

Vinkulierung an der Bruchstelle zwischen kotierter Gesellschaft und nicht kotierten Aktionären

Dieter Gericke | Valentin Jentsch*

This article contains a selective analysis of the current system of share transfer restrictions (Vinkulierung), in particular with regard to the scope of application of the relevant provisions in relation to direct and indirect investments in publicly held companies, that has raised public interest in connection with the «Sika»-case. The authors illustrate the current state of established doctrine and practice in this regard before identifying and discussing the most important open questions.

Among other situations lacking clear rules or court precedents, the article discusses legal theories and arguments pro and contra an extension of transfer restrictions to the acquisition of an intermediate company, that is already registered as shareholder with voting rights. The authors furthermore distinguish the

situation, where a transferor, due to grandfathering at the time of the introduction of transfer restrictions or due to an exemption, already commands more voting rights than permitted under a percentage restriction. While the authors find arguments that might in certain situations justify an extension of the scope of application of the transfer restrictions, they raise the question to what degree such expansive interpretations may be acceptable in the light of the need for legal certainty and respect for the rule of law.

As a conclusion, the authors suggest a modernization of the share transfer restriction rules in analogy to the rules governing disclosure of significant shareholdings in listed companies and request more leeway for tailored restriction regimes.

Inhaltsübersicht

- I. Einführung in die Thematik
 - 1. Zweigeteiltes Vinkulierungsregime
 - 2. Schnittstelle als Problemherd
 - 3. Laufende Aktienrechtsreform geht Probleme nur marginal an
 - 4. Fragestellungen
 - II. Stand und Grenzen bewährter Lehre und Praxis
 - 1. Anwendungsbereich des Vinkulierungsregimes für kotierte Namenaktien
 - 2. Prozentvinkulierung
 - 3. «Treuhändervinkulierung»
 - 4. Gewährung einer Ausnahme von der Vinkulierung
 - 5. Nachträgliche Einführung oder Verschärfung der Vinkulierung
 - III. Offene Fragestellungen
 - 1. Erwerb der Zwischengesellschaft
 - 2. Übertragung der aufgrund eines Grandfathering oder infolge einer Ausnahmegewährung erlangten Sonderstellung
 - IV. Schlussfolgerungen und Anstösse für eine Reform
- Literatur

I. Einführung in die Thematik

1. Zweigeteiltes Vinkulierungsregime

Die Vinkulierung war eines der grossen Streitthemen der Aktienrechtsrevision von 1991.¹ Bis dahin war sie wie heute noch bei den nichtkotierten Gesellschaften als echte Übertragungsbeschränkung ausgestaltet. Um dem Erfordernis der Handelbarkeit kotierter Aktien dennoch Genüge tun zu können, behalf sich die Praxis mit der bundesgerichtlich abgesehenen² *Spaltungstheorie*.³ Demnach verblieb zwar das Eigentum an den Aktientiteln (und grundsätzlich auch das damit verbundene Stimmrecht) bis zur Zustimmung der Gesellschaft beim veräussernden Aktionär. Alle Ansprüche auf mit der Aktie verbundene Vermögensrechte gingen beim Kauf über die Börse jedoch auf den Erwerber über und konnten von diesem auch ohne Zustimmung der Gesellschaft ausgeübt oder weiterveräussert werden. Sobald die Zustimmung der Gesellschaft vorlag, erwarb der wirtschaftliche Inha-

¹ Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, BBl 1983 II 745, insb. 823 ff. und 898 ff. Amtl. Bull. StR 1988, 481 ff. Amtl. Bull. StR 1991, 65 ff. Amtl. Bull. StR 1991, 469 ff. Amtl. Bull. NR 1990, 1351 ff., insb. 1363 ff. Amtl. Bull. NR 1991, 847 ff. Amtl. Bull. NR 1991, 1108.

² BGE 83 II 297, E. 4; BGE 90 II 235, E. 1–3; BGE 114 II 57, E. 5.

³ Vgl. ZK OR-Bürgi, Art. 686 N 100; Lutz, 42; Kläy, 87.

* Dr. iur. Dieter Gericke, LL.M., Rechtsanwalt; Dr. iur. Valentin Jentsch, LL.M., Rechtsanwalt.

ber der «Aktie», d.h. der Vermögensrechte, auch das eigentliche Aktieneigentum mitsamt Stimmrechten.

Diese Notlösung führte zu Problemen bezüglich der Rechtsstellung des veräussernden Aktionärs und wurde 1991 durch die Zweiteilung der Vinkulierungsordnung des geltenden Rechts ersetzt: Bei nicht börsenkotierten Namenaktien ist die Zustimmung der Gesellschaft Voraussetzung des Erwerbs der Aktie und der damit verbundenen Rechte insgesamt (Art. 685c Abs. 1 OR). Auch bei börsenkotierten Gesellschaften gibt es keine Spaltung der Rechtszuständigkeit mehr. Indessen geht das Eigentum an kotierten vinkulierten Aktien auch ohne Zustimmung der Gesellschaft aufgrund des Übertragungsakts vollständig vom Veräusserer auf den Erwerber über (Art. 685f Abs. 1 OR). Doch kann dieser die Stimmrechte erst nach Zustimmung der Gesellschaft ausüben (Art. 685f Abs. 2 OR).

Mit anderen Worten: Obschon auch die Regeln zur Vinkulierung bei börsenkotierten Gesellschaften unter dem Randtitel «Übertragungsbeschränkung» figurieren, handelt es sich dabei (nur) um eine Beschränkung des Stimmrechts. Eine Prozentvinkulierung hat bei börsenkotierten Aktien daher im Wesentlichen die gleichen Auswirkungen wie eine direkte prozentuale Stimmrechtsbeschränkung gestützt auf Art. 692 Abs. 2 OR, währenddem sie bei nicht kotierten Aktien als echte Übertragungsbarriere wirkt.

2. Schnittstelle als Problemherd

Diese Kompromisslösung führte zu einzelnen Ungeheimheiten im Gesetzestext.⁴ Namentlich erfolgte die Anpassung der Regeln für Zwecke der Verwendung in börsenkotierten Gesellschaften nur punktuell und unvollständig. Zudem datiert der Gesetzestext aber noch Jahre vor Einführung des Börsengesetzes auf Bundesebene mit seinen Offenlegungsregeln, welche für den Aktienbesitz auf eine wirtschaftliche Betrachtungsweise abstellten. Auch hat sich die In-

vestorenwelt bei Publikumsgesellschaften (und zunehmend auch bei privaten) seit 1991 vom direkten zum indirekten Aktienbesitz gewandelt. Da sich diese Schere immer weiter öffnet, wirft das Vinkulierungsrecht nicht nur, aber vor allem an der Schnittstelle zwischen kotierten und nicht kotierten Aktien immer neue Fragen auf. Einzelne dieser Probleme wurden vom Gesetzgeber erkannt und angegangen: Beispielsweise wurde in Art. 685f Abs. 1 OR eine Lösung vorgesehen für den Fall, dass börsenkotierte Namenaktien ausserbörslich erworben werden. Da in diesen Fällen das Settlement- und Bankensystem nicht immer⁵ automatisch sicherstellt, dass beispielsweise Dividenden und Stimmrechtsmaterial an den neuen Eigentümer gehen, gilt der Eigentumsübergang erst als vollzogen, wenn das Gesuch um Eintragung im Aktienregister (mit oder ohne Stimmrechte) der Gesellschaft eingereicht wurde. Auch dies führt hin und wieder zu Problemen, weshalb die Bestimmung vorzugsweise so zu lesen wäre, dass das Eigentum zwar auch in diesen Fällen mit dem Übertragungsakt übergeht, der neue Eigentümer seine Rechte aber erst geltend machen kann, wenn er das Eintragungsgesuch gestellt hat oder, bei Übertragung von Bucheffekten, bezüglich Vermögensrechten sobald die Aktien auf sein Konto gebucht sind.⁶

Zahlreiche andere Probleme wurden jedoch nicht explizit gelöst. So behilft sich die Praxis etwa beim Handel nicht kotierter Namenaktien auf ausserbörslichen Plattformen weitgehend mit faktischem Ignorieren des Problems, wobei die Lehre Lösungswege aufgezeigt hat.⁷ Auch der indirekte oder treuhänderische Erwerb von Aktien ist ein grosses Problemfeld: Mit der sog. Treuhändervinkulierung (Art. 685d Abs. 2 OR) und der Möglichkeit einer nachträglichen Löschung eines Eintrags, der gestützt auf falsche Angaben zustande gekommen war (Art. 686a OR), hat der Gesetzgeber die Umgehung der Vinkulierung durch eine wirtschaftliche Betrachtungsweise zumindest für den originären Beteiligungsaufbau im Ansatz angesprochen.⁸ Bei der Treuhändervinkulierung hört die explizite Erfassung von Umgehungstransaktionen aber auch schon auf. Namentlich ist die Bildung einer in Absprache handelnden Gruppe oder die indirekte

⁴ Art. 685a OR besagt etwa, dass eine Namenaktie nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden kann; börsenkotierte Namenaktien sind jedoch wie erwähnt ohne Zustimmung der Gesellschaft übertragbar (und zwar auch ausserbörslich, vgl. Art. 685f Abs. 1 OR). Ferner wird etwa in Art. 685b Abs. 3 und Art. 685d Abs. 2 OR von der Verweigerung der «Eintragung in das Aktienbuch» statt von der Ablehnung durch die Gesellschaft gesprochen, und in Art. 685b Abs. 4 und Art. 685d Abs. 3 OR wird die Zwangsvollstreckung sowie der Zusatz «auf ihr Verlangen» einmal erwähnt, das andere Mal jedoch nicht.

