenn also der wirtschaftlich Berechtigte die Hoheit über die Ausübung der Stimmrechte behält, zu beachten, dass die *securities lending*-Transaktion auch dann offenlegungsrechtlich unbeachtlich bleibt, wenn ein massgeblicher gesetzlicher Schwellenwert überschritten wird.[1052]

7. Securities Lending unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Es bleibt zu prüfen, ob die Gesellschaft den Borger *de lege ferenda* gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann. Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung geht es bei der geplanten Erweiterung weder um die Verhinderung von Umgehungen noch um Transparenz, sondern um die Verhinderung der Einflussnahme auf die Generalversammlung mit Aktien, bei denen eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Bei einer *securities lending*-Transaktion überträgt der Darleiher dem Borger vorübergehend Aktien, um gegen Erhalt eines Entgelts am Ende der Ausleihdauer Aktien gleicher Art und Menge zurückzuerhalten. Mit Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR wollte der Gesetzgeber gerade diese Art von Vereinbarungen erfassen.[1053] Das Vorliegen einer solchen Vereinbarung genügt allerdings für sich alleine noch nicht, damit Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR greift. Zusätzlich wird verlangt, dass der Erwerber aufgrund der Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist.[1054] Wie gesehen, verbleibt das wirtschaftliche Risiko an den Aktien beim Darleiher. Die *securities lending*-Vereinbarung führt also dazu, dass der Borger nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist. Sehen die

[1052] Erläuterungsbericht FinfraV-FINMA, 31. Ebenfalls von der Meldepflicht ausgenommen sind gemäss Art. 17 Abs. 4 FinfraV-FINMA Leihgeschäfte, die standardisiert über Handelsplattformen zum Zweck der Liquiditätsbewirtschaftung abgewickelt werden. Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 140.

[1053] Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

[1054] Siehe dazu vorne S. 163 ff.

Statuten folglich vor, dass die Gesellschaft einen Erwerber ablehnen kann, wenn eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien gemäss Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR besteht, kann die Gesellschaft den Borger als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1055]

II. Repurchase Agreements

1. Übersicht

Bei einem *Repurchase Agreement*[1056] (nachfolgend «Repo-Geschäft») überträgt eine Vertragspartei (sog. *cash taker* bzw. Geldnehmer) Wertschriften gegen Geld auf die andere Partei (sog. *cash provider* bzw. Geldgeber) mit der gleichzeitigen Verpflichtung, dass zu einem späteren Zeitpunkt dieselbe Menge derselben Titel gegen den nämlichen Geldbetrag zurückübertragen wird.[1057]

Das Repo-Geschäft verbindet ein Kassageschäft (Veräusserung der Wertschriften in der Gegenwart) mit einem Termingeschäft (Rückerwerb von Wertschriften gleicher Art und Menge zu einem späteren Zeitpunkt).[1058] Der *cash taker* schuldet dem *cash provider* für die Dauer des Repo-Geschäfts einen Zins.[1059] Gleich wie der Borger bei einer *securities lending*-Transaktion ist auch der *cash provider*

1055 Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in die Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.

1056 Auch *sale and repurchase agreement* oder kurz *repo* genannt.

1057 BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 470; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 144; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 1541; GIOVANOLI, 1; KUHN, § 28 Rz. 2; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 6 Rz. 133; ZOBL/KRAMER, Rz. 1244; siehe auch ISLER/HAAS, 214; KRÄHENMANN, 5; MOSKRIC, 38 f.

1058 EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2477; KUHN, § 28 Rz. 2 und 7; siehe BEAT BAUMGARTNER, 344 f.; vgl. auch GESELL, 135; OULDS, in: Kümpel/Wittig, Rz. 14.105 f.; ZIMMERMANN, 8. Ein *Kassageschäft* ist ein Geschäft, das direkt nach dem Geschäftsabschluss abgewickelt wird, während die Abwicklung beim *Termingeschäft* erst an einem von den Parteien fixierten Termin stattfindet. Siehe auch EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2228; GIOVANOLI, 6 und 10 f.

1059 BERTSCHINGER, Repo-Geschäft, 34; BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 469; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 1541; GIOVANOLI, 181 f.; KRÄHENMANN, 5; KUHN, § 28 Rz. 9; MISTELI, 155; ZOBL/KRAMER, Rz. 1244 und 1259.

verpflichtet, die während der Laufzeit des Repo-Geschäfts fällig werdenden Wertschriftenerträge wie Dividenden und Bezugsrechte dem *cash taker* zu erstatten (sog. *manufactured payments*).[1060] Der *cash taker* wird – wie der Darleiher bei einer *securities lending*-Transaktion – so gestellt, wie wenn er die Aktien nicht übertragen hätte.[1061] Er ist folglich trotz Übertragung der Aktien auch während der Dauer des Repo-Geschäfts wirtschaftlich Berechtigter und damit Träger der Kurs- und Kreditrisiken der Wertschriften.[1062]

2. Rechtliche Qualifikation

Die rechtliche Qualifikation des Repo-Geschäfts ist umstritten. Gemäss der früher herrschenden Lehre setzt sich das Repo-Geschäft aus zwei miteinander kombinierten Kaufverträgen nach Art. 184 ff. OR zusammen.[1063] Die Qualifikation als doppelter Kaufvertrag erweist sich jedoch bei Berücksichtigung der für das Kaufrecht fremden Merkmale des Repo-Geschäfts, wie der bloss befristeten Überlassung der Wertschriften, der Nachschusspflicht bei Kursschwankungen, der Zinspflicht des *cash taker* und der Ablieferungspflicht betreffend *manufactured payments* als ungenügend.[1064] Die neuere Lehre geht deshalb von einem gemischten Vertrag aus, der– je nach Lehrmeinung – aus unterschiedlichen Elementen

[1060] BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 470; CSOPORT, 48; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2478; MOSKRIC, 39. Diese Pflicht besteht unabhängig davon, ob der *cash provider* die erhaltenen Wertschriften noch hält oder ob er sie bereits weiterveräussert hat. GIOVANOLI, 177; KUHN, § 28 Rz. 12; MISTELI, 156; ZOBL/KRAMER, Rz. 1244 und 1262.

[1061] Siehe BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 470; KUHN, § 28 Rz. 12; MOSKRIC, 39.

[1062] BERTSCHINGER, Repo-Geschäft, 36; BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 468 und 470; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2478; GIOVANOLI, 177; KUHN, § 28 Rz. 2 und 12; ZOBL/KRAMER, Rz. 1244 und 1262.

[1063] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 144; KRÄHENMANN, 31; ROTH, Komm. BEHG 2d N 11; WEBER, BSK BEHG 20 N 114; siehe auch COTTIER, 43. Handelt es sich um zwei voneinander losgelöste Kaufverträge, liegt nicht ein Repo-Geschäft, sondern vielmehr ein sog. *sell/buy-back*-Geschäft vor. Vgl. GIOVANOLI, 70.

[1064] Ausführlich hierzu BERTSCHINGER, Repo-Geschäft, 37 ff.; BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 470 ff.; GIOVANOLI, 70 ff.; siehe auch KUHN, § 28 Rz. 5; MOSKRIC, 39; ZOBL/KRAMER, Rz. 1253.

folgender Vertragsarten besteht: Darlehen, Sicherungsvertrag, Garantie und Kaufvertrag.[1065]

3. Rechtsübergang

Beim Repo-Geschäft überträgt der *cash taker* die Wertschriften zu Eigentum auf den *cash provider*.[1066] Der *cash taker* verliert folglich – wie der Darleiher bei einer *securities lending*-Transaktion – seine Aktionärsstellung. Hinsichtlich des Zeitpunkts des Rechtsübergangs stellt sich die Frage, ob die Aktien beim Repo-Geschäft börsenmässig oder ausserbörslich erworben werden. Da das Repo-Geschäft seitens des Veräusserers der Aktien mittels eines Auftrags zum Börsenkurs erfolgt und sich die Vertragsparteien typischerweise nicht kennen, handelt es sich um einen *börsenmässigen* Erwerb.[1067] Die Bank des *cash taker* hat die Übertragung folglich gemäss Art. 685e OR zu melden.[1068] Mit der formgültigen

[1065] BERTSCHINGER spricht sich dafür aus, das Repo-Geschäft als einen aus Darlehen, Sicherungsvertrag und Garantie zusammengesetzten gemischten Vertrag zu qualifizieren (BERTSCHINGER, Repo-Geschäft, 40 f.; BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 473; siehe auch BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 72; MOSKRIC, 39 f.). GIOVANOLI lehnt diese Ansicht allerdings unter anderem mit der Begründung ab, dass damit den kaufvertraglichen Elementen des Kassa- und Termingeschäfts, die bei einem Repo-Geschäft im Vordergrund stehen, keine Beachtung geschenkt werde. Beim Repo-Geschäft handle es sich um einen gemischten Vertrag im weiteren Sinne, d.h. einen Innominatkontrakt, der neben vielen Elementen des Kaufs und des Darlehens auch aus eigenen, für das Repo-Geschäft typischen Abreden (wie beispielsweise der Pflicht zur Leistung von *manufactured payments*) bestehe (GIOVANOLI, 69 ff., insb. 86 f.; so auch EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2482; KUHN, § 28 Rz. 5; ZOBL/KRAMER, Rz. 1254, die den Repo-Vertrag als Vertrag *sui generis* qualifizieren, der kaufvertragliche, darlehensvertragliche sowie weitere geschäftstypische Elemente enthalte; siehe auch SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 31c). Zur rechtlichen Qualifikation nach deutschem Recht GESELL, 157 ff., insb. 165, wonach sich das Repo-Geschäft nicht unter einen der gesetzlich geregelten Vertragstypen subsumieren lasse. Vielmehr handle es sich dabei um ein Schuldverhältnis *eigener Art,* wenn auch mit vielen Elementen des Kauf- und des Darlehensvertrages.

[1066] Siehe BERTSCHINGER, Repo-Geschäft, 34; GIOVANOLI, 309.

[1067] GIOVANOLI, 311; a.M. MISTELI, 151, wonach ein Repo-Geschäft stets *ausserbörslich* zustande kommt.

[1068] Siehe Botschaft Aktienrecht 2007, 1614; BERTSCHINGER, SZW 2008, 217 f.; siehe zur Meldepflicht der Veräussererbank vorne S.69 f.

Übertragung der Aktien wird der *cash provider* entsprechend Träger sämtlicher Aktionärsrechte.[1069]

4. Ähnlichkeiten mit der *securities lending*-Transaktion

Aus wirtschaftlicher Sicht kann mittels Repo-Geschäft ein ähnliches Ergebnis erreicht werden wie mit einer *securities lending*-Transaktion mit Gelddeckung.[1070] In beiden Fällen tauschen die Parteien für eine begrenzte Dauer Wertschriften gegen eine Geldzahlung aus.[1071] Will ein Marktteilnehmer Einfluss auf die Willensbildung einer bestimmten Gesellschaft nehmen, wird er sich in der Regel einer *securities lending*-Transaktion bedienen.

5. Repo-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 OR

5.1 Repo-Geschäft ohne Stimmbindungsvereinbarung

Wie bei der *securities lending*-Transaktion ist der Erwerber, d.h. der *cash provider,* bei der Ausübung des Stimmrechts völlig frei, solange keine anderslautende vertragliche Vereinbarung vorliegt.[1072] Eine stillschweigende Stimmbindungsvereinbarung zu Gunsten des *cash taker* ergibt sich nicht schon daraus, dass der *cash provider* die Aktien lediglich zeitlich beschränkt hält und diese zu einem späteren Zeitpunkt wieder auf den *cash taker* überträgt.[1073] Gleich wie bei einer *securities lending*-Transaktion stellt deshalb das Ausüben des Stimmrechts durch den *cash*

[1069] Art. 685f Abs. 1 OR.

[1070] Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 145; GIOVANOLI, 100 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1248. Hat ein Marktteilnehmer Bedarf an *bestimmten* Wertschriften, spricht man von einem sog. *special (collateral) repo*. Beim sog. *general collateral repo* hingegen handelt es sich um ein «reines» Finanzierungsgeschäft. Dem Marktteilnehmer mit Bedarf nach Liquidität steht ein Marktteilnehmer gegenüber, der einen Mittelüberschuss platzieren möchte. Bei den zur Sicherung der Kaufpreiszahlung übertragenen Aktien kann es sich um beliebige Titel, die bestimmte Qualitätskriterien erfüllen, handeln. Siehe BERTSCHINGER, Repurchase Agreements, 469; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 145; COTTIER, 35; CSOPORT, 30 f.; GIOVANOLI, 8; KUHN, § 28 Rz. 3; MOSKRIC, 38; ZOBL/KRAMER, Rz. 1247.

[1071] Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 145.

[1072] Gl.M. GIOVANOLI, 312 f.; a.M. wohl ZOBL/KRAMER, Rz. 1265.

[1073] GIOVANOLI, 312; MISTELI, 153 f. i.V.m. 142; siehe dazu bereits vorne S. 253 ff.

provider keine Vertragsverletzung dar.[1074] Haben die Parteien keine Stimmbindung vereinbart, steht die Ausübung des Stimmrechts vielmehr im freien Ermessen des *cash provider.* Dieser kann der Gesellschaft ohne Weiteres erklären, letztlich über die Ausübung der Stimmrechte an den einzutragenden Aktien zu bestimmen.[1075] Die Gesellschaft kann den *cash provider* somit nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1076]

5.2 Repo-Geschäft bei Vorliegen einer Stimmbindungsvereinbarung

Haben die Parteien vertraglich eine Stimmbindung vereinbart oder ergibt sich eine solche aus einem Rahmenvertrag,[1077] ist der *cash provider* verpflichtet, das Stimmrecht an den Aktien gemäss den Weisungen des *cash taker* auszuüben.[1078]

1074 Siehe vorne S. 253 ff.

1075 Gleich wie bei einer *securities lending*-Transaktion hat der *cash provider* zusätzlich zur Abgabe der Offenlegungserklärung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR zu beachten, dass der Erwerb von Aktien im Rahmen eines Repo-Geschäfts gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG i.V.m. Art. 17 Abs. 1 FinfraV-FINMA meldepflichtig ist. Siehe dazu vorne S. 256 f.