⁵ Aufgrund der Verbreitung von Bucheffekten heute allerdings in den meisten Fällen.

⁶ So auch die Praxis, vgl. *Böckli*, § 6 N 147 f.

⁷ Vgl. etwa *Bühler*, Rz. 832 ff.

⁸ Vgl. dazu unten Ziff. II.3.

Weitergabe einer zulässig aufgebauten Beteiligung, welche beim Erwerber zu einem indirekten Überschreiten der Prozentklausel führt, nicht (explizit) geregelt.⁹

Akzentuiert stellt sich dieses Problem in Fällen, in denen ein Veräusserer gestützt auf eine Ausnahme von der Anwendung der Vinkulierung oder wegen Besitzstandwahrung bei nachträglicher Einführung eines Vinkulierungsregimes zulässigerweise mehr Stimmen ausüben kann. Solche Probleme wurden im Fall «Sika» noch dadurch verschärft, dass eine nicht kotierte Aktienkategorie im Spiel ist und die Stimmengewalt des Veräusserers aufgrund von Stimmrechtsaktien im Vergleich zum Kapitaleinsatz überproportional ist.

3. Laufende Aktienrechtsreform geht Probleme nur marginal an

Die laufende Aktienrechtsrevision liess das Thema Vinkulierung bis anhin weitgehend unangetastet: Botschaft und Entwurf 2016 adressieren lediglich eine materielle Frage von Bedeutung.¹⁰ So wird eine Zusatzbestimmung vorgesehen, um ausser beim Einsatz von Stroh Männern, die Eintragung mit Stimmrechten auch bei der Effektenleihe und ähnlichen Rechtsgeschäften verweigern zu können (vgl. Art. 685d Abs. 2 Satz 1 E-OR). Prozedural wird im Entwurf 2016 überdies klargestellt, dass die Gesellschaft die Eintragung nicht aus dem Grund verweigern kann, dass das Gesuch durch die Bank des Erwerbers gestellt wurde (Art. 685d Abs. 2 Satz 2 E-OR). Im Übrigen schreibt der Entwurf 2016 vor, dass bei börsenkotierten Gesellschaften dafür zu sorgen ist, dass das Anerkennungsgesuch des Aktienerwerbers auch elektronisch eingereicht werden kann (Art. 686b E-OR).

4. Fragestellungen

Diese Ausgangslage wird zum Anlass genommen für eine punktuelle Analyse des aktuellen Vinkulierungsregimes, namentlich für direkte und indirekte Beteiligungen an Publikumsgesellschaften. Dabei wird zunächst aufgezeigt, welche Situationen vom aktuellen Stand bewährter Lehre und Praxis einigermassen

abgedeckt sind (unten Ziff. II). Danach werden die wichtigsten offenen Fragestellungen adressiert (unten Ziff. III) und im Rahmen der Schlussfolgerungen konkrete Reformvorschläge gemacht (unten Ziff. IV). Nicht besprochen wird in diesem Beitrag die Frage, ob das Institut der Vinkulierung an und für sich noch sinnvoll ist und beibehalten werden sollte.¹¹ Nur so viel: Wir bejahen diese Frage, glauben aber, dass das Vinkulierungsrecht modernisiert und flexibilisiert werden sollte (dazu unten Ziff. IV). Auch sind wir nachfolgend nicht bestrebt, die Streitfragen im Fall «Sika» zu beantworten, zumal es sich dabei um ein laufendes Gerichtsverfahren handelt und wir mit der Sachlage nicht im Detail vertraut sind.¹²

II. Stand und Grenzen bewährter Lehre und Praxis

1. Anwendungsbereich des Vinkulierungsregimes für kotierte Namenaktien

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich im Wesentlichen auf die Anwendung der Vinkulierungsbestimmungen bei Publikumsgesellschaften. Präzisierend ist anzumerken, dass es für die Anwendung des Sonderregimes für kotierte Namenaktien gemäss Wortlaut von Art. 685d OR sowie herrschender Lehre nicht ausreicht, wenn lediglich eine oder mehrere andere Kategorie(n) von Beteiligungspapieren (z.B. Inhaberaktien oder Partizipationsscheine) kotiert sind, nicht aber die betreffenden Namenaktien.¹³

2. Prozentvinkulierung

2.1 Zweck und Wirkungsweise der Regelung

Die Prozentvinkulierung (Art. 685d Abs. 1 OR) ist Dreh- und Angelpunkt der Vinkulierung bei Publikumsgesellschaften. Prozentklauseln sind gemäss

⁹ Vgl. dazu unten Ziff. II.2.2.

¹⁰ Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017 339, insb. 532 und 704.

¹¹ Zur Grundsatzfrage vgl. etwa *Baer*, 79 ff.

¹² Weder die Autoren noch die Homburger AG sind aktuell in den Streitfall involviert. Auch lassen sich solche Ausnahmefälle als sog. «hard cases» kaum rein rechtlich entscheiden und führen daher oft auch zu «bad law», d.h., sie sind für die allgemeine Rechtsfortbildung manchmal von beschränktem Nutzen.

¹³ *Böckli*, § 6 Fn. 118; *Kläy*, 222; BSK OR II-*du Pasquier/Wolf/Oertle*, Art. 685d N 3.

herrschender Lehre¹⁴ und Rechtsprechung¹⁵ jedoch auch in Bezug auf nicht börsenkotierte Namenaktien zulässig. Sinn und Zweck einer Prozentklausel ist ganz allgemein der Schutz der wirtschaftlichen Selbständigkeit der Gesellschaft.¹⁶ Sie dient dazu, eine minimale Streuung der stimmberechtigten Aktien beizubehalten und dadurch die Abhängigkeit von einem Grossaktionär zu vermeiden.¹⁷ In diesem Sinne dient die Vinkulierung auch dem Minderheitenschutz. Grundsätzlich kein legitimer Zweck ist jedoch der Schutz des Interesses des Mehrheitsaktionärs an einer Festigung seiner Stellung oder der Schutz der Interessen der bestehenden Verwaltungsräte oder Manager an der Beibehaltung ihrer Position, soweit dies nicht erforderlich ist, um die Selbständigkeit der Gesellschaft oder andere Gesellschaftsinteressen zu gewährleisten.¹⁸

Wie erwähnt bewirkt die Vinkulierung bezüglich börsenkotierter Namenaktien jedoch keine Übertragungsbeschränkung, sondern wirkt sich nur auf das Stimmrecht aus, welches suspendiert bleibt (vgl. Art. 685f Abs. 1 und Abs. 2 OR).¹⁹ Die Prozentvinkulierung hat bei kotierten Namenaktien somit ausschliesslich die Kontrollausübung im Visier, die beschränkt werden soll. Dies scheint uns für die Auslegung und Rechtsfortbildung von Bedeutung.

2.2 Konzern- und Gruppenklauseln

Konzern- und Gruppenklauseln sind Statutenbestimmungen, welche ähnlich wie im Offenlegungsrecht gemäss Art. 120 FinfraG kapital- und stimmenmässig durch einheitliche Leitung oder auf andere Weise verbundenen Unternehmen sowie all jene Personen,

welche in Bezug auf Aktienbesitz und Stimmrechtsausübung gemeinsamen Absprachen unterstehen, als einen Aktionär betrachten.²⁰ Gemäss herrschender Lehre²¹ und Rechtsprechung²² sind solche Klauseln grundsätzlich zulässig, da sie die Übertragbarkeit von Namenaktien nicht übermässig erschweren (vgl. dazu Art. 685b Abs. 7 OR), sofern sie den Mitgliedern der Gruppe keine zusätzlichen Pflichten auferlegen.

Umstritten ist demgegenüber die Frage, ob die Statuten eine Konzern- oder Gruppenklausel enthalten *müssen*, damit Konzerne oder Aktionärsgruppen zusammengefasst unter die Prozentvinkulierung subsumiert werden können. Dies ist gemäss Mehrheitsmeinung nicht erforderlich, jedenfalls sofern ein Umgehungs- bzw. Missbrauchstatbestand vorliegt.²³ Ein Teil der Lehre ist demgegenüber der Ansicht, dass eine Zusammenrechnung nur zulässig ist, wenn eine Statutenbestimmung dies ausdrücklich erlaubt.²⁴

U.E. muss jedenfalls beim Zukauf von Aktien durch eine Konzerngesellschaft kein Umgehungstatbestand vorliegen, um die Vinkulierung zur Anwendung bringen zu können. Vielmehr lässt sich diese Konstellation über die Treuhändervinkulierung erfassen, indem nach u.E. richtiger, weiter Auslegung auch der Erwerb von Aktien über eine Zwischengesellschaft unter diese fällt (vgl. sogleich Ziff. II.3.2).

3. «Treuhändervinkulierung»

3.1 Zweck und Wirkungsweise der Regelung

Die sog. Treuhändervinkulierung (Art. 685d Abs. 2 OR) wurde eingeführt, um die Umgehung der Prozentvinkulierung durch das Einschalten von «Strohmannern» zu vereiteln.²⁵ In jüngerer Zeit werden zudem die Stimmen lauter, wonach diese Klausel im Wesent-

¹⁴ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 151; Tschäni, 21 f.; Böckli, § 6 N 271; von der Crone, § 3 N 71.

¹⁵ Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.1 und E. 3.4.

¹⁶ Vgl. dazu BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685a N 5a; BGE 109 II 43, E. 3 b); Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 151; Urteil des BGer 4C.242/2001 vom 5. März 2003, E. 5.2; Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.1 und E. 3.3.

¹⁷ Böckli, § 6 N 57 ff.; Kläy, 225; von der Crone, § 3 N 71 f.; Bieri, Rz. 267 ff. Siehe auch das Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.3.

¹⁸ Urteil des BGer 4C.242/2001 vom 5. März 2003, E. 3.3. Zur nachträglichen Einführung einer Vinkulierung vgl. unten Ziff. II.5.

¹⁹ Kläy, 274 f.; Böckli, § 6 N 47 f.; von der Crone, § 3 N 113 ff. Vgl. oben Ziff. I.1.

²⁰ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 192; Nobel, Generalversammlung, 32; Tschäni, 22 f.; Meier-Hayoz/von der Crone, § 19 N 6; Böckli, § 6 N 61.

²¹ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 192; Böckli, § 6 N 60; von der Crone, § 3 N 105.

²² BGE 117 II 290, E. 6 b) aa); Urteil des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 108/2009, Nr. 64, E. IV/3.3.2.

²³ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 253; Nobel, Generalversammlung, 33; Hofstetter, 287; Böckli, § 6 N 60; von der Crone, § 3 N 105.

²⁴ Pletscher, 211; Kläy, 232 f.

²⁵ BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685d N 8; Kläy, 268; Bieri, Rz. 279.

lichen die Herstellung von Transparenz bezweckte.²⁶ Für die Frage ihrer Anwendung ist dies von Bedeutung (siehe unten Ziff. II.3.2).

Der Treuhändervinkulierung kommt gemäss herrschender Lehre selbständiger Charakter zu. Sie stellt einen eigenständigen Ablehnungsgrund dar und kann nicht bloss im Zusammenhang mit der Prozentvinkulierung angewendet werden.²⁷ Dies bedeutet, dass die Treuhändervinkulierung zur Ablehnung genügt und keine Berufung auf die Prozentvinkulierung erforderlich ist. Die Selbständigkeit bedeutet aber auch, dass die Treuhändervinkulierung selbst dann angerufen werden kann, wenn die Gesellschaft keine Prozentvinkulierung hat oder diese nicht greift. Zudem ergibt sich die Treuhändervinkulierung gemäss herrschender Lehre direkt aus dem Gesetz und bedarf keiner statutarischen Grundlage.²⁸

3.2 Anwendung

Gemäss Art. 685d Abs. 2 OR kann die Gesellschaft die Eintragung eines Aktienerwerbers im Aktienbuch mit Stimmrechten verweigern, wenn dieser auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung» erworben hat.

Selbstverständlich genügt nicht einfach die Erklärung, sondern sie muss auch zutreffen.²⁹ Falls sie nicht zutrifft und die Gesellschaft dies erst im Nachhinein realisiert, sieht Art. 686a OR vor, dass die Gesellschaft die Eintragung im Aktienbuch wieder streichen kann. Nach der einen Lehrmeinung betrifft die «Streichung» nur die Eigenschaft als Vollaktionär, d.h., der Betreffende bleibt als Aktionär ohne Stimmrecht eingetragen.³⁰ Nach der anderen Meinung ist es demgegenüber zulässig, den treuhänderischen Eigentümer kotierter Aktien wieder gänzlich aus dem Ak-

tenbuch zu streichen.³¹ Der praktische Unterschied ist allerdings kaum erheblich, es sei denn, die Aktien würden ausserhalb des Bucheffektensystems gehalten, womit bei Vollstreichung fraglich wäre, wie der betreffende Aktionär Vermögensrechte geltend machen würde.

Gemäss Wortlaut scheint die Tragweite der Bestimmung beschränkt. Sie knüpft an den Treuhänder im engeren Sinn an, der selber keine wirtschaftlichen Risiken trägt und im Innenverhältnis auch keine Verfügungsbefugnis hat. So fällt der Erwerb über mehrere Gesellschaften nicht unter den expliziten Wortlaut, auch wenn diese Gesellschaften allein zum Zweck des Erwerbs und der Umgehung einer Prozentvinkulierung zwischengeschaltet werden: Unterhalten solche Gesellschaften keinen Treuhandvertrag mit dem wirtschaftlich Berechtigten, wonach dieser die Erwerbskosten übernehmen muss, erwerben sie die Aktien formell auf «eigenen Namen und eigene Rechnung». Ein Verlust des Werts der Aktien trifft zuerst sie, und formalrechtlich verfügen sie auch über die Aktien und deren Stimmrechte.

In der Lehre und Praxis wird jedoch keine derartige enge Sicht vertreten.³² Seit ihrer Einführung ist klar, dass mit der Treuhändervinkulierung eine Umgehung der Prozentvinkulierung durch Mittelsmänner (oder -firmen) ausgeschlossen werden sollte, auch wenn kein Treuhandverhältnis *stricti iuris* vorliegt. Entsprechend wird die Treuhändervinkulierung im Lichte ihres Zwecks weit ausgelegt.³³ Wo genau die Grenzen der teleologischen Auslegung liegen, ist jedoch nicht getestet. Nach einem Teil der Lehre ist massgeblich, ob der formelle Erwerber auch der wirtschaftlich Berechtigte ist.³⁴ Dieser Begriff ist unklar, doch dürfte nach allgemeinem Verständnis³⁵ als wirtschaftlich berechtigt die Person gelten, welche am Ende einer

²⁶ Von der Crone, § 3 N 93 und N 122; Kläy, 268; Bieri, Rz. 280 ff.

²⁷ Kläy, 268; Böckli, § 6 N 116 ff.; BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685d N 8, m.w.N.

²⁸ Kläy, 268 f.; Böckli, § 6 N 122 ff.; Bieri, Rz. 296; von der Crone, § 3 N 92 und N 122; KUKO OR-Bauer, Art. 685d N 5; BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685d N 9; OFK OR-Müller, Art. 685d N 6. Böckli, § 6 N 120 fordert jedoch eine statutarische Grundlage, wenn die Statuten keine Prozentvinkulierung vorsehen.

²⁹ Die Gesellschaft kann dies allerdings kaum prüfen, weshalb meist nur externe Fälle bzw. solche in Zusammenhang mit Aktionärsaktivisten erkannt werden.

³⁰ Kläy, 271 f.

³¹ Nobel, Aktienbuch, 123 ff.

³² Immerhin könnten aber Bieri, Rz. 290 f. sowie Auberson/Oppliger, 629 so verstanden werden, nach deren Verständnis unter dem Aktienerwerb «auf eigene Rechnung» die Tragung des Aktionärsrisikos zu verstehen sei.