1076 A.M. DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 291 ff., insb. 293 ff.; WATTER/HINSEN, 31 f.; wohl auch BIERI, Rz. 295 und 529.

1077 So sieht beispielsweise der *Schweizer Rahmenvertrag für Repo-Geschäfte* der Schweizerischen Bankiervereinigung in Ziff. 13 eine entsprechende Stimmbindung vor: «Können Stimmrechte bezüglich der gekauften oder als Wertausgleich gelieferten Beteiligungspapiere ausgeübt werden, so hat der wirtschaftlich Berechtigte das Recht, der Gegenpartei Instruktionen bezüglich der Ausübung des Stimmrechts zu erteilen. Die Instruktionen haben schriftlich [...] und spätestens 7 Bankwerktage bevor die Stimmrechte ausgeübt werden können, zu erfolgen. Die Gegenpartei hat allerdings diese Instruktionen nur dann zu befolgen, wenn sie entsprechende Beteiligungspapiere tatsächlich hält und, falls es sich bei den Beteiligungspapieren um Namenaktien handelt, wenn die Gegenpartei im Aktienregister eingetragen ist.»

1078 Da der *cash provider* die Aktien zu Eigentum erhalten hat und er bloss gleichartige Wertschriften zurückzuerstatten hat, steht es ihm frei, die Aktien nach Erhalt zu verkaufen. Es kann also – trotz Stimmbindungsvereinbarung – vorkommen, dass der *cash provider* zum Zeitpunkt der Generalversammlung die entsprechenden Aktien gar nicht mehr hält. In diesem Fall entfaltet die Stimmbindung keine Wirkung. Die abgegebenen Weisungen des *cash taker* sind wirkungslos. Hält der *cash provider* die Aktien allerdings während der Generalversammlung, ist er bei der Stimmausübung an die Weisungen des *cash taker* gebunden. Siehe GIOVANOLI, 314, der darauf hinweist, dass die Stimmbindung auch dann gelten muss, wenn der *cash provider* zwar nicht mehr *dieselben,* aber doch entsprechende Aktien hält; MISTELI, 154; ZOBL/KRAMER, Rz. 1265.

Es ist also der *cash taker,* der letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Der *cash provider* muss daher in der Offenlegungserklärung offenlegen, dass nicht er, sondern der *cash taker* letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Legt er diese Tatsache und die Identität des *cash taker* der Gesellschaft gegenüber offen, hat die Gesellschaft die Aktien in die Rubrik *mit Stimmrecht* einzutragen, solange nicht andere Vinkulierungsgründe einer Eintragung entgegenstehen. Das Stimmrecht an den einzutragenden Aktien wird dabei zum Zweck der Vinkulierung dem *cash taker* zugerechnet.[1079]

Es ist denkbar, dass der *cash provider* die Identität des *cash taker,* der letztlich über die Stimmrechte verfügt, nicht kennt, beispielsweise weil die Weisungen hinsichtlich des Stimmrechts über den Vermittler an ihn weitergegeben werden. Da er in diesem Fall nicht weiss, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, kann er die Offenlegungserklärung nicht abgeben, weshalb ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann.

6. Das Repo-Geschäft unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

De lege ferenda ist zu prüfen, ob die Gesellschaft den *cash provider* gestützt auf den neuen Ablehnungsgrund in Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR ablehnen kann. Die Botschaft Aktienrecht 2016 spricht davon, dass Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR die missbräuchliche Verwendung der Effektenleihe und *ähnlicher Rechtsgeschäfte* zur Einflussnahme auf die Abstimmung und die Wahlen in der Generalversammlung reduzieren will.[1080] Das Repo-Geschäft stellt ein solches «ähnliches Rechtsgeschäft» dar.[1081] Erwirbt der Aktionär seine Aktien im Rahmen eines Repo-

---

[1079] Für die börsenrechtliche Meldepflicht ist in diesem Fall, d.h. wenn die Parteien vereinbaren, dass es zu keiner Übertragung der Stimmrechtsausübung nach freiem Ermessen kommen soll, wenn also der wirtschaftlich Berechtigte die Hoheit über die Ausübung der Stimmrechte behält, zu beachten, dass das Repo-Geschäft auch dann offenlegungsrechtlich unbeachtlich bleibt, wenn ein massgeblicher gesetzlicher Schwellenwert überschritten wird. Siehe Erläuterungsbericht FinfraV-FINMA, 31. Ebenfalls von der Meldepflicht ausgenommen sind gemäss Art. 17 Abs. 4 FinfraV-FINMA Geschäfte mit Rückkaufsverpflichtung, die standardisiert über Handelsplattformen zum Zweck der Liquiditätsbewirtschaftung abgewickelt werden. Siehe JUTZI/SCHÄREN, SK FinfraG 120 N 140; WEBER/BAISCH, BSK FinfraG 120 N 149. Siehe auch vorne S. 257.

[1080] Botschaft Aktienrecht 2016, 532.

[1081] Siehe Botschaft Aktienrecht 2007, 1614. Siehe auch vorne S. 262 f.

Geschäfts, besteht eben gerade eine Vereinbarung über die Rückgabe oder die Rücknahme entsprechender Aktien. Das Vorliegen einer solchen Vereinbarung genügt allerdings für sich alleine noch nicht, damit Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR greift. Zusätzlich wird verlangt, dass der Erwerber aufgrund der Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist.[1082] Das wirtschaftliche Risiko an den Aktien verbleibt beim Repo-Geschäft beim *cash taker.* Die Vereinbarung führt folglich dazu, dass der *cash provider* nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos ist. Sehen die Statuten folglich die Möglichkeit der Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR vor, kann die Gesellschaft den *cash provider* als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1083]

III. Sell/buy-back-Geschäfte

1. Übersicht

Bei einem *sell/buy-back*-Geschäft (bzw. einem *buy/sell-back*-Geschäft aus Sicht der Gegenpartei) kauft eine Partei per Kassa Wertschriften von der Gegenpartei und vereinbart zugleich im Rahmen eines Termingeschäfts den Verkauf von Wertschriften gleicher Art, Menge und Güte an die Gegenpartei zu einem bestimmten Zeitpunkt und für einen bestimmten Preis.[1084] Wie beim Repo-Geschäft wird damit ein Kassa- mit einem Termingeschäft verbunden.[1085] Die Interessen der involvierten Parteien sind ebenfalls mit denen des Repo-Geschäfts vergleichbar: Einerseits herrscht Bedarf an Liquidität und andererseits Bedarf an bestimmten Wertschriften.[1086] Anders als bei einem Repo-Geschäft liegen bei einem *sell/buy-back*-Geschäft allerdings zwei voneinander getrennte Transaktionen vor: Das Kassageschäft und das Termingeschäft werden separat dokumentiert.[1087] *Sell/buy-back-*

1082 Siehe dazu vorne S. 163 ff.

1083 Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in den Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.

1084 GIOVANOLI, 101; vgl. auch SCHNEIDER/BROUWER, 1416.

1085 Siehe BEAT BAUMGARTNER, 343; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 147; CSOPORT, 12; GIOVANOLI, 101; MISTELI, 141.

1086 Siehe auch GIOVANOLI, 101.

1087 BERNASCONI, 7 Fn. 27; GIOVANOLI, 102; SCHNEIDER/BROUWER, 1416.

Geschäfte sind immer zeitlich begrenzt.[1088] Das Datum des Termingeschäfts wird zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses, also gleichzeitig mit dem Kassageschäft, vereinbart.[1089]

Im Unterschied zu einem Repo-Geschäft oder einer *securities lending*-Transaktion bleibt die *unmittelbare* wirtschaftliche Berechtigung an den Wertschriftenerträgen *nicht* beim ersten Wertschriftenverkäufer.[1090] Die Erträge aus den Wertschriften werden ihm also nicht vom ersten Wertschriftenkäufer als *manufactured payments* erstattet.[1091] Im Terminpreis werden allerdings die auf die Aktien bezahlten Dividenden berücksichtigt, womit der Preis entsprechend tiefer ausfällt.[1092] Die Dividenden fliessen damit über den reduzierten Terminpreis doch dem ersten Wertschriftenverkäufer zu.[1093] Da der Kaufpreis für das Termingeschäft bereits zum Zeitpunkt des Kassageschäfts fixiert wird, trägt der erste Wertschriftenverkäufer das Risiko fallender Aktienkurse.

2. Rechtliche Qualifikation

Die rechtliche Qualifikation des *sell/buy-back*-Geschäfts ist umstritten. Nach einer Lehrmeinung ist das *sell/buy-back*-Geschäft als Geschäft bestehend aus zwei eigenständigen, jedoch gleichzeitig abgeschlossenen Kaufverträgen gemäss Art. 184 ff. OR zu qualifizieren.[1094] Eine andere Ansicht qualifiziert das *sell/buy-back*-Geschäft aufgrund der *innigen inhaltlichen Konnexität* der beiden Kauf-

---

[1088] MISTELI, 143.

[1089] Nicht mit der Grundstruktur eines *sell/buy-back*-Geschäftes vereinbar sind Vereinbarungen mit einem Rückkauf auf unbestimmte Dauer oder mit einem optionalen Rückkauf. Siehe dazu GIOVANOLI, 103; MISTELI, 143.

[1090] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 147; GIOVANOLI, 102.

[1091] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 147; GIOVANOLI, 102. Da weder *manufactured payments* ausbezahlt noch Wertschwankungen ausgeglichen werden, ist der Verwaltungsaufwand für ein *sell/buy-back*-Geschäft im Vergleich zu einem Repo-Geschäft deutlich geringer. Aufgrund der fehlenden Ausgleichszahlungen im Falle von Wertschwankungen ist allerdings das Kursänderungsrisiko für beide Parteien entsprechend höher. Siehe dazu BERTSCHINGER, Securities Lending I, 147 f.; CSOPORT, 12; GIOVANOLI, 102.

[1092] Siehe BEAT BAUMGARTNER, 343 f.; BERTSCHINGER, Securities Lending I, 147; CSOPORT, 12; GIOVANOLI, 102; KRÄHENMANN, 12.

[1093] Siehe BEAT BAUMGARTNER, 343 f.

[1094] GIOVANOLI, 102; vgl. auch zum deutschen Recht: SCHNEIDER/BROUWER, 1416.

verträge als ein zusammengesetzter Vertrag, der aus zwei –einander bedingenden – Kaufverträgen besteht.[1095]

Unabhängig davon, welcher Ansicht gefolgt wird, steht die Ausübung des Stimmrechts im freien Ermessen des ersten Wertschriftenkäufers, solange die Parteien keine Stimmbindung vereinbart haben.[1096]

3. Rechtsübergang

Unabhängig von der rechtlichen Qualifikation des *sell/buy-back*-Geschäfts hat der Verkäufer dem Käufer das Eigentum an den Wertschriften zu verschaffen.[1097] Hinsichtlich des Zeitpunkts des Rechtsübergangs kommt es darauf an, ob die Aktien bei einem *sell/buy-back*-Geschäft börsenmässig oder ausserbörslich erworben werden. Ein *sell/buy-back*-Geschäft kommt in der Regel durch telefonische Vereinbarung zustande.[1098] Die Übertragung findet damit typischerweise *direkt* zwischen dem Erwerber und dem Veräusserer statt.[1099] Die Geschäftspartner sind sich somit bekannt, weshalb eine Rückabwicklung möglich ist. Werden Aktien im Rahmen eines *sell/buy-back*-Geschäfts erworben, handelt es sich somit typischerweise um einen *ausserbörslichen* Erwerb gemäss Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR.[1100] Die Rechte gehen auf den Käufer über, sobald dieser bei der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär eingereicht hat.[1101] Bis zur Einreichung des

---

[1095] MISTELI, 140; siehe auch BAUER, 64, insb. Fn. 51 (zum Reportgeschäft); siehe auch zum deutschen Recht: EBENROTH/BADER, ZBB 1990, 76, wonach die zwei gekoppelten Kaufverträge gemeinsam einen zusammengesetzten Vertrag bilden, bei dem die einzelnen Bestandteile grundsätzlich eine einheitliche rechtliche Behandlung erfahren müssen.

[1096] Vgl. dazu auch vorne S. 253 ff. und S. 262.

[1097] Art. 184 Abs. 1 OR.

[1098] MISTELI, 140.

[1099] Siehe BEAT BAUMGARTNER, 343 f.

[1100] MISTELI, 140 und 142. Es kann allerdings vorkommen, dass das *sell/buy-back*-Geschäft nicht bilateral zwischen den Parteien, sondern über den anonymen Kassamarkt einer Börse abgeschlossen wird. In diesem Fall ist von einem *börsenmässigen* Erwerb auszugehen, weshalb die Rechte mit der Übertragung auf den Erwerber übergehen. Zusätzlich ist die Bank des Veräusserers gemäss Art. 685e OR verpflichtet, der Gesellschaft den Namen des Veräusserers und die Anzahl der verkauften Aktien zu melden. Vgl. auch BEAT BAUMGARTNER, 342 f.

[1101] Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR.

Anerkennungsgesuchs durch den Erwerber verbleiben das Aktieneigentum und sämtliche damit verbundenen Rechte beim Veräusserer.[1102] Will der Aktienkäufer die Mitgliedschaftsrechte an den Aktien ausüben, hat er bei der Gesellschaft ein Anerkennungsgesuch einzureichen. Die Verschaffung des Eigentums ist damit auch von der Einreichung des Anerkennungsgesuchs durch den Erwerber abhängig.

4. Sell/buy-back-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 OR

Haben die Parteien keine Stimmbindung vereinbart, steht die Ausübung des Stimmrechts im freien Ermessen des ersten Wertschriftenkäufers. Der Wertschriftenkäufer kann folglich in der Offenlegungserklärung angeben, letztlich selbst über die Ausübung der Stimmrechte zu bestimmen. Ist kein anderer Ablehnungsgrund gegeben, hat ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.

Haben die Parteien allerdings eine Stimmbindung vereinbart, bestimmt nicht der erste Wertschriftenkäufer, sondern der erste Wertschriften*ver*käufer über die Ausübung des Stimmrechts. Die Anerkennung der Aktien hängt also davon ab, ob der Erwerber bereit ist, die Stimmbindung sowie die Identität derjenigen Person offenzulegen, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Legt der Erwerber im Anerkennungsgesuch offen, dass nicht er, sondern der erste Wertschriftenverkäufer über die Ausübung des Stimmrechts an den einzutragenden Aktien bestimmt, trägt die Gesellschaft die entsprechenden Aktien in die Rubrik *mit Stimmrecht* ein, solange kein anderer Ablehnungsgrund gegeben ist. Das Stimmrecht an den Aktien wird dabei zum Zweck der Vinkulierung dem ersten Wertschriftenverkäufer zugerechnet.

5. Sell/buy-back-Geschäfte unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

De lege ferenda ist zu prüfen, ob die Gesellschaft den *cash provider* gestützt auf den neuen Ablehnungsgrund in Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR ablehnen kann. Das *sell/buy-back*-Geschäft besteht aus zwei Kaufverträgen: dem Kassa- und dem

[1102] Siehe zum Rechtsübergang bei der Übertragung von kotierten Namenaktien vorne S. 66 ff. Vgl. auch BÖCKLI, § 6 Rz. 146; KLÄY, 276; VON DER CRONE, § 3 Rz. 117.

Termingeschäft. Mit der Vereinbarung, die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt an den ersten Wertschriftenverkäufer zurückzuverkaufen, liegt zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vor. Das Vorliegen einer solchen Vereinbarung genügt allerdings für sich alleine noch nicht, damit Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR greift. Zusätzlich wird verlangt, dass der Erwerber aufgrund der Vereinbarung nicht mehr Träger des wirtschaftlichen Risikos ist.[1103] Die Dividendenzahlungen werden beim *sell/buy-back*-Geschäft im Terminpreis berücksichtigt. Sie fliessen damit über den reduzierten Terminpreis dem ersten Wertschriftenverkäufer zu. Aufgrund des im Voraus fixierten Terminpreises trägt dieser auch das Risiko fallender Aktienkurse. Der Erwerber, d.h. der erste Wertschriftenkäufer, ist somit aufgrund des Termingeschäfts nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos. Sehen die Statuten folglich die Möglichkeit der Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR vor, kann die Gesellschaft den ersten Wertschriftenkäufer als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1104]

IV. Effektenlombard

1. Übersicht

Als *Lombardgeschäft* wird die (bankmässige) Kreditgewährung gegen Sicherstellung durch bewegliche Sachen bezeichnet.[1105] Erfolgt die Sicherstellung durch Wertschriften, wird von einem sog. *Effektenlombard* gesprochen.[1106] Lombard-

[1103] Siehe dazu vorne S. 163 ff.

[1104] Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in den Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.
Unter der börsenrechtlichen Meldepflicht sind *sell/buy-back*-Geschäfte gleich zu behandeln wie Repo-Geschäfte. Siehe dazu vorne Fn. 1075 und Fn. 1079.

[1105] BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148; DEGRANDI, SZW 1990, 2; MOSKRIC, 5; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 165 ff.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 524.

[1106] Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148; DEGRANDI, SZW 1990, 2.

geschäfte werden vom Kreditnehmer typischerweise dazu verwendet, um benötigte Liquidität für Investitionen zu beschaffen.[1107]

2. Rechtliche Qualifikation

Rechtlich betrachtet, liegt beim Effektenlombard ein Gelddarlehen gegen Errichtung eines Fahrnispfandrechts an Wertschriften vor.[1108] Dabei verpflichtet sich der Kreditgeber (in der Regel eine Bank), dem Kreditnehmer die Kreditsumme zur Verfügung zu stellen.[1109] Im Gegenzug für die leihweise Überlassung des Kapitals verpflichtet sich der Kreditnehmer zur Zahlung eines Zinses.[1110] Zusätzlich verpflichtet er sich zur Bestellung der Kreditsicherheit. Der Kreditgeber erwirbt an den sicherungshalber übertragenen Wertschriften ein beschränkt dingliches Recht.[1111] Falls die geschuldete Leistung nicht erbracht wird, erlaubt es das Pfandrecht dem Kreditgeber (Pfandgläubiger) gemäss Art. 891 Abs. 1 ZGB, die Wertschriften zu verwerten, um sich aus dem Erlös zu befriedigen.[1112] Am Ende des Kreditverhältnisses hat der Kreditnehmer den Kreditbetrag zurückzuerstatten.[1113]

3. Effektenlombard unter Art. 685d Abs. 2 OR

Nach Art. 905 Abs. 1 ZGB werden verpfändete Aktien in der Generalversammlung durch die Aktionäre und nicht durch die Pfandgläubiger vertreten.[1114] Im

---

1107 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 149; MOSKRIC, 9.

1108 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148; DEGRANDI, SZW 1990, 2 f.; GIOVANOLI, 108; MOSKRIC, 5; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 166 f.; siehe auch SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 30i ff.

1109 GIOVANOLI, 108; MAURENBRECHER, 79; MOSKRIC, 23; SCHÄRER/MAURENBRECHER, BSK OR 312 N 27 i.V.m. 30k.

1110 MOSKRIC, 24; vgl. MAURENBRECHER, 89. Aufgrund von Art. 313 Abs. 2 OR ist ein Zins geschuldet, unabhängig davon, ob eine entsprechende Parteivereinbarung vorliegt.

1111 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148; GIOVANOLI, 108.

1112 Siehe BAUER, BSK ZGB Vorbem. 884–894 N 6; MOSKRIC, 131.

1113 Siehe MOSKRIC, 25.

1114 Diese Bestimmung regelt dabei die Zuständigkeit zur Ausübung des Stimmrechts im Innenverhältnis, also zwischen Aktionär und Pfandgläubiger. Die Berechtigung zur

Normalfall wird sich damit kein gesellschaftsrechtlich relevanter Sachverhalt ergeben.[1115] Art. 905 ZGB ist dispositiver Natur. Also kann der Aktionär (Kreditnehmer) auch den Kreditgeber (Pfandgläubiger) zur Vertretung der Aktien in der Generalversammlung ermächtigen.[1116] In diesem Fall kann der Kreditgeber gestützt auf die Ermächtigung des Kreditnehmers Einfluss auf die Willensbildung innerhalb der Gesellschaft nehmen.

Wie allerdings gesehen, findet die Treuhändervinkulierung – wie auch die Prozent- und Ausländervinkulierung – *mangels Eigentumsübertragung* keine Anwendung auf die Verpfändung von Namenaktien.[1117] Dies gilt unabhängig davon, ob zwischen dem Pfandgläubiger und dem Kreditnehmer eine Stimmbindungsvereinbarung vorliegt. Liegt kein Umgehungstatbestand vor, kann sich die Gesellschaft also nicht unter Berufung auf Art. 685d Abs. 2 OR gegen die Einflussnahme eines Kreditgebers wehren, der die Aktien im Rahmen eines Effektenlombards als Fahrnispfand erhalten hat und vom Kreditnehmer zur Ausübung des Stimmrechts ermächtigt wurde.

Die Vinkulierung knüpft auch *de lege ferenda* weiterhin bloss an der *Übertragung* von Namenaktien i.S.v. Art. 685a Abs. 1 OR an, weshalb die Verpfändung von Aktien grundsätzlich von der Vinkulierung ausgenommen bleibt. Wie bereits unter geltendem Recht ist allerdings im Einzelfall zu prüfen, ob die Abweichung von dem in Art. 905 Abs. 1 ZGB statuierten Grundsatz, wonach verpfändete Aktien in der Generalversammlung durch den Aktionär vertreten werden, eine Umgehung der Vinkulierung darstellt.

Art. 685d Abs. 2 OR kommt allerdings dann zur Anwendung, wenn der Effektenlombard bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs geschlossen und eine Stimmbindung vereinbart wurde. In diesem Fall kann auf die Ausführungen zur Stimmbindung verwiesen werden.[1118]

Ausübung des Stimmrechts ergibt sich für Namenaktien gemäss Art. 686 Abs. 4 OR i.V.m. Art. 689a Abs. 1 OR. Siehe BAUER, BSK ZGB 905 N 3.

1115 Vgl. MOSKRIC, 198.

1116 Art. 689a Abs. 1 OR. Siehe BAUER, BSK ZGB 905 N 5.

1117 Siehe dazu vorne S. 40 f.

1118 Siehe zu Stimmbindungsvereinbarungen vorne S. 203 ff.

4. Das uneigentliche Lombardgeschäft im Besonderen

4.1 Übersicht

Bei dem sog. *uneigentlichen* Lombardgeschäft überträgt der Kreditnehmer dem Kreditgeber Wertschriften in Form eines irregulären Pfandrechts oder einer Sicherungsübereignung[1119] zu Eigentum.[1120] Das *uneigentliche* Lombardgeschäft kann folglich vom Kreditgeber dazu benutzt werden, um sich das Eigentum an bestimmten Wertschriften zu verschaffen. So kann der Kreditnehmer aufgrund der bloss gattungsmässigen Restitutionspflicht mit den erhaltenen Wertschriften beispielsweise auch Lieferverpflichtungen nachkommen.[1121]

Das *irreguläre Pfandrecht*[1122] ist gesetzlich nicht geregelt, wird aber von Lehre und Rechtsprechung als zulässig anerkannt.[1123] Dabei vereinbaren die Parteien eine bloss gattungsmässige Pflicht zur Restitution des Pfandgegenstandes.[1124] Im Unterschied zum regulären Pfandrecht gehen beim irregulären Pfandrecht das Eigentum (und nicht nur der Besitz) und das damit verbundene Nutzungs- und Verfügungsrecht auf den Pfandgläubiger über (Vollrechtsübergang).[1125] Aufgrund des Eigentumsübergangs liegt kein eigentliches Pfandrecht vor, allerdings sind die Bestimmungen über das (reguläre) Faustpfand gemäss Art. 884 ff. ZGB – soweit passend – analog anwendbar.[1126] Werden dem Pfandgläubiger (Kreditgeber) zur

---

1119 Im Unterschied zum *irregulären* Pfandrecht gehören die Sicherungsübereignung und die Sicherungszession zu den *fiduziarischen* Rechtsgeschäften. Für die Beurteilung der Sicherungsübereignung bzw. Sicherungszession kann deshalb nach vorne verwiesen werden: S. 184 ff.

1120 BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148; GIOVANOLI, 109; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1184 und 1495.

1121 Siehe BERTSCHINGER, Securities Lending I, 148 f.

1122 Auch als *pignus irregulare* bezeichnet.

1123 BGE 19 I 335 E. 2; BGE 106 II 369 E. 5; BAUER, BSK ZGB Vorbem. 884–894 N 29; MOSKRIC, 128; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 183 ff.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1107; siehe auch BÄRTSCHI, 276.

1124 BÄRTSCHI, 276; MOSKRIC, 128; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1136 und 1148.

1125 BÄRTSCHI, 276; BAUER, BSK ZGB Vorbem. 884–894 N 29; MOSKRIC, 128.; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 186; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1116.

1126 BÄRTSCHI, 276; BAUER, BSK ZGB Vorbem. 884–894 N 29; OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 188 und 193 ff.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1132. Bei der Beurteilung von Einzelfragen können allerdings

Sicherung der Geldforderung Aktien übertragen, kann dieser folglich frei über diese verfügen.[1127] Mithin erwirbt er die aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte an den sicherungshalber übertragenen Aktien.[1128]

Der Verpfänder (Kreditnehmer) trägt auch während der Dauer des irregulären Pfandes das Kursrisiko an den Aktien.[1129] Gleichzeitig profitiert er, wenn der Aktienkurs steigt.[1130] Zusätzlich stehen dem Verpfänder auch die Dividenden zu.[1131] Er bleibt damit während der gesamten Dauer des irregulären Pfandes an den Aktien wirtschaftlich berechtigt.

4.2 Rechtsübergang

Bei der Bestellung eines irregulären Pfandrechts handelt es sich um einen *ausserbörslichen* Erwerb. Das Eigentum und sämtliche damit verbundenen Rechte gehen gemäss Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR auf den Erwerber über, sobald dieser bei der

---

auch Bestimmungen zu anderen Rechtsinstituten herangezogen werden, so beispielsweise solche zum Darlehen (Art. 312 ff. OR). Siehe ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1132.

1127 OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 186; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1116. In diesen Fällen können sich Abgrenzungsschwierigkeiten zum Repo-Geschäft ergeben. Für die Abgrenzung entscheidend ist der von den Parteien mit der Übertragung angestrebte Zweck. Während bei einem irregulären Pfandrecht die Sicherung einer Forderung im Vordergrund steht, kommt bei einem Repo-Geschäft neben der Sicherung der Geldforderung auch der Nutzung der übertragenen Wertschriften entscheidende Bedeutung zu. Siehe dazu GIOVANOLI, 109 f.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1108 und 1353a.

1128 Siehe BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73; BERTSCHINGER, SZW 2008, 215.

1129 Dies ergibt sich aus der analogen Anwendung von Art. 890 Abs. 1 ZGB, wonach der Gläubiger für Wertverminderungen nur dann haftet, wenn er nicht nachweisen kann, dass diese ohne sein Verschulden eingetreten sind. Ein Kurszerfall der Aktie wird im Regelfall nicht durch den Gläubiger verschuldet. Siehe OFTINGER/BÄR, ZK ZGB 890 N 20; ZOBL, BK ZGB 890 N 23 ff., insb. 35 ff.; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1155.