³³ Meier-Hayoz/von der Crone, § 19 N 48; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 171 und N 208; BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685d N 8; Böckli, § 6 N 120; von der Crone, § 3 N 93 und N 122.

³⁴ Dubs/Brügger, 290; von der Crone, § 3 N 92 f. und N 122; Gericke, 103; BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685b N 16a.

³⁵ Und so ist wohl auch Bieri, vgl. vorstehend Fn. 32, zu verstehen.

Beteiligungskette das wirtschaftliche Risiko trägt.³⁶ Damit wäre der Fall des Einschlebens von Gesellschaften zum Zwecke des indirekten Erwerbs kotierter Namenaktien von der Treuhändervinkulierung ebenfalls erfasst. Unklar wäre demgegenüber die Situation bei Aktien, die von einem Fonds oder von einer Publikumsgesellschaft gehalten werden, da ein Abstellen auf die ultimativen Aktionäre oder Fondsanteilhhaber nicht praktikabel ist.

Eine analoge Problemstellung gilt es im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht zu bewältigen. Dort liegt die Meldepflicht grundsätzlich beim wirtschaftlich Berechtigten (Art. 120 Abs. 1 FinfraG). Um die zunehmende Zahl derjenigen Fälle sachgerechter zu erfassen, bei denen die wirtschaftlich Berechtigten passive Investoren sind, die in manchen Fällen nicht einmal vom Aktienbesitz wissen, stellt der im Jahr 2016 eingeführte Art. 120 Abs. 3 FinfraG zusätzlich auf jene Person ab, welche in freiem Ermessen über die Ausübung der Stimmrechte bestimmen kann. Das kann die wirtschaftlich berechtigte Person sein. Oft ist es aber ein Fondsmanager oder Vermögensverwalter bzw. die als *Nominee* handelnde Bank. Aufgrund des Zwecks der Vinkulierung börsenkotierter Namenaktien, der, wie oben erwähnt (vgl. Ziff. I.1), nicht auf die Verhinderung der Übertragung, sondern auf die Verhinderung der Ballung von Stimmrechtsmacht abzielt, ist u.E. auch die Treuhändervinkulierung so auszulegen, dass es darauf ankommt, ob der Erwerber diejenige Person ist, die faktisch die Kontrolle über die Stimmrechte ausübt oder ausüben kann.³⁷

3.3 Rechtsfolgen

Was sind die Folgen, wenn ein Aktienerwerber wahrheitsgemäss erklärt, dass er die Aktien für einen Dritten hält bzw. nicht «im eigenen Namen und auf eigene Rechnung»? Gemäss Gesetzeswortlaut und herrschender Lehre kann in diesem Fall der Eintrag mit Stimmrechten für sämtliche Aktien abgelehnt werden.³⁸

U.E. sollte differenziert werden: Dem Zweck, Umgehungen zu verhindern, und dem Transparenzzweck ist Genüge getan, wenn derjenige, der über die Stimmrechte bestimmen kann, offengelegt wird und, falls

eine Prozentvinkulierung vorliegt, nicht über mehr Stimmrechte bestimmen kann als gemäss Statutenbestimmung zulässig. Somit sollte der Eintragung mit Stimmrechten bis zu dieser Grenze nichts entgegenstehen, wenn der wirtschaftlich Stimmberechtigte offengelegt wird und insgesamt nicht über mehr Aktienstimmen verfügt. Erfolgt keine Offenlegung, so bleibt es dabei, dass der Eintrag mit Stimmrechten für sämtliche Aktien verweigert werden kann. Dass eine börsenrechtliche Offenlegung erfolgt ist, genügt aufgrund der unterschiedlichen Ansätze u.E. nicht.

4. Gewährung einer Ausnahme von der Vinkulierung

4.1 Zulässigkeit

Art. 685d Abs. 1 und Abs. 2 OR sehen vor, dass die Gesellschaft einen Erwerber gestützt auf die Prozent- oder Treuhändervinkulierung als Aktionär mit Stimmrecht ablehnen «kann». Gestützt darauf wird in der Literatur die Zulässigkeit der Gewährung von Ausnahmen im Grundsatz denn auch befürwortet.³⁹

Umstritten ist, welche Anforderungen an die Ausgestaltung der Möglichkeit zur Gewährung einer Ausnahme zu stellen sind. Gemäss der herrschenden Lehre, der auch wir uns anschliessen, genügt eine allgemein gehaltene statutarische «Kann»-Vorschrift.⁴⁰ Einzelne fordern demgegenüber eine möglichst präzise Umschreibung der Ausnahmetatbestände in den Statuten, welche sich an objektiven Kriterien zu orientieren habe.⁴¹ U.E. bieten die Pflichten des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 OR sowie die aktienrechtlichen Grundprinzipien ausreichenden Schutz gegen willkürfreie Ermessensausübung des Verwaltungsrats. Die Zulässigkeit von Ausnahmen beurteilt sich demnach im Wesentlichen am Gleichbehandlungsgebot sowie am (z.T. auch als Willkürverbot verstandenen) Sachlichkeitsgebot.⁴² Demgegenüber genügt die gesetzliche «Kann»-Formulierung jedenfalls bei

³⁶ So *Dubs/Brügger*, 290.

³⁷ Ebenso *Gericke*, 103, der daher auch die Einschaltung von Stimmrechtsberatern u.U. für vinkulierungsrelevant hält.

³⁸ Vgl. oben Ziff. II.3.2.

³⁹ *Kläy*, 229 f.; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, § 39 N 70; *Böckli*, § 6 N 71; *von Büren*, 70; BSK OR II-du *Pasquier/Wolf/Oertle*, Art. 685d N 13.

⁴⁰ *Kläy*, 229 f., Fn. 56; *Böckli*, § 6 N 71 ff., insb. N 77; *von der Crone*, § 3 N 109.

⁴¹ BSK OR II-du *Pasquier/Wolf/Oertle*, Art. 685d N 13; *Bieri*, Rz. 629 ff.

⁴² BGE 117 II 290, E. 6 b) bb); Urteil des BGer 4C.242/2001 vom 5. März 2003, E. 3. *Böckli*, § 6 N 71 ff.; *von der Crone*, § 3 N 109. Dazu sogleich näher in Ziff. II.4.2.

der in die Statuten aufzunehmenden Prozentvinkulierung in der Regel nicht als ausreichende Grundlage für eine Ausnahmegewährung; die «Kann»-Regelung muss in die Statuten übernommen werden.⁴³

4.2 Aktienrechtliche Schranken

Nach der altrechtlichen bundesgerichtlichen Formel zur Gleichbehandlungspflicht hat die Gesellschaft ihre Aktionäre alle gleich zu behandeln, «soweit nicht Abweichungen unumgänglich nötig sind, um im Interesse aller den Gesellschaftszweck zu verfolgen».⁴⁴ In der Rechtsprechung des Bundesgerichts zum alten Aktienrecht wurde zudem vorausgesetzt, dass die wirtschaftlichen Folgen eines Gesellschaftsbeschlusses für alle Aktionäre gleich sind.⁴⁵

Auch die geltenden Art. 717 Abs. 2 OR bzw. Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR sind nicht absolut formuliert. Aktionäre sind nur unter gleichen Umständen gleich zu behandeln. Zudem ist eine durch den Gesellschaftszweck gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung zulässig.

In BGE 117 II 290 (*Canes vs. Nestlé*) hatte das Bundesgericht unter altem Recht eine Statutenklausel unter Gleichbehandlungsaspekten zu beurteilen, die, wie heute allgemein üblich, die Möglichkeit von Ausnahmen von der Prozentvinkulierung zugunsten von Finanzinstitutionen vorsah, welche Vermögensverwaltungsmandate betreuen (*Nominees*).⁴⁶ Das Bundesgericht verneinte eine Verletzung der Gleichbehandlungspflicht mit der Begründung, dass es sich bei *Nominees* und gewöhnlichen Aktionären um zwei verschiedene Aktionärstypen handelt und die Ausnahme daher gerechtfertigt sei.