1130 Siehe ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1155.

1131 Dies ergibt sich nach der hier vertretenen Ansicht aus der analogen Anwendung des Grundsatzes von Art. 892 Abs. 2 und Abs. 3 ZGB. Vgl. den Gedanken aus Art. 904 Abs. 1 ZGB *e contrario.* Diese Kompensationspflicht des Pfandgläubigers gilt unabhängig davon, ob er die ihm übertragenen Aktien noch besitzt oder diese bereits einem Dritten weiterverkauft hat.

Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär eingereicht hat. Bis zur Einreichung des Anerkennungsgesuchs durch den Erwerber verbleiben das Aktieneigentum und sämtliche damit verbundenen Rechte beim Veräusserer.[1132]

4.3 Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts unter Art. 685d Abs. 2 OR

a. Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts ohne Stimmbindungsvereinbarung

Aufgrund des Eigentumsübergangs liegt beim uneigentlichen Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts eine Übertragung i.S.v. Art. 685a Abs. 1 OR vor. Folglich greift die Vinkulierung. Für die Anwendung der Treuhändervinkulierung ist zu untersuchen, wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts an den einzutragenden Aktien bestimmt.

Infolge des Vollrechtsübergangs erwirbt der Pfandgläubiger die aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte. Als Eigentümer der Aktien ist er nutzungs- und verfügungsberechtigt. Wie bei anderen untersuchten Tatbeständen lässt sich auch beim irregulären Pfandrecht aus der bloss zeitlich begrenzten Aktionärsstellung keine stillschweigende Stimmbindungsvereinbarung ableiten.[1133]

Allerdings könnte man argumentieren, dass sich aus der anwendbaren Haftungsordnung eine Stimmbindungsvereinbarung ableiten lasse, was nach hier vertretener Ansicht aber zu verneinen ist: Für das irreguläre Pfandrecht sind – wie gesehen – die Bestimmungen über das Faustpfand – soweit passend – analog anwendbar. Nach Art. 890 Abs. 1 ZGB haftet der Gläubiger für den aus der Wertverminderung oder aus dem Untergang der verpfändeten Sache entstandenen Schaden, sofern er nicht nachweist, dass dieser ohne sein Verschulden eingetreten ist. Art. 890 Abs. 1 ZGB gilt für das irreguläre Pfandrecht analog.[1134] Übt der Pfandgläubiger das Stimmrecht aus den Aktien also in einer Art und Weise aus, die zu einer Wertverminderung durch sinkende Kurse führt, haftet er dem Verpfänder für den entstandenen Schaden. Diese Bestimmung für sich alleine genügt

---

1132 Vgl. BÖCKLI, § 6 Rz. 146; KLÄY, 276; VON DER CRONE, § 3 Rz. 117.

1133 Siehe dazu vorne S. 253 ff. und S. 262 f.

1134 So auch OFTINGER/BÄR, ZK ZGB System. Teil 884–918 N 193; ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1147. Art. 890 Abs. 2 ZGB hingegen ist aufgrund des Eigentumsübergangs und der bloss gattungsmässigen Restitutionspflicht beim irregulären Pfandrecht nicht (analog) anwendbar.

m.E. allerdings nicht, um das Stimmrecht beim irregulären Pfandrecht zum Zweck der Vinkulierung dem Verpfänder zuzurechnen. Das Abstimmungsverhalten lässt sich normalerweise eben nicht in schädliche und nicht-schädliche Kategorien einteilen, sondern lässt grossen Ermessensspielraum. Aus Art. 890 Abs. 1 ZGB ergibt sich für den Pfandgläubiger folglich keine Handlungsanweisung.

Auch ein Vergleich mit dem regulären Pfandrecht und der Sicherungsübereignung führt zum Ergebnis, dass eine Zurechnung des Stimmrechts zum Zweck der Vinkulierung an den Pfandgläubiger nicht angebracht ist: Im Gegensatz zur Vereinbarung eines regulären Pfandrechts haben die Parteien den Eigentumsübergang und damit die Vollrechtsposition des Pfandgläubigers gerade gewollt. Ferner handelt es sich im Gegensatz zur Sicherungsübereignung, bei welcher zwar auch ein Vollrechtsübergang stattfindet, beim irregulären Pfandrecht nicht um ein fiduziarisches Rechtsgeschäft.[1135] Die Verfügungsmacht des Pfandgläubigers ist entsprechend nicht durch den Treuhandvertrag eingeschränkt. Den Parteien muss folglich bewusst sein, dass keine weisungsrechtliche Komponente seitens des Verpfänders besteht. Die Interessenlage ist damit eine andere als bei der Sicherungsübereignung, weshalb eine analoge Anwendung von Art. 905 Abs. 1 ZGB auf das irreguläre Pfandrecht abzulehnen ist.[1136]

Nach der hier vertretenen Ansicht bestimmt somit der Pfandgläubiger beim uneigentlichen Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts frei über die Ausübung des Stimmrechts. Das Stimmrecht an den Aktien wird folglich zum Zweck der Vinkulierung dem Pfandgläubiger und nicht dem Verpfänder zugerechnet. Der Pfandgläubiger kann daher die Offenlegungserklärung abgeben und die Gesellschaft kann ihn nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR ablehnen.[1137]

Mit Blick auf das börsenrechtliche Offenlegungsrecht ist der Erwerb von Aktien im Rahmen eines uneigentlichen Lombardgeschäfts mittels irregulären Pfandrechts gleich zu behandeln wie der Erwerb im Rahmen eines Repo-Geschäfts oder einer *securites lending*-Transaktion.[1138]

1135 ZOBL/THURNHERR, BK ZGB System. Teil 884–887 N 1136.

1136 A.M. BÄRTSCHI, 331 f. Bei börsenkotierten vinkulierten Namenaktien wird der Pfandgläubiger aufgrund der zum Eigentumsübergang notwendigen Einreichung des Anerkennungsgesuchs Aktionär. Eine Ausübung der Aktionärsrechte durch den Verpfänder, der aus dem Aktienbuch gestrichen wurde, stellt eine Ausübung des Stimmrechts durch einen Unberechtigten dar.

1137 A.M. wohl WATTER/HINSEN, 31 f.

1138 Siehe dazu vorne S. 256 f. und 262 f.

b. Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts mit Stimmbindungsvereinbarung

Haben die Parteien eine Stimmbindung vereinbart, hat sich also der Pfandgläubiger verpflichtet, im Interesse des Verpfänders abzustimmen, hat der Pfandgläubiger diese Tatsache der Gesellschaft gegenüber offenzulegen. Dann hat die Gesellschaft die entsprechenden Aktien in die Rubrik *mit Stimmrecht* einzutragen, sofern auf den Verpfänder kein anderer Ablehnungsgrund zur Anwendung kommt.

4.4 Uneigentliches Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Zu prüfen ist, ob das uneigentliche Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien i.S.v. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR darstellt.

Am Ende des Kreditverhältnisses hat der Pfandgläubiger Wertschriften gleicher Menge und Güte – d.h. *entsprechende* Aktien – zurückzuerstatten. Es liegt somit eine Vereinbarung über die Rückgabe von entsprechenden Aktien vor. Damit Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR greift, muss die Vereinbarung allerdings zusätzlich dazu führen, dass der Erwerber nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien ist. Beim uneigentlichen Lombardgeschäft mittels irregulären Pfandrechts bleibt der Verpfänder auch während der Dauer des Lombardgeschäfts wirtschaftlich an den Aktien berechtigt. Der Pfandgläubiger ist folglich nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien.[1139] Sehen die Statuten diesen Ablehnungsgrund ausdrücklich vor, kann die Gesellschaft den Pfandgläubiger gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1140]

[1139] Ein sinkender Aktienkurs birgt allerdings insoweit ein Risiko für den Pfandgläubiger, als der Wert der Sicherstellung abnimmt.

[1140] Siehe BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 73. Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in den Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.

Derivate im Besonderen

Derivate[1141] (auch derivative Finanzinstrumente) sind Finanzkontrakte, deren Preis sich von einem oder mehreren zugrunde liegenden Basiswerten ableitet und die kein Kassageschäft darstellen.[1142] Bei den zugrunde liegenden Basiswerten *(underlyings)* handelt es sich typischerweise um Aktien, Obligationen, Rohstoffe, Edelmetalle oder Referenzwerte wie Währungen, Zinsen oder Indizes.[1143] Gleich wie *securities lending*-Transaktionen erlauben es auch Derivate, deren Preis sich von Aktien ableitet, die mit dem formellen Eigentum an den Aktien verbundenen Rechte, wie beispielsweise das Stimmrecht, vom wirtschaftlichen Interesse zu trennen.[1144]

I. Terminverkauf

1. Übersicht

Beim Terminverkauf verpflichtet sich der Aktionär, die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt zu einem beim Vertragsschluss festgesetzten Preis zu verkaufen, während sich der Käufer dazu verpflichtet, die Aktien zum vereinbarten Preis zu kaufen.[1145] Im Unterschied zu Optionsgeschäften zeichnen sich Termingeschäfte dadurch aus, dass die Vertragsparteien nicht nur berechtigt, sondern auch *verpflichtet* sind, das Geschäft zum im Voraus festgelegten Preis zu vollziehen (man

[1141] Derivatgeschäfte, insbesondere jene, die *over-the-counter* gehandelt werde, kommen in sehr unterschiedlicher Ausgestaltung vor. Für die vorliegende Untersuchung werden die Derivatgeschäfte in einer standardisierten – vereinfachten – Form dargestellt.

[1142] Legaldefinition in Art. 2 lit. c FinfraG und Art. 2 Abs. 2 FinfraV; siehe auch EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2224; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 219 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz. 559 ff.

[1143] Vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. a und b FinfraV. Wie stark die Korrelation zwischen dem Basiswert und jenem des Derivats ist, hängt im Einzelfall von der vertraglichen Ausgestaltung ab. Siehe MITTERMEIER, 126.

[1144] Zum Verhältnis zwischen Derivaten und Finanztransaktionen wie dem *securities lending* siehe RENN, 337.

[1145] Siehe BAUER, 56; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2227; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 221; WATTER/HINSEN, 14 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 564; siehe auch MÜLLER-MÖHL, 21 ff.

spricht daher auch von unbedingten Termingeschäften[1146]).[1147] Aufgrund des im Voraus festgesetzten Preises geht das wirtschaftliche Risiko zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses vom Verkäufer auf den Käufer über.[1148] Letzterer trägt den Verlust, wenn der Aktienkurs unter den Kaufpreis fällt. Gleichzeitig profitiert der Käufer aber bei steigenden Kursen.[1149] Der Verkäufer hat damit kein wirtschaftliches Interesse mehr an den Aktien.[1150]

2. Rechtsübergang

Mit Blick auf den Rechtsübergang kann bei Terminverkäufen zwischen *Forwards* und *Futures* unterschieden werden. Wirtschaftlich gesehen sind *Forwards* und *Futures* identisch, sie unterscheiden sich allerdings hinsichtlich ihrer Abwicklung und ihres Handels.[1151] *Futures* werden als standardisierte Finanzprodukte zu vereinheitlichten Konditionen an der Börse gehandelt.[1152] *Forwards* hingegen werden bilateral auf vertraglicher Basis abgeschlossen und ausserbörslich, also *over-the-counter* gehandelt.[1153] Bei *Forwards* handelt es sich also um nicht standardisierte derivate Finanzinstrumente, deren Konditionen zwischen den Parteien individuell ausgehandelt werden.[1154] Während die dem Geschäft zugrunde liegenden Aktien bei *Futures* börsenmässig erworben werden, liegt bei *Forwards* wie bei einem einfachen Terminverkauf ein *ausserbörslicher* Erwerb vor.

1146 *Unbedingt* ist das Termingeschäft, wenn den Parteien weder ein Wahl- noch ein Rücktrittsrecht eingeräumt wird. Siehe BAUER, 56.

1147 NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 221; ZOBL/KRAMER, Rz. 564.

1148 Siehe WATTER/HINSEN, 15.

1149 Siehe BAUER, 63.

1150 Siehe WATTER/HINSEN, 15.

1151 PULVER, 64 f.; RENN, 92.

1152 EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2230; HALTER, 11; HULL, 8; MITTERMEIER, 139; MÜLLER-MÖHL, 21 f.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 221; PULVER, 64 ff.; RENN, 92 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 565.

1153 EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2230; HULL, 6; MITTERMEIER, 139; MÜLLER-MÖHL, 22; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 221; PULVER, 64 f.; RENN, 92 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 584.

1154 HALTER, 11; MITTERMEIER, 139; STADELMANN/BIERI, 315; ZOBL/KRAMER, Rz. 584; Siehe auch Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2010, Empfehlung V-08-09, 22.

3. Terminverkauf unter Art. 685d Abs. 2 OR

Der Anwendungsbereich der Vinkulierung ist auf den Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs beschränkt. Aus diesem Grund werden vorliegend bloss jene Fälle untersucht, bei denen der Erwerber bereits zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs einen Terminverkauf vereinbart hat.[1155]

Bis zum Vollzug des Veräusserungsgeschäfts ist der Verkäufer vollberechtigter Aktionär.[1156] Er hat damit nicht nur Anspruch auf die Erträge aus den Aktien, sondern ist auch Träger der Mitwirkungsrechte. Es stellt sich allerdings die Frage, ob er das Stimmrecht frei ausüben kann oder ob er sich an allfällige Weisungen des Käufers halten muss.

Nach VON SALIS hat der Verkäufer, sofern der Vollzug des Veräusserungsgeschäfts so nahe liegt, dass der Ertragswert der Aktien in diesem Zeitraum für den Verkäufer keine Rolle mehr spielt, damit zu rechnen, dass bei einer Stimmabgabe, die den Interessen des Erwerbers offensichtlich zuwiderläuft, dem Erwerber ein vertraglicher Schadenersatzanspruch aus der Verletzung vertraglicher Nebenpflichten zusteht. Da der Verkäufer selbst kein wirtschaftliches Risiko mehr trägt, werde er sich – mit Blick auf allfällige Schadenersatzansprüche – im Sinne des Erwerbers entscheiden müssen. Dadurch rechnet VON SALIS bei der Beurteilung der Höchststimmklausel das Stimmrecht des Verkäufers dem (zukünftigen) Erwerber der Aktien zu.[1157]

[1155] Kein Anwendungsfall der Vinkulierung liegt vor, wenn ein bereits mit Stimmrecht anerkannter Aktionär einen Terminkauf vereinbart. Eine solche Konstellation kann allerdings für die Anwendung der Höchststimmklausel relevant sein. Siehe zur Anwendung der Höchststimmklausel auf einen Terminkauf VON SALIS, 214 ff.

[1156] Mit Blick auf das *börsenrechtliche Offenlegungsrecht* ist anzumerken, dass ein unbedingtes Termingeschäft melderechtlich nicht als Derivat, sondern als *normaler* Kauf (bzw. Verkauf) von Aktien betrachtet wird. Im Offenlegungsrecht ist der unbedingte Terminkauf also als direkter Erwerb bzw. direkte Veräusserung zu melden. Dies bedeutet, dass die Meldepflicht nach Art. 13 Abs. 1 FinfraV-FINMA bereits mit dem Verpflichtungsgeschäft entsteht. Siehe Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2010, Empfehlung V-08-09, 14 ff., insb. 17 f.; siehe dazu SCHENKER, Beteiligungen, 19; SCHENKER, Meldepflicht, 262 f.; SCHENKER, Offenlegungsrecht, 378.

[1157] VON SALIS, 215 f.; so auch KONRAD FISCHER, SZW 1998, 234, bezüglich des Terminkaufs eigener Aktien durch die Gesellschaft: «Zwar steht das Stimmrecht bis zum Eintritt des Termins formal noch dem Verkäufer zu. Dieser hat sich aber von der Gesellschaft *abgewendet;* er kann an der Ausübung des Stimmrechts kein eigenes Aktionärsinteresse mehr haben. Als Folge der Risikoübernahme durch die Gesellschaft wird

Dieser Ansicht kann in Bezug auf die Anwendung der Treuhändervinkulierung allerdings nicht gefolgt werden. Bis zum Vollzug des Veräusserungsgeschäfts ist der Veräusserer Eigentümer und als solcher grundsätzlich nutzungs- und verfügungsberechtigt.[1158] Auch wenn die absichtlich schädigende Stimmabgabe als eine Verletzung vertraglicher Nebenpflichten angesehen wird, genügt dies nicht, um daraus generell zu folgern, der Verkäufer habe das Stimmrecht in jedem Fall im Interesse des Käufers auszuüben. Dass der Veräusserer das Stimmrecht nicht zum Schaden des Käufers ausüben *darf,* bedeutet nicht automatisch, dass er es in dessen Interesse ausüben *muss.* Der Terminverkauf an sich schliesst keine (positive) Handlungsanweisung an den Verkäufer mit ein. Haben die Parteien keine besondere Abrede getroffen, ist der Verkäufer in der Ausübung des Stimmrechts folglich

---

er sein Verhalten nach der allgemeinen Lebenserfahrung den Interessen der für die Gesellschaft handelnden Verwaltung anpassen und ‹seine› Stimme im Sinn der Verwaltung abgeben, ohne dass das ausdrücklich vereinbart zu werden braucht.»
Auch der deutsche Gesetzgeber war sich der Problematik bewusst, als er sich mit der Stichtagsregelung beschäftigte. Dabei hat er allerdings offengelassen, ob den Veräusserer eine Treuepflicht trifft, das Stimmrecht im Interesse des Käufers auszuüben (Drucksache 15/5092, 14): Ob der Veräusserer aus einer solchen Treuepflicht gegenüber dem Käufer verpflichtet sein kann, «das Stimmrecht in dessen Interesse auszuüben, kann bei Kleinbeteiligungen, die anonym über die Börse erworben worden sind, dahinstehen, da eine praktische Relevanz nicht ersichtlich ist. […] Praktisch bedeutsam ist die Frage nur bei größeren Aktienpaketen. Hier wird die Kaufvertragsvereinbarung ohnehin regelmässig Stimmrechtsausübungsregelungen oder eine Vollmachtserteilung zugunsten des Erwerbers enthalten.» SEIBERT, WM 2005, 158, bejaht eine entsprechende Treuepflicht des Verkäufers gegenüber dem Käufer bei Paketverkäufen auch dann, wenn sie nicht vertraglich vorgesehen wurde. Siehe dazu MITTERMEIER, 119.

1158 Vgl. auch ROTH/LÄNZLINGER, SZW 1999, 31, die sich bezüglich des Terminkaufs eigener Aktien durch die Gesellschaft wie folgt äussern: «Für sich alleine rechtfertigt der Terminkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft den Ausschluss des Stimmrechts daher nicht. *Fischers* gegenteilige Auffassung beruht einzig auf der Annahme, der veräussernde Aktionär werde sich ‹nach der allgemeinen Lebenserfahrung› den Interessen der für die Gesellschaft handelnden Verwaltung anpassen und sein Stimmrecht in ihrem Sinne ausüben, ohne dass dies ausdrücklich vereinbart zu werden brauche. Diese pauschale Mutmassung reicht nun aber nicht aus, um die hier grundsätzlich anwendbaren wertpapierrechtlichen sowie vertragsrechtlichen Grundsätze gleichsam in einem Aufwisch über Bord zu werfen. […] Unbestrittenermassen kann es im Einzelfall schwierig sein, Stimmabsprachen zwischen Verkäufer und Käufer nachzuweisen. Diese Schwierigkeiten rechtfertigen jedoch einen derart drastischen, an eine Bevormundung erinnernden Eingriff in die Rechtsstellung des Veräusserers der Aktien nicht.»

grundsätzlich frei. Das Stimmrecht ist deshalb auch zum Zweck der Vinkulierung dem Verkäufer zuzurechnen. Er kann in der Offenlegungserklärung somit ohne Weiteres erklären, dass er letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt. Liegen keine anderen Ablehnungsgründe vor, hat ihn die Gesellschaft entsprechend als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.[1159]

4. Terminverkauf unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Es bleibt zu prüfen, ob die Gesellschaft den Verkäufer *de lege ferenda* gestützt auf den neuen Ablehnungsgrund in Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann. Wiederum werden bloss jene Fälle untersucht, bei denen der Erwerber bereits zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs einen Terminverkauf vereinbart hat. Entscheidend ist, ob der Terminverkauf eine Vereinbarung über die Rückgabe oder Rücknahme entsprechender Aktien darstellt.

Anders als bei einer *securities lending*-Transaktion oder einem Repo-Geschäft handelt es sich beim Terminverkauf typischerweise nicht um ein Geschäft mit Hin- *und* Rückgabe. Der Verkäufer hat die Aktien also nicht zu einem früheren Zeitpunkt vom Käufer erhalten. Es fehlt damit an der für die vom Gesetzgeber *(historisch)* betrachteten Sachverhalte typischen *Zweistufigkeit der Transaktion*. Auf der anderen Seite hat der Terminverkauf mit diesen Sachverhalten gemein, dass die Vereinbarung zwischen den Parteien dazu führt, dass der Aktionär nicht mehr länger Träger des wirtschaftlichen Risikos ist. Mit Art. 685d Abs. 2 E-OR will der Gesetzgeber der Gesellschaft nun gerade ein Mittel geben, um sich gegen das Ausüben von Stimmrechten ohne Tragung des wirtschaftlichen Risikos zu wehren. *Teleologisch* betrachtet sollte eine Gesellschaft den Erwerber, der aufgrund eines Terminverkaufsvertrages nicht mehr länger Träger des wirtschaftlichen Risikos ist, also gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen können. Der teleologischen Auslegung sind allerdings durch den Wortlaut Grenzen gesetzt. Dieses *grammatikalische* Element der Auslegung impliziert in erster Linie eine zweistufige Transaktion. Mit Blick auf das teleologische Element der Auslegung sollte der Wortlaut im vorliegenden Fall allerdings ausnahmsweise derart reduziert werden, dass er auch bloss einstufige Transaktionen erfasst. Der Aktionär gibt in diesen Fällen dem Käufer die Aktien zwar nicht *zurück,* doch führt die Vereinbarung dazu, dass er sie diesem *überträgt.* Der

[1159] A.M. WATTER/HINSEN, 31 f.; wohl auch DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 291 ff., insb. 293 ff.

Terminverkauf wird folglich nach der hier vertretenen Ansicht von Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR erfasst.[1160] Sehen die Statuten die Möglichkeit der Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR vor, kann die Gesellschaft den Verkäufer als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1161]

Haben die Parteien ausnahmsweise als Kaufpreis den Börsenpreis zum Zeitpunkt des Vollzugstermins vereinbart, verbleibt das Risiko bis zum Vollzug des Veräusserungsgeschäfts beim Verkäufer. In diesem Fall kann ihn die Gesellschaft auch *de lege ferenda* nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.[1162]

II. Optionen

1. Übersicht

Gestützt auf einen Optionsvertrag hat der Käufer gegen Bezahlung einer Prämie das Recht – nicht aber die Pflicht –, eine bestimmte Menge eines Basiswerts bis zum oder am Verfalltermin zu einem festgelegten Preis zu kaufen (sog. Call-Option) oder zu verkaufen (sog. Put-Option).[1163] Im Unterschied zu den unbedingten Termingeschäften, bei welchen beide Vertragsparteien eine unbedingte Verpflichtung zur Leistung und Gegenleistung haben, hat die durch die Option berechtigte Partei ein *Wahlrecht*.[1164] Bei Optionen handelt es sich deshalb um *bedingte* Termingeschäfte.[1165] Optionen können sowohl in standardisierter Form an der Börse als auch individuell *over-the-counter* gehandelt werden.[1166]

1160 Kritisch BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 75.

1161 Im Unterschied zur klassischen Treuhändervinkulierung muss der Ablehnungsgrund der Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nach der hier vertretenen Ansicht ausdrücklich in den Statuten aufgenommen werden, damit sich die Gesellschaft darauf berufen kann. Siehe dazu vorne S. 167.

1162 Im Unterschied zum geltenden Recht ist es *de lege ferenda* von entscheidender Bedeutung, ob der Erwerber Träger des wirtschaftlichen Risikos ist oder ob er dieses mittels Vereinbarung über die Rückgabe entsprechender Aktien auf einen Dritten überführt hat.

1163 BAUER, 104; HALTER, 12; HULL, 8 f.; MITTERMEIER, 129 f.; MÜLLER-MÖHL, 49 f.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 1 Rz. 221; PULVER, 76 f.; RENN, 60; ZOBL/KRAMER, Rz. 566.

1164 Siehe HULL, 9; MITTERMEIER, 130; MÜLLER-MÖHL, 22; RENN, 60.

1165 MÜLLER-MÖHL, 22.

1166 BERTSCHINGER, SZW 2008, 209; HULL, 8; MITTERMEIER, 129; MÜLLER-MÖHL, 22 und 51; RENN, 60.

Bei Optionen kann zwischen solchen mit Realerfüllung *(physically-settled)*[1167] und solchen mit Barausgleich *(cash-settled)*[1168] unterschieden werden.[1169] Der Aktionär, der eine Put-Option mit Realerfüllung ausübt, verliert seine Aktionärsstellung.[1170] Wurde allerdings Barausgleich vereinbart, steht es dem Aktionär im Ausübungszeitpunkt offen, die Aktie zu veräussern oder diese weiter zu halten.[1171]

Mit dem Kauf einer Put-Option kann sich ein Aktionär gegen Bezahlung der Optionsprämie gegen sinkende Aktienkurse absichern. Sinkt der aktuelle Marktpreis unter den Ausübungspreis (sog. *strike price*), wird der Aktionär seine Aktien dem Verkäufer der Put-Option zum Ausübungspreis verkaufen.[1172] Er trägt daher das Risiko, dass der Marktpreis unter den Ausübungspreis fällt, nicht. Abhängig vom vereinbarten Ausübungspreis kann sich der Optionsberechtigte damit vollständig (oder auch nur teilweise) gegen das wirtschaftliche Risiko absichern.[1173] Steigt demgegenüber der Aktienkurs, steht es dem Optionsberechtigten offen, auf sein Verkaufsrecht zu verzichten und vom steigenden Kurs zu profitieren. Die Situation des Aktionärs, der seine Beteiligung mittels Put-Option absichert, zeichnet sich also dadurch aus, dass er das Risiko sinkender Preise nicht (bzw. nur bis zu einer bestimmten Schwelle) mitträgt, trotzdem aber von steigenden Kursen profitiert. Er hat damit weiterhin ein Interesse an einer positiven Kursentwicklung. Die Absicherung des wirtschaftlichen Risikos bedeutet – was in der Diskussion um *empty voting* häufig vergessen geht – nicht automatisch, dass der Aktionär auf

---

1167 Wird Realerfüllung vereinbart, ist der Basiswert bei der Ausübung der Option physisch zu übertragen. Dies bedeutet, dass im Falle einer Call-Option der Optionsberechtigte den Basiswert geliefert erhält, während bei einer Put-Option der Optionsberechtigte den Basiswert liefern kann. Siehe RENN, 61.

1168 Vereinbaren die Parteien einen Barausgleich, erhält der Optionsberechtige bei der Ausübung der Option den Differenzbetrag zwischen dem Kassakurs des Basiswertes und dem Ausübungspreis. Siehe RENN, 62.