Ein jüngerer Entscheid des Bundesgerichts zur Gleichbehandlung im Rahmen der Vinkulierung betraf die Verweigerung der Zustimmung zur Aktienübertragung durch den Verwaltungsrat einer nicht kotierten Gesellschaft verbunden mit dem Angebot, die Aktien zum wirklichen Wert zu übernehmen (*Escape Clause*, Art. 685b Abs. 1 zweiter Halbsatz OR).⁴⁷ Dabei erkannte das Bundesgericht in der Anwendung der Vinkulierung eine Verletzung der Gleich-

behandlungspflicht. Dies wurde damit begründet, dass die Ablehnung durch den Verwaltungsrat in keiner allgemeinen Strategie gründe und *ad personam* gegen den Aktienerwerber gerichtet sei. Die Ausübung des bedingten Ankaufsrechts von Art. 685b Abs. 1 OR stelle daher eine krasse Parteinahme zugunsten der Mehrheitsgruppe dar, die dazu führe, dass die Minderheitsgruppe ihre Sperrminorität verliere. Der Verwaltungsrat hätte die Vinkulierung gegen die Mehrheitsgruppe nicht angerufen, weshalb es nicht zulässig sei, diese nur gegen die Minderheit einzusetzen.

Im Rahmen der Interessenabwägung muss demnach für die Gewährung einer Ausnahme von der Vinkulierung, bei grundsätzlicher Nichtanwendung derselben aber auch für ihre Anwendung im Einzelfall ein sachlicher Grund für die Ungleichbehandlung der Aktionäre vorliegen. Zudem ist der Vorrang der Gesellschaftsinteressen vor den Interessen des Verwaltungsrates und bestimmender Aktionäre zu beachten. Weiter darf die Ausnahmegewährung nicht unverhältnismässig sein, was jeweils im Einzelfall zu beurteilen ist.

Eine zusätzliche Schranke ergibt sich aus dem in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR verankerten Sachlichkeitsgebot, wonach Rechte von Aktionären nicht in unsachlicher Weise entzogen oder beschränkt werden dürfen.⁴⁸ Als unsachlich im Sinne dieser Bestimmung kann verstanden werden, was nicht die Förderung des Gesellschaftsinteresses (wenigstens) zum Ziel hat.⁴⁹ Demnach darf die Stimmenmacht der Mehrheit nicht zweckwidrig zur Verfolgung aussergesellschaftlicher Ziele ausgeübt werden.⁵⁰ Mit anderen Worten ist eine «Kann»-Vorschrift kein Freipass für den Verwaltungsrat, zu tun oder zu lassen, was ihm oder den hinter ihm stehenden Mehrheitsaktionären beliebt. Differenzierungen müssen sich auf sachliche, im Gesellschaftsinteresse i.S.v. Art. 717 Abs. 1 OR liegende Gründe stützen und in einer gewissen Konstanz und Regeltreue angewendet werden. Entsprechend wird teils auch von einem Willkürverbot gesprochen.⁵¹

⁴³ Von der Crone, § 3 N 108.

⁴⁴ BGE 102 II 265 (*Ringier vs. Jean Frey*), E. 1, m.w.N.

⁴⁵ BGE 99 II 55, E. 2; BGE 102 II 265, E. 1; BGE 117 II 290, E. 6 b) bb).

⁴⁶ BGE 117 II 290, E. 6 b) bb).

⁴⁷ Urteil des BGer 4C.242/2001 vom 5. März 2003, E. 3.

⁴⁸ Bei der Aufhebung des Bezugsrechts (Art. 652b Abs. 2 Satz 3 und Art. 653c Abs. 3 OR) und der Beschränkung oder Aufhebung des Vorwegzeichnungsrechts (Art. 653c Abs. 3 OR) ist dieses Grundprinzip besonders gesetzlich verankert.

⁴⁹ BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 706 N 12.

⁵⁰ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 25 N 25.

⁵¹ Böckli, § 6 N 72 ff.

Als weitere Grenze wird verlangt, dass eine Ausnahme von der Prozentvinkulierung ihrem Grundzweck – Wahrung der Selbständigkeit der Gesellschaft – nicht zuwiderlaufen dürfe.⁵² U.E. kann dies nicht allgemein gelten. Lässt sich die Selbständigkeit der Gesellschaft realistisch ohnehin nicht mehr halten, kann beispielsweise einem strategisch sinnvolleren Zusammenschluss Vorrang gegeben werden. In der Praxis werden in solchen Fällen allerdings regelmässig die Aktionäre befragt (d.h. der Verwaltungsrat lässt sie über eine Aufhebung der Vinkulierung abstimmen).

Auch die Durchsetzung der Vinkulierung, d.h. die Ablehnung der Eintragung mit Stimmrechten, kann u.U. aus anderen Gründen als der Wahrung der Selbständigkeit, etwa aufgrund des Interesses an der gleichmässigen Durchsetzung der Vinkulierungsnorm gerechtfertigt sein. Ein Aktionär hat somit keine Möglichkeit und keinen Anspruch, sich mit dem Argument gegen die Nichteintragung zu wehren, dass *in concreto* sein Erwerb die Selbständigkeit der Gesellschaft nicht gefährde (z.B. weil er sich bereits wieder zum Verkauf verpflichtet hat oder weil sein Aktienbesitz nur knapp über dem Grenzwert liegt).

4.3 Zuständigkeit

Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist die Gesellschaft frei, zu bestimmen, welches Organ für die Eintragung eines neuen Aktionärs im Aktienbuch zuständig ist.⁵³ Sofern nicht statutarisch anders geregelt, fällt der Entscheid über die Genehmigung der Übertragung jedoch in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrats (Art. 716 Abs. 1 OR). Gemäss Bundesgericht ist das für die Vornahme der Eintragung kompetente Organ auch für Streichungen aus dem Aktienbuch zuständig.⁵⁴ In aller Regel ist daher der Verwaltungsrat für die Gewährung von Ausnahmen zuständig, auch wenn sich die Statuten darüber ausschweigen.

Da Verwaltungsratsbeschlüsse nicht anfechtbar sind, müssten sich Aktionäre, die mit der Gewährung einer Ausnahme nicht einverstanden sind, in erster Linie an die Verantwortlichkeitsklage halten oder versuchen, die Nichtigkeit des Beschlusses, an wel-

che jedoch hohe Anforderungen gestellt werden,⁵⁵ gemäss Art. 714 i.V.m. Art. 706b OR geltend zu machen. Überdies wird propagiert, dass zur Klärung der Rechtswidrigkeit (selbst wenn der Verwaltungsratsbeschluss nicht nichtig ist) eine Feststellungsklage möglich sei, wobei der Verwaltungsrat bei deren Gutheissung daran gehalten sei, das Aktienbuch entsprechend anzupassen.⁵⁶ Dies scheint uns zweifelhaft: Ist der die Ausnahme verfügende Verwaltungsratsbeschluss rechtsgültig, so kann die Ausnahmegewährung nicht zugleich rechtswidrig sein.

Erscheint die Ablehnung der Gewährung einer Ausnahme willkürlich bzw. als gegen das Gleichbehandlungsgebot verstossend, ist eine Leistungsklage eines abgewiesenen Erwerbers auf Genehmigung als Aktionär mit Stimmrecht möglich.⁵⁷

5. Nachträgliche Einführung oder Verschärfung der Vinkulierung

5.1 Zulässigkeitsvoraussetzungen

Die nachträgliche Einführung oder Verschärfung der Vinkulierung muss als Statutenänderung von der Generalversammlung beschlossen werden (Art. 627 Ziff. 8 i.V.m. Art. 698 Abs. 1 Ziff. 1 OR). Dieser Beschluss untersteht dem qualifizierten Mehr (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR).⁵⁸

Die nachträgliche Einführung oder Verschärfung einer statutarischen Vinkulierung kann für einige bisherige Aktionäre mit einer ungewollten Verschlechterung ihrer Aktionärsstellung verbunden sein.⁵⁹ Beispielsweise können Grossaktionäre ihre Beteiligung nur noch erschwert verkaufen.⁶⁰ Dies muss in Anbetracht des Erfordernisses einer qualifizierten Mehrheit in der Regel akzeptiert werden,⁶¹ wobei das Gleichbehandlungs- und das Sachlichkeitsgebot Grenzen setzen. So müssen wesentliche Nachteile grund-

⁵² So Böckli, § 6 N 74.

⁵³ BGE 76 II 51, E. 4; BGE 117 II 290, E. 6 b) aa).

⁵⁴ BGE 117 II 290, E. 6 b) aa).

⁵⁵ BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 706b N 8.

⁵⁶ Böckli, § 6 N 78; Kläy, 231; BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685d N 15.

⁵⁷ Vgl. dazu Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 253a; Böckli, § 6 N 78; Kläy, 231 f.

⁵⁸ Näheres bei Müller/Lipp/Plüss, 593; BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 704 N 6.

⁵⁹ Vgl. die Beispiele bei Bieri, § 7 N 355.

⁶⁰ Hirschle/von der Crone, 111.