1169 HALTER, 12; RENN, 61 f.

1170 Siehe MITTERMEIER, 131.

1171 Sofern die Option *in-the-money* ist, erhält der Optionsberechtigte bei Ausübung den Differenzbetrag zwischen dem Aktienkurs im Zeitpunkt der Ausübung der Option und dem verabredeten Ausübungspreis. Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 209; MITTERMEIER, 131.

1172 Siehe MITTERMEIER, 130.

1173 Siehe BAUER, 106; BERTSCHINGER, SZW 2008, 214; MITTERMEIER, 130; WATTER/HINSEN, 15.

sinkende Kurse hofft und deshalb zwangsläufig gegen die Interessen der Gesellschaft stimmt.

2. Erwerb einer Put-Option

2.1 Erwerb einer Put-Option unter Art. 685d Abs. 2 OR[1174]

Für die Anwendung der Treuhändervinkulierung sind bloss jene Optionen relevant, die bereits zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs bestehen. Mit Blick auf die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 OR stellt sich die Frage, ob der Käufer einer Put-Option mit deren Erwerb die Verpflichtung eingeht, das Stimmrecht im Sinne des Verkäufers der Option auszuüben. Es ist folglich zu prüfen, ob der Käufer der Put-Option, der nach Erwerb der Put-Option entsprechende Aktien kauft, eine vertragliche Pflicht hat, den Vertragsgegenstand, d.h. die Aktien, in einem bestimmten Zustand zu erhalten und falls eine solche Pflicht besteht, ob sich daraus eine Verhaltensanweisung betreffend die Ausübung der Stimmrechte für den Käufer, d.h. den Optionsberechtigten, ergibt.

Handelt es sich beim Optionsgegenstand um Aktien, liegt eine Gattungsschuld vor.[1175] Eine Gattungsschuld ist eine Schuld, deren Leistungsinhalt nach einheitlichen Merkmalen (Qualität) und nach Mass, Zahl oder Gewicht (Quantität) bestimmt wird.[1176] Der Aktienkurs stellt dabei keine qualitative Eigenschaft dar, die der Käufer einer Put-Option zu gewährleisten hat.[1177] Die Parteien eines Optionsvertrags erwarten gerade, dass sich der Aktienkurs verändert.[1178] Die Put-Option kann dem Käufer nämlich insbesondere auch dazu dienen, sich gegen sinkende Aktienkurse abzusichern. Diese Tatsache ist auch dem Verkäufer der Put-Option

---

[1174] Für die vorliegende Untersuchung ist lediglich der Erwerb von Put-Optionen durch einen Aktionär von Bedeutung. Der Erwerb einer Call-Option ist für die Betrachtung der Treuhändervinkulierung nicht relevant, da dieser – anders als der Erwerb einer Aktie – keine gesellschaftsrechtliche Mitgliedschaft mit sich bringt. Erst wenn die Call-Option ausgeübt wird, entsteht (aus Sicht des Optionsberechtigten) ein gesellschaftsrechtlich relevanter Sachverhalt. Mangels eines gesellschaftsrechtlichen Anknüpfungspunkts ist auch der Erwerb einer Put-Option durch einen Nicht-Aktionär für die vorliegende Untersuchung nicht von Bedeutung.

[1175] Siehe MITTERMEIER, 132.

[1176] HUGUENIN, Obligationenrecht, Rz. 676 und 2379; LEU, BSK OR 71 N 3; SCHRANER, ZK OR 71 N 12.

[1177] MITTERMEIER, 132.

[1178] Siehe CASPER, 248.

bewusst.[1179] Daher ist der Käufer nicht verpflichtet, auf die Erhaltung des Aktienkurses hinzuwirken und sein Stimmrecht entsprechend auszuüben. Der Erwerb einer Put-Option führt mit anderen Worten nicht zu einer Stimmbindung des Käufers zu Gunsten des Verkäufers der Put-Option.[1180] Selbst wenn sich aus dem Optionsvertrag eine Pflicht des Käufers der Put-Option ergeben sollte, das Stimmrecht nicht in einer für den Verkäufer der Put-Option schädigenden Weise auszuüben, kann daraus keine generelle Pflicht zur Ausübung des Stimmrechts im Interesse des Verkäufers der Put-Option abgeleitet werden.[1181]

Der Erwerber, der seine Beteiligung mit Hilfe einer Put-Option absichert, kann folglich in der Offenlegungserklärung angeben, letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts zu bestimmen. Liegen keine anderweitigen Ablehnungsgründe vor, hat die Gesellschaft den Käufer der Put-Option als Aktionär *mit Stimmrecht* anzuerkennen.[1182]

2.2 Erwerb einer Put-Option unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Es bleibt zu untersuchen, ob die auf Realerfüllung ausgerichtete Put-Option *de lege ferenda* als Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe

---

[1179] Siehe MITTERMEIER, 132.

[1180] Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 214.

[1181] Gl.M. BERTSCHINGER, SZW 2008, 214: «Jedenfalls drängen sich in einer derartigen Konstellation keine triftigen Argumente auf, welche diesen Aktionär a priori als im Interesse des Put-Verkäufers handelnd erscheinen lassen.» MITTERMEIER, 133, der darauf hinweist, dass sich der Nachweis eines konkreten Schadens äusserst schwierig gestalten dürfte. Aus diesem Grund erscheine es als zweifelhaft, ob ein möglicher Schadenersatzanspruch einen hinreichenden Anreiz setze, um das Stimmrecht gemäss den Interessen des Put-Optionsverkäufers auszuüben. Siehe auch CASPER, 247, insb. Fn. 18; vgl. auch ROTH/LÄNZLINGER, SZW 1999, 32, bezüglich des Stimmrechtsausschlusses bei der Ausgabe von Put-Optionen durch die Gesellschaft an ihre Aktionäre: «Bis zur allfälligen Ausübung der Option bleibt der Dritte Aktionär und als solcher Inhaber der mit den Aktien verbundenen Mitwirkungsrechte. Ein Ausschluss vom Stimmrecht lässt sich hier ebenso wenig mit dem blossen Hinweis auf die Übernahme des wirtschaftlichen Risikos rechtfertigen wie im Falle des Terminkaufs; abzustellen ist vielmehr auf die Frage, ob sich die Gesellschaft auf diesem Weg die Ausübung des Stimmrechts an diesen Aktien gesichert hat.» Vgl. allerdings KONRAD FISCHER, SZW 1998, 236.

[1182] Gl.M. BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 75; BERTSCHINGER, SZW 2008, 214; MAIZAR, 474; wohl a.M. DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 290; siehe auch WATTER/HINSEN, 31 f.

entsprechender Aktien i.S.v. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR zu qualifizieren ist. Bei einer Put-Option vereinbaren die beiden Parteien, dass der Optionsberechtigte die Aktien zu einem festgelegten Preis und zu einem bestimmten Zeitpunkt bzw. während eines bestimmten Zeitraums verkaufen kann. Es könnte entsprechend argumentiert werden, dass es sich beim Put-Optionsvertrag um eine Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR handelt.

Dies ist nach der hier vertretenen Ansicht allerdings abzulehnen. Bei dem Erwerb einer Put-Option handelt es sich nicht um einen zweistufigen Vertrag mit Hin- und Rückgabe. Es fehlt damit an der für die vom Gesetzgeber historisch betrachteten Sachverhalte typischen *Zweistufigkeit der Transaktion*. Wie sich beim Terminverkauf gezeigt hat, bedeutet das Fehlen dieser Zweistufigkeit nicht zwangsläufig, dass keine Vereinbarung i.S. von Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR vorliegt. Doch fehlen hier im Gegensatz zum Terminverkauf zusätzliche Argumente, die eine Anwendung von Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR rechtfertigen. Es zeigen sich vielmehr gewichtige Unterschiede zu den vom Gesetzgeber betrachteten Sachverhalten: Zunächst ist die Option bedingt, d.h. es liegt im Ermessen des Aktionärs, ob er die Option ausüben will oder nicht. Zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ist denn oft auch nicht klar, ob die Option überhaupt ausgeübt wird.[1183] Sodann ergeben sich auch aus einer wirtschaftlichen Perspektive markante Unterschiede zwischen dem Erwerb einer Put-Option und den Sachverhalten, die der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung von Art. 685d Abs. 2 E-OR vor Augen hatte.[1184] Der Erwerber sichert sich mit Hilfe der Put-Option zwar gegen das wirtschaftliche Risiko sinkender Aktienkurse ab, doch hat er weiterhin Anspruch auf den mit den Aktien verknüpften Erfolg.[1185] Er ist entsprechend auch an steigenden Aktienkursen interessiert. Im Unterschied zum Borger bei einer *securities lending*-Transaktion, der *kein* wirtschaftliches Interesse an den Aktien hat, hat der Erwerber einer Put-Option weiterhin ein Interesse am wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft. Gegen eine Erfassung durch Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR spricht schliesslich, dass die

[1183] Vgl. BERTSCHINGER, SZW 2008, 214.

[1184] Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 214: «Der Vorschlag des Bundesrates spricht in Art. 685d Abs. 2 E-OR lediglich von einer ‹Vereinbarung über die Rückgabe entsprechender Aktien›, was sich weder rechtlich noch wirtschaftlich ohne Weiteres mit dem Gehalt einer normalen Put-Option vereinbaren lässt.»

[1185] Vgl. BERTSCHINGER, SZW 2008, 214.

Aberkennung des Stimmrechts einen starken Eingriff in die Rechtsstellung des Aktionärs darstellt, welcher einer klaren gesetzlichen Grundlage bedarf.[1186]

Aus dem Gesagten folgt, dass der Erwerb einer Put-Option keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien i.S.v. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR darstellt. Die Gesellschaft kann also einen Erwerber, der eine Put-Option betreffend die einzutragenden Aktien besitzt, nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen, sofern kein anderer Ablehnungsgrund vorliegt.

3. Verkauf einer Call-Option

3.1 Verkauf einer Call-Option unter Art. 685d Abs. 2 OR[1187]

Wie beim Erwerb einer Put-Option ergibt sich auch beim Verkauf einer Call-Option keine Verpflichtung, das Stimmrecht im Interesse des Optionsberechtigten auszuüben.[1188] Der Verkäufer übt das Stimmrecht an den Aktien, für welche er eine Call-Option verkauft hat, folglich frei und im eigenen Interesse aus.

Es kann allerdings vorkommen, dass ein Investor im Rahmen einer geplanten Übernahme die Emission und Strukturierung der Option selbst in Auftrag gibt.[1189] Werden dem Emittenten der Call-Option die zur Absicherung der Option erforderlichen Aktien nun durch den Investor, also den Käufer der Option, geliefert, ist zu prüfen, ob das Stimmrecht unter Art. 685d Abs. 2 OR nicht trotzdem dem Käufer der Option zugerechnet werden muss. Der Emittent ist nämlich weder wirtschaftlich noch in Bezug auf das Stimmrecht an den Aktien interessiert. Die Aktien dienen ihm lediglich zur Absicherung der Call-Option. Reicht der Emittent dennoch ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* ein, wird dies vermutungsweise im Interesse des Investors geschehen. Die Stellung des Emittenten ist in diesem Fall mit jenem des Treuhänders vergleichbar.[1190] In solchen

---

1186 Vgl. BERTSCHINGER, SZW 2008, 220 f.

1187 Vorliegend wird lediglich der Verkauf von Call-Optionen untersucht, da der Verkauf von Put-Optionen keinen für die Treuhändervinkulierung relevanten Sachverhalt darstellt.

1188 Siehe zur Argumentation vorne S. 284.

1189 Siehe dazu Übernahmekommission, 0293/02, Empfehlung II in Sachen Saurer AG vom 31. Oktober 2006, E. 3.2.4.4.

1190 So BERTSCHINGER, SZW 2008, 213.

Fällen ist das Stimmrecht unter Art. 685d Abs. 2 OR folglich nicht dem Emittenten, sondern dem Investor, d.h. dem Käufer der Call-Option, zuzurechnen.[1191] Der Emittent hat diese Tatsache in der Offenlegungserklärung anzugeben.

Kann der Investor in solchen Konstellationen Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts der zugrunde liegenden Aktien nehmen, muss Gesagtes auch gelten, wenn die Parteien vertraglich zwar *Barausgleich* vereinbart, von Beginn weg aber Realerfüllung beabsichtigt haben.[1192]

3.2 Verkauf einer Call-Option unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

Auch *de lege ferenda* ist zwischen dem «normalen» Verkauf einer Call-Option und der Emission solcher Optionen auf Ersuchen des Investors zu unterscheiden. Beim «normalen» Verkauf einer Call-Option liegt keine Vereinbarung i.S. von Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR vor. Dies ergibt sich bereits daraus, dass der Verkäufer einer Call-Option, sofern er zur Absicherung der Option selbst Aktien hält, Träger des mit diesen Aktien verbundenen wirtschaftlichen Risikos ist. Damit fehlt es an der für die Anwendung von Art. 685d Abs. 2 E-OR notwendigen Voraussetzung, wonach die Vereinbarung über die Rücknahme oder Rückgabe entsprechender Aktien dazu führen muss, dass der Erwerber nicht mehr Träger des wirtschaftlichen Risikos ist.

Es stellt sich allerdings die Frage, ob der Emittent, der auf Veranlassung des Optionskäufers Call-Optionen ausgibt und gleichzeitig vereinbart, die zur Absicherung notwendigen Aktien vom Optionskäufer zu übernehmen, eine Vereinbarung über die Rückgabe entsprechender Aktien eingeht. Diese Frage ist erst dann von Bedeutung, wenn sich der Emittent ins Aktienbuch eintragen lassen will.

Wie gesehen, zielt der Investor, der die Emission einer Option selbst in Auftrag gibt, darauf ab, dass er die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt wieder an sich ziehen kann. Es handelt sich (in diesem Spezialfall) also um ein zweistufiges Geschäft, bei welchem in einem ersten Schritt Aktien (zur Absicherung) auf den Emittenten übertragen werden und diese, in einem zweiten Schritt, bei Ausübung (oder bei Ablauf) der Option wieder an den Investor zurückfallen. Ein solches Geschäft ist mit einem Repo-Geschäft, wenn auch ohne *manufactured payments,* vergleichbar. Obwohl keine *rechtliche* Pflicht des Investors zur Ausübung der Option

---

[1191] Vgl. Übernahmekommission, 0293/02, Empfehlung II in Sachen Saurer AG vom 31. Oktober 2006, E. 3.2.4.4.

[1192] So auch BERTSCHINGER, SZW 2008, 213.

besteht, zeigt die Betrachtung *faktischer Gesichtspunkte,* dass die Rücknahme der Aktien beabsichtigt ist. Steht fest, dass der Investor die Option ausübt, trägt der Emittent auch kein wirtschaftliches Risiko. Ein solches Vorgehen würde entsprechend eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien darstellen, weshalb die Gesellschaft dem Emittenten die Anerkennung als Aktionär *mit Stimmrecht* gemäss Art. 685d Abs. 2 E-OR verweigern könnte.[1193]

III. Equity Swaps und Contracts for Difference

1. Equity Swaps

Bei einem *Equity Swap* verpflichtet sich eine Partei (in der Regel eine Bank) zur Zahlung der Wertentwicklung einer Aktie, welche sowohl den Kursgewinn wie auch alle Dividendenzahlungen umfasst, während sich die Gegenpartei zur Zahlung eines fixen oder variablen Zinssatzes – und bei einer negativen Wertentwicklung zur Ausgleichszahlung – verpflichtet.[1194] Rechtlich ist der Swapvertrag als synallagmatischer Innominatvertrag *sui generis* zu qualifizieren.[1195] *Swaps* werden *over-the-counter* gehandelt.[1196]

Um die Kursentwicklung abzusichern, wird sich die Partei, die sich zur Zahlung der Wertentwicklung der Aktie verpflichtet hat, am Markt mit den entsprechenden Aktien eindecken bzw. diese bereits selber halten.[1197] Ist die Wertentwicklung der Aktie negativ, fliesst kein Zahlungsstrom vom Aktionär zur Gegenpartei. Die Gegenpartei hat dem Aktionär vielmehr (und zusätzlich zum vereinbarten Zinssatz) die entsprechende negative Wertentwicklung auszugleichen.[1198]

[1193] Siehe auch BERTSCHINGER, SZW 2008, 214.

[1194] MITTERMEIER, 142 f.; RENN, 94; siehe Entscheid des BGer vom 28. Mai 2009, 5A_420/2008, E. 4.; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2236; LORETAN, 13 ff.; PULVER, 70.

[1195] Entscheid des BGer vom 28. Mai 2009, 5A_420/2008, E. 5; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Rz. 2236; LORETAN, 86 f. und 102 ff., insb. 115; PULVER, 75; ZOBL/KRAMER, Rz. 585; siehe HALTER, 12 WEBER, Swap-Geschäfte, 312; vgl. zum deutschen Recht MITTERMEIER, 144.

[1196] HULL, 155; RENN, 97.

[1197] WATTER/HINSEN, 15.

[1198] Siehe Mittermeier, 143.

Ein Aktionär kann folglich mit Hilfe eines *Equity Swaps* das wirtschaftliche Risiko an den Aktien vollständig absichern.[1199] Ein solcher Aktionär hat (überhaupt) kein wirtschaftliches Risiko mehr an den Aktien. Während er im Falle einer positiven Wertentwicklung den entsprechenden Betrag an die Gegenpartei zu überweisen hat, erhält er von dieser bei einer negativen Wertentwicklung die Differenz zu dem beim Vertragsabschluss vereinbarten Aktienkurs ausgeglichen.

Typischerweise sind *Equity Swaps* nicht auf Realerfüllung in Aktien gerichtet, sondern es wird Barausgleich *(cash-settlement)* vereinbart.[1200] Der Investor hat damit am Ende des Swapgeschäfts im Normalfall keinen Anspruch auf Übertragung der Aktien. Wie allerdings unten gezeigt wird, kann es ausnahmsweise doch zu einem Aktienerwerb kommen.

2. Contracts for Difference

Bei sog. *Contracts for Difference* (kurz CfDs) verpflichtet sich der Verkäufer des CfDs (in der Regel eine Investmentbank) gegenüber dem Käufer zur Zahlung der Differenz zwischen dem Aktienkurs zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses und dem gegenwärtigen Kurs am Ende der Laufzeit des CfDs, sofern sich der Aktienkurs in die vereinbarte Richtung bewegte.[1201] Im Gegenzug bezahlt der Käufer des CfDs dem Verkäufer eine Gebühr.[1202] CfDs laufen normalerweise unbefristet und können auf Verlangen des Käufers jederzeit beendet werden.[1203] Der Käufer kann dabei sowohl eine Short-Position[1204] als auch eine Long-Position[1205] auf die Kursentwicklung einer spezifischen Aktie über die Dauer des Vertrags eingehen.[1206] Erwirbt der Käufer eine Long-Position, erhält er, sofern der Aktienkurs gestiegen ist, von der Gegenpartei die Differenz zwischen dem Aktienkurs bei Abschluss

---

1199 MITTERMEIER, 143; RENN, 96

1200 Vgl. MITTERMEIER, 144.

1201 MITTERMEIER, 145; WATTER/HINSEN, 9 Fn. 22.

1202 Financial Services Authority, Contracts for Difference, 11; MITTERMEIER, 145; WATTER/HINSEN, 15.

1203 Financial Services Authority, Contracts for Difference, 11; MITTERMEIER, 146.

1204 Bei einer Short-Position setzt der Käufer auf sinkende Aktienkurse.

1205 Bei einer Long-Position setzt der Käufer auf steigende Aktienkurse.

1206 Financial Services Authority, Contracts for Difference, 11; MITTERMEIER, 145 f.; RENN, 98; vgl. WATTER/HINSEN, 15.

des Vertrags und dem Kurs am Ende der Laufzeit.[1207] CfDs enthalten typischerweise Klauseln über den Ausgleich von während der Vertragsdauer anfallenden Dividenden (sog. synthetische Dividenden) und allfällig ausgegebenen Bezugsrechten.[1208]

Wie bei einem *Equity Swap* kann ein Aktionär, der mit Hilfe eines CfDs eine Short-Position einnimmt, das wirtschaftliche Risiko an den Aktien im Umfang des CfDs teilweise oder vollständig absichern.[1209] Der Käufer erhält durch den Vertrag weder Eigentum noch Mitwirkungsrechte an den dem Vertrag zugrunde liegenden Aktien.[1210] Da normalerweise Barausgleich vereinbart wird, hat der Käufer am Ende der Laufzeit keinen Anspruch auf Lieferung der Aktien.[1211] CfDs werden typischerweise ausserbörslich gehandelt.[1212]

3. Equity Swaps und Contracts for Difference unter Art. 685d Abs. 2 OR

3.1 Übersicht

Obschon *Equity Swaps* und *Contracts for Difference* grundsätzlich nicht auf einen Aktienerwerb ausgelegt sind, kann es ausnahmsweise zu einem solchen – und damit zu einem körperschaftlichen Bezug – kommen. So wurden *Equity Swaps* und CfDs in der Vergangenheit auch im Rahmen von Unternehmensübernahmen eingesetzt.[1213] Für den Angreifer sind *Equity Swaps* und CfDs deshalb interessant, weil er sich mit deren Hilfe gegen steigende Kurse der Zielgesellschaft absichern kann.[1214] Steigen die Preise aufgrund des Bekanntwerdens der Übernahmeabsicht an, hat die Gegenpartei (in der Regel eine Bank) dem Angreifer die Differenz zu dem bei Vertragsabschluss vereinbarten Basispreis auszugleichen. Die Bank

---

1207 Siehe MITTERMEIER, 146.

1208 Financial Services Authority, Contracts for Difference, 11; MITTERMEIER, 146.

1209 Siehe MITTERMEIER, 146.

1210 Financial Services Authority, Contracts for Difference, 11.

1211 Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 209; RENN, 98 ff.; WATTER/HINSEN, 15.

1212 Gewisse Effektenbörsen, wie beispielsweise die Australian Securities Exchange (ASX), bieten CfDs allerdings auch zum börsenmässigen Handel an. Siehe RENN, 99.

1213 Für eine detaillierte Übersicht solcher Fälle siehe RENN, 97, 182 ff. und 198 ff.; siehe auch WATTER/HINSEN, 10.

1214 Siehe RENN, 96.

ihrerseits deckt sich zur Absicherung typischerweise am Markt mit den entsprechenden Aktien ein. Diese Absicherungspositionen können dabei eine Grösse erreichen, die es im Einzelfall erheblich erschwert, die Aktien am Markt ohne Verlust zu veräussern. Dies führt dazu, dass Banken die dem Geschäft als Basis dienenden Aktien dem Investor am Ende der Vertragsdauer zum Kauf anbieten.[1215] Hat nun der Angreifer mit mehreren Banken solche Swapgeschäfte und CfDs am Laufen, kann er bei deren Ablauf durch Ausnutzen dieses Hedging-Mechanismus schlagartig zu einer sehr grossen Aktienposition gelangen.[1216] Da der Angreifer die Aktien, welche die Bank zur Absicherung ihrer Position hält, in vielen Fällen übernehmen kann, macht es für ihn oft keinen Unterschied, ob Barausgleich oder Realerfüllung vereinbart wird.[1217]

Aus Sicht der Treuhändervinkulierung ergeben sich bei der Untersuchung von *Equity Swaps* und CfDs grundsätzlich zwei Anknüpfungspunkte: einerseits der Aktienerwerb mit gleichzeitiger Absicherung des wirtschaftlichen Risikos mit Hilfe von *Equity Swaps* oder CfDs, andererseits der Aktienerwerb durch den Finanzintermediär zur Absicherung des *Equity Swaps* oder CfDs.

3.2 Aktienerwerb mit gleichzeitiger Absicherung des wirtschaftlichen Risikos mit Hilfe von Equity Swaps oder CfDs

Hat ein Erwerber zum Zeitpunkt der Einreichung des Anerkennungsgesuchs ein *Equity Swap* oder CfDs abgeschlossen, ist zu prüfen, ob ihn die Gesellschaft gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann. Die beiden Finanzinstrumente unterscheiden sich bezüglich ihrer Wirkung auf die Tragung des wirtschaftlichen Risikos. Bei einem *Equity Swap* hat der Aktionär

---

[1215] Dass es in der Praxis durchaus üblich ist, dass der Angreifer, falls gewollt, bei Beendigung die Aktien von der Bank übernehmen kann, zeigt folgende Äusserung eines Investors: «As long as the fund manager doesn't have a stated right to unwind a CFD and take delivery of the shares then he has no obligation to declare his position. However, we all know that's complete nonsense in practice and that it would be highly unusual not to be able to ask for those shares. It's never happened to us and I have never even heard of it happening to anybody...ever!» (Zitat aus dem Halbjahresbericht des *«The Value Catalyst Fund Ltd.»* vom 22. Oktober 2007). Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 210; RENN, 97; WATTER/HINSEN, 10.

[1216] Siehe RENN, 96; WATTER/HINSEN, 9 f.: «Bildlich gesprochen: Der Investor parkiert seine Aktien in einem Parkhaus (Bank) und kann diese mittels seines Parkingtickets (CfDs) jederzeit *zurückholen.*»

[1217] WATTER/HINSEN, 10.

wirtschaftlich *kein* Interesse mehr an den Aktien. Aufgrund des Austauschs der Zahlungsströme profitiert er weder von steigenden Aktienkursen noch erleidet er bei sinkenden Aktienkursen einen Nachteil. Bei CfDs hingegen bleibt ein «einseitiges» wirtschaftliches Interesse bestehen. Geht ein Käufer beispielsweise eine Short-Position ein, sichert er sich bloss gegen allfällige Verluste ab. Er ist damit weiterhin an steigenden Aktienkursen interessiert.

Für die Anwendung der Treuhändervinkulierung ist allerdings nicht relevant, wer das wirtschaftliche Risiko an den Aktien trägt. Vielmehr stellt sich die Frage, ob die Gegenpartei bei *Equity Swaps* oder CfDs Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts nehmen kann. Weder aus *Equity Swaps* noch aus CfDs ergibt sich im Normalfall ein Anspruch der einen Vertragspartei, auf die Ausübung der Stimmrechte der am Vertrag zugrunde liegenden Aktien Einfluss nehmen zu können. Dies ergibt sich bereits daraus, dass die Gegenpartei weder bei *Equity Swaps* noch bei CfDs verpflichtet ist, die zugrunde liegenden Aktien überhaupt zu halten.[1218]

Sichert ein Erwerber seine Aktienposition mit Hilfe eines *Equity Swaps* oder CfDs ab, hat dies keinen Einfluss auf seine Aktionärsstellung. Er bestimmt weiterhin frei über die Ausübung des Stimmrechts. Der Erwerber kann damit in der Offenlegungserklärung ohne Weiteres angeben, letztlich selbst über die Ausübung des Stimmrechts zu bestimmen. Die Gesellschaft kann den Erwerber, der seine Aktienposition mit Hilfe von *Equity Swaps* oder CfDs absichert, somit nicht gestützt auf Art. 685d Abs. 2 OR ablehnen.[1219]

3.3 Aktienerwerb durch den Finanzintermediär zur Absicherung von Equity Swaps oder CfDs

Der Finanzintermediär, der *Equity Swaps* bzw. CfDs ausgibt, wird sich – wie gesehen – in der Regel zur Absicherung der Forderungen mit entsprechenden Aktien eindecken. Da der Finanzintermediär regelmässig bloss an der Gebühr bzw. der Zinszahlung interessiert ist, hat er typischerweise kein Interesse an der Ausübung der Stimmrechte. In solchen Situationen kann es vorkommen, dass der Investor

[1218] Siehe MITTERMEIER, 144 und 146. Hält die Gegenpartei keine Aktien, stellt sich auch die Frage der Anwendung der Treuhändervinkulierung nicht.