⁶¹ Vgl. aber unten Ziff. III.2.

sätzlich durch das höher zu gewichtende Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt sein.⁶²

Aus dem Verhältnismässigkeitsprinzip und dem Grundsatz der schonenden Rechtsausübung wird in Bezug auf die Höhe der Prozentlimite sodann abgeleitet, dass eine Prozentklausel nicht tiefer angesetzt werden dürfe, als es für die Verfolgung der damit verbundenen Regelungsziele (namentlich Wahrung der wirtschaftlichen Selbständigkeit) erforderlich ist.⁶³ Einschränkungen ergäben sich dabei in jenen Fällen, die einer eigentlichen Gefährdung der wirtschaftlichen Selbständigkeit weit vorgelagert sind.

5.2 Keine Rückwirkung (Grandfathering)

Nach wohl einhelliger Auffassung entfaltet die neu eingefärbte Vinkulierung keine Rückwirkung in Bezug auf bereits erfolgte Einträge im Aktienbuch. Vielmehr gelten bereits mit Stimmrechten eingetragene Aktionäre als in diesem Besitzstand geschützt, auch wenn ihre Stimmenmacht über die neu eingeführte Prozentgrenze hinausgeht.⁶⁴ Vorbestehende Grossaktionäre profitieren damit von einem *Grandfathering*.

In jüngerer Zeit (und zwar vor schon vor dem Fall «Sika») kam diese Rechtslage zumal für gewisse Fallkonstellationen unter Kritik. Da es oft Grossaktionäre sind, welche die Initiative zu einer nachträglichen Einführung einer Vinkulierung ergreifen und dieser mit ihrer Stimmenmacht auch zum Durchbruch verhelfen, besteht die Gefahr, dass eine nachträglich eingeführte Vinkulierung die Festigung einer beherrschenden Stellung eines Aktionärs bezweckt oder die Wahrung einer Stimmenmehrheit ohne entsprechenden Kapitaleinsatz.⁶⁵ In Lehre und Rechtsprechung wird daher erwogen, die nachträgliche Einführung einer Prozentklausel dann nicht zuzulassen, wenn die Gesellschaft bereits von einem Aktionär oder einer Aktionärsgruppe beherrscht wird, da dies dem Vinkulierungszweck und damit dem Sach-

lichkeitsgebot widerspreche.⁶⁶ Gemäss Bundesgericht kann allerdings bei einem Grossaktionär, der 38,14% der Stimmen und des Kapitals der Gesellschaft halte, (noch) nicht von einer beherrschenden Stellung gesprochen werden, bei der die Gesellschaft ihre wirtschaftliche Selbständigkeit bereits verloren habe.⁶⁷

Während solche Erwägungen bei der Frage der Zulässigkeit der Einführung einer nachträglichen Vinkulierung unter Aspekten der Gleichbehandlung und des Sachlichkeitsgebots eine entscheidende Rolle spielen können, ist u.E. aber nicht allgemein ausgeschlossen, eine Prozentvinkulierung zum Zweck der Absicherung einer bestimmten Beherrschungskonstellation einzuführen, sofern dies durch das wohlverstandene Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt ist.⁶⁸ Zudem dürfte die Einführung der Vinkulierung auch bei vorbestehendem Beherrschungsverhältnis jedenfalls dann zulässig sein, wenn auch eine Mehrheit der Minderheit der Aktionäre dieser Einführung zustimmt oder der beherrschende Aktionär sich der neuen Vinkulierung auch in Bezug auf seinen bestehenden Aktienbesitz unterstellt.⁶⁹

Zur Frage der Übertragung der durch das *Grandfathering* erworbenen Sonderstellung, vgl. unten Ziff. III.2.

⁶⁶ Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.2; *Böckli*, § 6 N 275; *Hirschle/von der Crone*, 110.

⁶⁷ Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.2. Kritisch *Hirschle/von der Crone*, 110 f.

⁶⁸ Beispiele, in denen die Aktionäre und die Gesellschaft genau einer Person oder Gruppe die Entscheidungsgewalt einräumen möchten, weil dies die Kontinuität oder das Wachstum am besten garantiert, gibt es nicht nur in den USA (z.B. Facebook), sondern auch in der Schweiz (z.B. Swatch Group oder Roche). Neben der Vinkulierung stehen, wie auch in diesen Fällen noch andere Möglichkeiten zur Verfügung, dieses Ziel zu erreichen, bspw. die Verwendung von Stimmrechtsaktien oder umgekehrt die Ausgabe von stimmrechtslosen Partizipationsscheinen. Ungünstig ist, dass das Schweizer Aktienrecht, anders als gewisse ausländische Rechtsordnungen, zumindest explizit keine Möglichkeit vorsieht, solche Vormachtstellungen automatisch enden zu lassen, bspw. wenn die bevorzugte Person nicht mehr im Unternehmen tätig ist oder aus anderen Gründen.

⁶⁹ Grundlegend zur Mehrheit-der-Minderheit-Regel *Häusermann*, Aktionärsdemokratie, 210 ff.; *Häusermann*, Minderheitenschutz, 336 ff.

⁶² Vgl. dazu *Bieri*, § 7 N 360.

⁶³ *Hirschle/von der Crone*, 110 f.; *Bieri*, § 7 N 362.

⁶⁴ Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.2–3.4; *Hirschle/von der Crone*, 110 f. m.w.H.; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel*, § 44 N 255a; *Kläy*, 233 f.; *Böckli*, § 6 N 68; *von der Crone*, § 3 N 59; BSK OR II-*du Pasquier/Wolf/Oertle*, Art. 685d N 4.

⁶⁵ Kritisch zu solchen Konstellationen, *in concreto* jedoch offengelassen, Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.2–3.4. Ferner *Kläy*, 168 f.; *Hirschle/von der Crone*, 108 f.

III. Offene Fragestellungen

Neben den oben dargelegten, bis auf Nuancen einigermassen geklärten Fragen und Konstellationen gibt es in Bezug auf die Tragweite der Vinkulierungsbestimmungen wie einleitend erwähnt offene Fragen, die bisher wenig diskutiert worden sind. Dabei geht es insbesondere um die indirekte Übertragung bestehender, im Aktienbuch mit Stimmrecht eingetragener Aktienpositionen, indem die Aktien einer, in der Regel nicht kotierten Zwischengesellschaft übertragen werden, welche bereits vinkulierte Aktien an einer börsenkotierten Gesellschaft hält und damit mit Stimmrechten eingetragen ist. In diesen Fällen wird in der Regel gar kein Eintragungsgesuch gestellt, weil der Eintrag ja bereits besteht und sich die formelle Eigentümerposition bezüglich der vinkulierten Aktien nicht ändert.

1. Erwerb der Zwischengesellschaft

Hält jemand im Aktienregister mit Stimmrechten eingetragene vinkulierte Aktien über eine Zwischengesellschaft und überträgt er die Aktien dieser Zwischengesellschaft an einen Erwerber, so ist es möglich, dass der Erwerber zusammen mit weiterem direktem oder indirektem Aktienbesitz über eine Anzahl Aktienstimmen verfügen kann, die über der statutarischen Schwelle liegt. Zu untersuchen ist, ob sich die kotierte Gesellschaft dies gefallen lassen muss.

1.1 Analoge Anwendung der Vinkulierung auf den Erwerb der Aktien der Zwischengesellschaft?

Zunächst stellt sich die Frage, ob die Vinkulierung auf Ebene der kotierten Gesellschaft analog auf den Erwerb der nicht kotierten Aktien der Zwischengesellschaft angewendet werden kann. In der Literatur wird die Meinung vertreten, dass die Vinkulierung nicht (auch nicht analog) auf einen Erwerb von Aktien der Zwischengesellschaft anwendbar sei.⁷⁰ Eine andere Meinung will die Vinkulierung auf den Aktionär der Zwischengesellschaft anwenden, ohne aber auszuführen, ob damit die Übertragung der Aktien der Zwischengesellschaft beschränkt würde.⁷¹

U.E. ginge es zu weit, den Erwerb der Zwischengesellschaft zu verhindern, um das Vinkulierungs-

regime der Gesellschaft, an der diese beteiligt ist, durchzusetzen. Zudem käme man in Teufels Küche bezüglich der Rechtsfolgen, wenn es sich um eine Erstreckung der Vinkulierungsregelung bezüglich kotierter Namenaktien auf nicht kotierte Aktien handeln würde.