[1219] Gl.M. BERTSCHINGER, GesKR Sondernummer 2008, 75, wonach dem Unternehmenseigner das Hedging von Aktienpositionen gestattet sein muss; MAIZAR, 473 f.; vgl. aber DUBS/BRÜGGER, SZW 2007, 290; WATTER/HINSEN, 31 f.

den Finanzintermediär davon überzeugt, in seinem Sinne abzustimmen.[1220] Liegt eine vertragliche Stimmbindungsvereinbarung vor, d.h. hat sich der Finanzintermediär verpflichtet, das Stimmrecht gemäss den Anweisungen des Investors auszuüben, muss er in der Offenlegungserklärung angeben, dass nicht er, sondern der Investor letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.

Es stellt sich allerdings die Frage, wem das Stimmrecht zuzurechnen ist, wenn keine ausdrückliche vertragliche Stimmbindungsvereinbarung, sondern lediglich eine *faktische Einflussmöglichkeit* besteht. Der Finanzintermediär hat regelmässig kein Interesse an der Ausübung des Stimmrechts. Sein Interesse beschränkt sich in der Regel auf den Erhalt der Gebühr bzw. der Zinszahlungen. Die Ausübung des Stimmrechts und die damit verbundene Einreichung des Anerkennungsgesuchs stellen für den Finanzintermediär vielmehr einen Aufwand dar. Kann der Finanzintermediär nicht selbst ein Interesse geltend machen, erfolgt die Ausübung des Stimmrechts dementsprechend lediglich im Interesse des Investors. Aus diesem Grund muss das Stimmrecht – trotz Fehlen einer vertraglichen Vereinbarung – dem Investor zugerechnet werden. Solange dies in der Offenlegungserklärung angegeben wird und der Investor keinen anderen Ablehnungsgrund erfüllt, hat die Gesellschaft die Aktien *mit Stimmrecht* einzutragen. Das Stimmrecht wird allerdings dem Investor zugerechnet.

[1220] Dies zeigt auch der Bericht eines Investors: «In general what happens is that a fund manager places an order to buy shares in the market. Having agreed an amount and price he then contacts a CFD counterpart to ask ‹can I get a CFD with theses shares please›. The shares are then booked to the CFD counterparty and the fund manager receives a contract over those shares. The CFD counterparty will pay the vast majority of the total cost of the shares and the fund manager may put down anything between 5–30 % of the cost depending on the nature of the shares bought, with the balance being paid by the CFD counterparty who charges an interest rate to the fund manager on that portion. The result is that only the CFD counterparty goes on the share register and only he has an obligation to make disclosures. He is also the one who has the votes over these shares. Now, the CFD counterparty is just a money lender, he isn't taking on any risk of the company that has been invested in and the votes mean little to him. As a consequence, many a hedge fund has persuaded their CFD counterparty to vote one way or the other, without a problem, but because the fund manager doesn't have a right to, he doesn't have to disclose this position.» (Passage aus dem Halbjahresbericht des *«The Value Catalyst Fund Ltd.»* vom 22. Oktober 2007. Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 209 f.

4. Equity Swaps und Contracts for Difference unter Art. 685d Abs. 2 E-OR

De lege ferenda stellt sich die Frage, ob *Equity Swaps* und CfDs als Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien zu qualifizieren sind. Der Erwerber, der seine Aktienposition mit Hilfe von *Equity Swaps* oder CfDs absichert, trägt das wirtschaftliche Risiko an den Aktien nicht mehr. Allerdings haben *Equity Swaps* und CfDs nicht zum Zweck, dem Investor Eigentum an den Aktien zu verschaffen.[1221] Eine Realerfüllung ist eben gerade nicht vorgesehen. Auch die blosse Möglichkeit, dass der Finanzintermediär dem Investor die dem Geschäft zugrunde liegenden Aktien am Ende der Laufzeit zum Kauf anbietet, genügt nicht, um eine Vereinbarung i.S.v. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR anzunehmen. Die Gesellschaft kann den Erwerber, der seine Aktienposition mit Hilfe von *Equity Swaps* und CfDs absichert, folglich *de lege ferenda* nicht als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen.

[1221] Siehe BERTSCHINGER, SZW 2008, 209.

Zusammenfassung

Im ersten Teil dieser Dissertation wurde der Regelungszweck der Treuhändervinkulierung betrachtet. Zudem wurde untersucht, welche Angaben die Gesellschaft gestützt auf die Offenlegungserklärung nach Art. 685d Abs. 2 OR vom Erwerber verlangen kann. Hierfür wurde der Gehalt der Wendung «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» mittels Auslegung ermittelt. Die Auslegung zeigt, dass der Erwerber mit der Erklärung, die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben zu haben, offenlegen muss, *wer letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt.* Dabei geht es um die tatsächliche Kontrolle über das Stimmrecht. Es ist irrelevant, ob der Erwerber in vermögensrechtlicher Hinsicht den Nutzen und die Gefahr aus der Aktie trägt. Sodann wurde dargelegt, dass eine Gesellschaft einen Erwerber nicht bloss deshalb ablehnen kann, weil er nicht selbst über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt. Legt der Erwerber in der Offenlegungserklärung offen, dass nicht er, sondern ein Dritter letztlich über die Ausübung der Stimmrechte bestimmt und gibt er der Gesellschaft gegenüber die Identität dieses Dritten bekannt, hat ihn die Gesellschaft als Aktionär *mit Stimmrecht* einzutragen, solange nicht andere Vinkulierungsgründe einer Eintragung entgegenstehen. Im ersten Teil wurde zudem untersucht, wann eine widerrechtliche Ablehnung eines Erwerbers vorliegt und wie sich der Erwerber dagegen zur Wehr setzen kann. Es wurde dargelegt, dass ein Verwaltungsratsbeschluss über die Ablehnung eines Erwerbers, der alle Anerkennungsvoraussetzungen erfüllt, das Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR und das Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung nach Art. 689 Abs. 1 OR verletzt. Insbesondere wurde erläutert, dass ein solcher Beschluss, sofern dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid kein Ermessen zukommt, nichtig ist. Auch die widerrechtliche Anerkennung eines Erwerbers wurde untersucht. Es wurde dargelegt, wann eine solche vorliegt und dass deren Beurteilung davon abhängt, ob dem Verwaltungsrat beim Anerkennungsentscheid Ermessen zukommt. Im ersten Teil wurde ausserdem dargelegt, dass sich ein Erwerber, der in der Offenlegungserklärung vorsätzlich Angaben macht, die nicht den wahren Gegebenheiten entsprechen, der Falschbeurkundung gemäss Art. 251 Ziff. 1 Abs. 2 StGB strafbar macht. Schliesslich wurde im ersten Teil aufgezeigt, dass die geltende Konzeption der Vinkulierung eine nachträgliche Anwendung der Vinkulierung nicht zulässt. Statutarische Bestimmungen, die den Anwendungsbereich der Vinkulierung erweitern oder eine Informationspflicht seitens des Aktionärs betreffend Änderungen von anerkennungsrelevanten Tatsachen einführen, sind unter geltendem Recht

unzulässig. Es wurde aufgezeigt, dass nachträgliche Veränderungen die korrekte Anwendung der Vinkulierung gefährden und dass der Gesetzgeber *de lege ferenda* den Anwendungsbereich der Vinkulierung deshalb auch auf nachträgliche Änderungen erstrecken sollte. Zudem sollte der Gesellschaft ausdrücklich das Recht zugestanden werden, statutarisch eine Informationspflicht des Aktionärs betreffend Änderungen der Person, die letztlich über die Ausübung des Stimmrechts bestimmt, einführen zu können.

Im zweiten Teil wurde zunächst eine Übersicht über die geplante Revision der Treuhändervinkulierung gegeben. Sodann wurde untersucht, was unter einer *Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien* zu verstehen ist und wann eine Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf diesen neuen Ablehnungsgrund als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann. Es hat sich gezeigt, dass eine Ablehnung gestützt auf Art. 685d Abs. 2 E-OR voraussetzt, dass (i) eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt und (ii) der Erwerber gestützt auf diese Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien ist. Sodann wurde erläutert, dass die Gesellschaft einen Erwerber auch dann als Aktionär *mit Stimmrecht* ablehnen kann, wenn er ihr gegenüber offenlegt, dass eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht. Es wurde dargelegt, dass die geplante Änderung der Gesellschaft eben gerade die Möglichkeit geben soll, Erwerber, die aufgrund einer Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien nicht das wirtschaftliche Risiko an den Aktien tragen, von der Willensbildung auszuschliessen. Schliesslich wurde im zweiten Teil aufgezeigt, dass trotz der geplanten Änderungen grundlegendes Revisionspotential besteht. Anstatt punktuell die Tragung des wirtschaftlichen Risikos zum Zeitpunkt des Aktienerwerbs zu erfassen, sollte sich die Revision vielmehr auf die grundlegenden Mängel der Vinkulierungskonzeption konzentrieren. Die geltende Vinkulierungskonzeption knüpft an die *Übertragung* der Aktien an. Dies ändert sich auch mit der geplanten Erweiterung nicht. Es wurde dargelegt, dass die Vinkulierungsordnung «dynamisch» ausgestaltet werden sollte. Die Vinkulierung sollte mithin auf nachträgliche Veränderungen anwendbar sein. Zudem wurde gezeigt, dass es im Hinblick auf eine effiziente Durchsetzung der Vinkulierungsbestimmungen sinnvoll wäre, eine gesetzliche Pflicht des Aktionärs vorzusehen, die Gesellschaft über Änderungen, die für die Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen relevant sind, zu informieren. Gleichzeitig müsste der Gesellschaft das Recht eingeräumt werden, die Vinkulierung auf die neue, d.h. veränderte, Sachlage anzuwenden.

Im dritten Teil wurden schliesslich untersucht, wie Art. 685d Abs. 2 (E-)OR auf ausgewählte Sachverhalte angewendet wird. Dabei zeigt sich, dass weder die Treuhändervinkulierung noch der geplante Ablehnungsgrund gemäss Art. 685d Abs. 2 E-OR der Gesellschaft einen umfassenden Schutz vor unerwünschter Einflussnahme auf die Willensbildung bieten. Dennoch können die Treuhändervinkulierung und der geplante Ablehnungsgrund gemäss Art. 685d Abs. 2 E-OR einer Gesellschaft helfen, solche unerwünschten Einflussnahmen zu beschränken. Eine Überarbeitung der Vinkulierungsordnung entlang der erwähnten Vorschläge wäre allerdings – gerade auch mit Blick auf die Rechtssicherheit – wünschenswert.

Ausblick

In der Sommersession 2019 hat der Ständerat einen Antrag seiner Rechtskommission angenommen, wonach Art. 685d Abs. 2 E-OR dahingehend angepasst werden soll, dass die Gesellschaft den Erwerber ablehnen kann, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht *und dass er das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko trägt.* Diese Änderung würde den Anwendungsbereich von Art. 685d Abs. 2 E-OR über den in der Botschaft vorgesehenen (und in der vorliegenden Arbeit behandelten) Rahmen hinaus ausweiten. Während ein Erwerber gestützt auf die Version der Botschaft bloss abgelehnt werden kann, wenn (i) eine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien vorliegt *und* (ii) der Erwerber infolge dieser Vereinbarung nicht Träger des wirtschaftlichen Risikos an den Aktien ist,[1222] könnte die Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf die Version des Ständerates bereits dann ablehnen, wenn dieser das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko nicht trägt. Durch die Verankerung des Erfordernisses der Tragung des wirtschaftlichen Risikos im Gesetzestext wird allerdings das Erfordernis des Vorliegens einer Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien hinfällig. Dieser Voraussetzung kommt in der Version des Ständerates keine eigenständige Bedeutung zu. Art. 685d Abs. 2 E-OR sollte entsprechend bereinigt werden, sofern der Version des Ständerates überhaupt gefolgt wird.[1223]

Die Änderung des Ständerates würde einen wesentlich grösseren Eingriff in die Rechtsstellung des Aktionärs bewirken, als die durch die Botschaft vorgesehene Änderung. So könnte eine Gesellschaft neu auch Erwerber ablehnen, welche ihre Aktienposition mit Put-Optionen absichern. Dabei ist allerdings zu beachten, dass der Erwerber, der das wirtschaftliche Risiko sinkender Aktienkurse mit Hilfe von Put-Option absichert, noch immer an einem steigenden Aktienkurs interessiert ist.

[1222] Siehe dazu vorne S. 166 f.

[1223] Bereinigt würde der Antrag der Rechtskommission des Ständerates für Art. 685d Abs. 2 E-OR lauten: *«Die Gesellschaft kann einen Erwerber zudem ablehnen, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat und dass er das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko trägt.»*

Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass auch die vom Ständerat vorgeschlagene Änderung das grundlegende Problem der Vinkulierungsordnung – deren statische Ausgestaltung – nicht aus der Welt schafft.[1224]

[1224] Siehe dazu vorne S. 175 f.

Lebenslauf

Persönliche Angaben

Joshua Richard Taucher

Geburtsdatum:	09.11.1990

Ausbildung

September 15 – Februar 20:	Doktoratsstudium an der Universität St. Gallen, Law School, Schweiz
September 14 – April 15:	Master of Laws in Corporate and Commercial Law (LL.M.), Bond University, Australien
September 13 – August 15:	Master of Law, Universität Zürich, Schweiz
September 10 – August 13:	Bachelor of Law, Universität Zürich, Schweiz