1.2 Analoge Anwendung in Bezug auf den mittelbaren Erwerb der vinkulierten Aktien?

Eine andere Frage ist, ob der mittelbare Erwerb von vinkulierten Namenaktien (über den Erwerb der Zwischengesellschaft) analog als Erwerb der vinkulierten Aktien selber zu behandeln sei. Rechtlich verändert sich zwar die Rechtszuständigkeit weder in Bezug auf das Eigentum noch auf die Stimmrechte. Da es bei der Vinkulierung zumal börsenkotierter Aktien jedoch allein darum geht, eine Ballung der Kontrolle über Stimmrechte zu vermeiden, scheint ein teleologisch begründeter Analogieschluss (oder eine entsprechende Lückenfüllung) jedenfalls dann erwägenswert, wenn mit dem mittelbaren Erwerb diejenige Person, welche über die Ausübung der Stimmrechte faktisch entscheidet, ändert und die faktisch neu über die Stimmrechte verfügende Person eine der Vinkulierungsregelung zuwiderlaufende Stimmrechtskonzentration erreichen würde.⁷² Ähnlich betont die Argumentation des Kantonsgerichts Zug im Fall «Sika» den Wechsel der Person, die «massgebenden Einfluss» nehmen kann.⁷³ Überdies stellt das Gericht im Wesentlichen darauf ab, ob (i) alle oder eine beherrschende Mehrheit der Anteile der Zwischengesellschaft übertragen werden, (ii) das Vermögen der Zwischengesellschaft ganz oder im Wesentlichen aus den vinkulierten Aktien der Tochtergesellschaft besteht und (iii) der Zweck der Zwischengesellschaft das Halten und Verwalten jener Beteiligung ist.⁷⁴ Mit einer solchen Auslegung käme man in die Nähe der *Lex Koller*, welche den Erwerb sog. Immobiliengesell-

⁷⁰ *Auberson/Oppliger*, 622 ff.

⁷¹ BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685a N 5a.

⁷² Für eine teleologisch begründete Analogie oder «wirtschaftliche Betrachtung» Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 4, 4.7.1, 4.7.15, 4.8 (in der konkreten Konstellation), unter Berufung auf *Auberson/Oppliger*, 628, die dies zuvor begrüssen würden, aber *in concreto* scheinbar nicht für zulässig erachten, sowie BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685a N 5a.

⁷³ Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 4.7.3.

⁷⁴ Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 4.7, insb. E. 4.7.2–4.7.11. Vgl. zu diesen Kriterien auch BSK OR II-du Pasquier/Wolf/Oertle, Art. 685a N 5a.

schaften dem direkten Erwerb einer Liegenschaft gleich stellt.⁷⁵

Indessen könnte die Rechtsfortbildung nicht an dieser Stelle Halt machen. Man müsste vielmehr auch verlangen, dass bei einem indirekten Erwerb wie beim direkten Erwerb eine Meldung an die Gesellschaft zu machen sei, worauf diese die bestehende Eintragung mit Stimmrechten bestätigen oder löschen müsste. Eine solche Löschung liesse sich nicht auf den Wortlaut von Art. 686a OR stützen, da ja keine falschen Angaben gemacht wurden.

Mit anderen Worten würde sich die Frage der Zulässigkeit einer sog. «dynamischen Anpassung» des Aktienbuchs stellen.⁷⁶ Nach der herrschenden Lehre⁷⁷ und Rechtsprechung⁷⁸ (z.T. noch zum alten Aktienrecht) stellt der Anerkennungsentscheid des Verwaltungsrats die Ausübung eines Gestaltungsrechts dar und ist daher im Grundsatz unwiderruflich, sofern die Voraussetzungen von Art. 686a OR (Streichung aus dem Aktienbuch aufgrund falscher Angaben) nicht gegeben sind. Dies steht einer Rechtsfortbildung für den Fall des Erwerbs der eingetragenen Zwischengesellschaft u.E. jedoch nicht *per se* entgegen, falls man dies auslegend als Erwerb der vinkulierten Aktien einstuft, womit der bestehende Eintrag selbstverständlich angepasst werden könnte.⁷⁹

Neben dem Zweck der Vinkulierung spricht für eine Erstreckung der Vinkulierung auf die mittelbare Übertragung die Tatsache, dass der Gesetzgeber mit der Treuhändervinkulierung den Erwerb *über* Zwischenpersonen ausschloss und es zu einem Wertungswiderspruch⁸⁰ führen würde, den Erwerb *der* Zwischenperson (in Annahme eines qualifizierten Schweigens) anders zu behandeln.

Dennoch ist fraglich, inwiefern eine derart weitgehende Rechtsfortbildung *de lege lata* zulässig ist, zumal auch der Schutz des Vertrauens der Rechtsunterworfenen in die ersichtlichen gesetzlichen Regelungen und deren Schranken in die Waagschale zu werfen ist. Sollte man die Ausdehnung bejahen, müssten die Marktteilnehmer auch wissen, wie sie sich korrekt verhalten könnten (eben durch Erstattung einer Meldung). Immerhin wäre das Bedürfnis des Verkehrsschutzes dann weniger virulent, wenn die Statuten einer Gesellschaft den Erwerb von Zwischengesellschaften ausdrücklich erfassen und auch das für diese Fälle korrekte Vorgehen regeln würden. Eine statutarische Regelung in diesem Sinne ist u.E. zulässig, da die gesetzliche Regelung und Zwecksetzung weiter ausführend.

1.3 Streichung der Eintragung mit Stimmrechten?

Art. 686a OR sieht vor, dass ein Aktionär aus dem Aktienbuch gestrichen werden kann, falls die Eintragung durch falsche Angaben zustande gekommen ist und der Aktionär vor der Streichung angehört wird. Ungeklärt ist, ob es sich dabei um eine abschliessende Regelung handelt oder ob auch andere Gründe für eine Streichung denkbar sind.⁸¹

Da u.E. der Erwerb *durch* eine Zwischengesellschaft die Treuhändervinkulierung auslösen kann (vgl. oben Ziff. II.3.2), ist es zunächst möglich, dass eine später von einem Dritten erworbene Zwischengesellschaft ursprünglich durch eine falsche Bestätigung zu ihren Stimmrechten kam. Diesfalls kann sich die kotierte Gesellschaft möglicherweise auch nach dem Erwerb der Zwischengesellschaft durch einen Dritten auf diese Fehlangaben berufen und eine Streichung der Stimmrechte verfügen.

Weniger erfolgversprechend ist dieser Weg in anderen Fällen: Wie erwähnt⁸² bleibt gemäss herrschender Lehre eine Person, die von der Gesellschaft einmal als Aktionär anerkannt worden ist, Aktionärin, auch wenn die Voraussetzungen für die Zulassung nachträglich entfallen. Dies wurde auch in der Recht-

⁷⁵ Anders als bei der Vinkulierung, allerdings mit ausdrücklicher gesetzlicher Grundlage, vgl. Art. 4 lit. e BewG. Vom Charakter der Normen des BewG her, welche eine behördliche Bewilligung und allgemeine Nichtigkeit vorsehen, ist an die gesetzliche Grundlage freilich ein höherer Massstab anzusetzen als im Verhältnis unter Privaten.

⁷⁶ Vgl. dazu Böckli, § 6 N 347 ff.

⁷⁷ Kläy, 231, m.w.N.; von der Crone, § 3 N 94 und N 123; Meier-Hayoz/von der Crone, § 19 N 17 ff.; Meier-Hayoz/Forstmoser, § 16 N 315a; Böckli, § 6 N 327 ff., insb. N 354.

⁷⁸ Noch unter dem alten Recht BGE 117 II 290, E. 6 b) aa). Zum neuen Recht etwa das Urteil des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 108/2009, Nr. 64, E. IV/4.4.2.

⁷⁹ Ähnlich Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 6.3.

⁸⁰ Zum Begriff *Larenz*, 334 f.

⁸¹ Vgl. dazu etwa die bei Böckli, § 6 N 335 ff. angeführten Sachverhalte. Siehe auch BGE 117 II 290, E. 6 b) aa).

⁸² Vgl. oben Ziff. III.1.2.

sprechung mehrfach bestätigt.⁸³ Peter Böckli stellt mit der bereits erwähnten «dynamischen Anpassung» in dessen die Frage in den Raum, ob das Aktienbuch bei veränderten Verhältnissen (d.h. aufgrund neuer Erkenntnisse oder eines nachträglich veränderten Sachverhalts) angepasst werden kann bzw. muss, allerdings ohne dazu abschliessend Stellung zu nehmen.⁸⁴

U.E. müsste Art. 686a OR jedoch nicht bemüht werden: Kommt man zulässigerweise zum Schluss, dass eine Veränderung der Tatsachen den Vinkulierungstatbestand erneut auslöst, indem sie als Aktienwerb taxiert werden kann, ist das Aktienbuch aus diesem Grund wie bei einem regulären Erwerb nicht mehr aktuell und kann angepasst werden. D.h., es hängt davon ab, ob man aus anderen Gründen, z.B. aufgrund der Bejahung des besprochenen Analogieschlusses oder aufgrund von Art. 2 ZGB die Anwendung der Vinkulierung auf einen Erwerb, bei dem die Aktientitel formell nicht die Hände wechseln, befürwortet.

1.4 Rechtsmissbrauch

Möchte man den Erwerb der Zwischengesellschaft nicht grundsätzlich als unter der Vinkulierung massgeblichen Aktienerwerb qualifizieren, bietet sich als *ultima ratio* an, diesen aufgrund der konkreten Umstände als «offenbaren Missbrauch eines Rechtes» zu werten (Art. 2 Abs. 2 ZGB). Lehre und Rechtsprechung differenzieren zwischen Rechtsumgehung und Rechtsmissbrauch. Ersterer soll durch extensive Auslegung der umgangenen Normen begegnet werden.⁸⁵ Demgegenüber dient Art. 2 Abs. 2 ZGB als korrigierender Notbehelf für Fälle, in denen formale Rechtsanwendung zu stossendem Unrecht führen würde.⁸⁶ Gemäss dieser Differenzierung gibt es daher nur Auslegung (Frage danach, was die Rechtsnorm umfasst) und Rechtsmissbrauch (Korrektur bei stossenden Ergebnissen der ausgelegten Rechtsnorm). So stützte das Kantonsgericht Zug im Fall «Sika» die

Erstreckung der Vinkulierung auf den indirekten Erwerb auf Auslegung (vgl. vorstehend Ziff. II.1.2). In Bezug auf die Wahl von «willfähigen» Verwaltungsräten im Vorfeld der Übertragung blieb das Gericht dogmatisch zwar vage, schien aber einen Rechtsmissbrauch anzunehmen.⁸⁷

Ein Rechtsmissbrauch kann unter Umständen eine wirtschaftliche Betrachtungsweise rechtfertigen, dies u.a. dann, wenn für beabsichtigte Veräusserungen Aktien durch nachträgliche Umstrukturierungsmassnahmen in Zwischengesellschaften platziert werden.⁸⁸

Einer Meinung zufolge soll bei der konkreten Frage der Erfassung eines mittelbaren Erwerbs durch die Vinkulierung aufgrund der gesetzlichen Regelung, die nur den direkten Erwerb erfasse, ein Anrufen von Art. 2 ZGB nur dann möglich sein, wenn sich gar keine anderen Gründe ergeben, um die Transaktion auf indirekte Art durchzuführen.⁸⁹ Die Klarheit einer Regelung oder Nebenmotive schliessen die Berufung auf offensichtlichen Rechtsmissbrauch jedoch nicht *per se* aus. Festzuhalten ist aber, dass eine Ausnahme von einer (ausgelegten) Rechtsregel gestützt auf einen offenbaren Missbrauch eines Rechts nicht leichthin anzunehmen ist.⁹⁰

Auch bei Rechtsmissbrauch stellt sich die Frage nach den konkreten Folgen. Das Kantonsgericht schloss im Fall «Sika», dass nicht erst der Vollzug des Erwerbs der Zwischengesellschaft relevant sei, sondern dass die Handlungen, welche die Erstreckung der Vinkulierung möglicherweise obsolet machen würden, *in casu* das Einsetzen «willfähiger» Verwaltungsräte, schon unterbunden werden dürfe.⁹¹

2. Übertragung der aufgrund eines Grandfathering oder infolge einer Ausnahmegewährung erlangten Sonderstellung

Eine besondere Problematik, die auch im Fall «Sika» eine Rolle spielt, ist das Transferregime in Situationen, in denen der Veräusserer in Bezug auf das zu veräussernde Aktienpaket aufgrund eines *Grand-*

⁸³ Grundlegend (noch unter dem alten Recht) BGE 117 II 290, E. 6 b) aa). Zum neuen Recht etwa das Urteil des HGer ZH vom 26. August 2009, ZR 108/2009, Nr. 64, E. IV/4.4.2.

⁸⁴ Eingehend dazu Böckli, § 6 N 347 ff.

⁸⁵ BGE 140 III 233, E. 5.1; BK ZGB-Merz, N 94; HK ZGB-Hauserr/Jaun, Art. 2 N 44; Riemer, 357 ff.; BSK ZGB I-Honsell, Art. 2 N 31.

⁸⁶ Urteil des BGer 4A_141/2008 vom 8. Dezember 2009, E. 7.3.

⁸⁷ Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 5, insb. E. 5.1.

⁸⁸ Vgl. Nobel, Generalversammlung, 33; Böckli, § 6 N 60; von der Crone, § 3 N 105. Siehe auch Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 N 253.

⁸⁹ Auberson/Oppliger, 624 ff.

⁹⁰ Urteil des BGer 5A_655/2010 vom 5. Mai 2011, E. 2.2.1.

⁹¹ Urteil des KGer ZG vom 27. Oktober 2016, E. 5 und E. 6.2.

fathering bei Einführung der Vinkulierung (dazu oben Ziff. II.5) oder aufgrund der Gewährung einer Ausnahme (dazu oben Ziff. II.4) mit mehr Stimmen im Aktienbuch eingetragen ist, als normalerweise gemäss Prozentvinkulierung zulässig wäre.

2.1 Weitergabe der Sonderstellung beim direkten Erwerb?

2.1.1 Kein grundsätzlicher Anspruch des Erwerbers

Die Prozentvinkulierung knüpft nicht daran an, wie viele Stimmrechte der Veräusserer ausüben konnte. Relevant ist allein die Situation des Erwerbers. Ein Erwerber wird in der Regel auch keine im Unternehmensinteresse liegenden besonderen Gründe anführen können, weshalb er (anders als sonstige Aktienerwerber) mit der gleichen Stimmkraft wie der Vorbesitzer eingetragen werden soll. Zumindest kann ein Erwerber aus der Tatsache allein, dass der Vorbesitzer mit einer überschüssigen Stimmenzahl eingetragen war, keine Rechte für sich ableiten. Eine Ausnahme bilden grundsätzlich der erbrechtliche Übergang sowie die anderen besonderen Erwerbsarten, bei welchen die Vinkulierung börsenkotierter Namensaktien nicht anwendbar ist (Art. 685d Abs. 3 OR).⁹²

2.1.2 Anspruch des Veräusserers?

Wie bereits erwähnt (vgl. oben Ziff. III.2.1.1), gewährt der bei Einführung der Vinkulierung in seinem Besitzstand an Stimmrechten geschützte Grossaktionär bei einer Veräusserung trotz *Grandfathering* im Vergleich zu seiner Stellung vor Einführung der Vinkulierung Nachteile, wenn ein Erwerber die Stimmkraft nicht miterwerben kann. Einerseits dürfte es, ohne die damit verknüpften Stimmrechte, überhaupt schwieriger sein, das Paket gesamthaft, mitsamt allfälligem Paketzuschlag⁹³ weiterzuverkaufen. Vor allem aber verliert er den Wert, welcher die erhöhte Stimmkraft verkörpert. Dies ist besonders frappant, wenn ein Aktionär eine Stimmenmehrheit nicht mit Kontrollprämie weiterveräussern kann. Auch der Aktionär, der aufgrund einer Ausnahmegewährung, z.B. weil er der Gesellschaft als «*White Squire*» zur

Verfügung stand,⁹⁴ über mehr Stimmen verfügt, kann legitime Gründe haben, diese Stellung auch weitergeben zu können. Entsprechend stellt sich die Frage, ob sich aus dem Bestandesschutz bei Einführung der Vinkulierung oder aus der Gewährung einer Ausnahme an einen Aktionär nicht auch dessen Recht ableitet, den überschüssigen Stimmrechtsbestand mitveräussern zu können. In der Literatur finden sich kaum explizite Stellungnahmen zur Weitergabe eines *Grandfathering*. Gemäss *Kläy* lässt sich aus dem Rückwirkungsverbot kein Rechtsanspruch ableiten, dass die betreffenden Grossaktionäre ihre Aktienpakete ungeteilt bzw. mit gleicher Stimmkraft veräussern dürfen.⁹⁵ Andere Autoren und das Bundesgericht scheinen diese Ansicht stillschweigend zu teilen.⁹⁶

Vergleichbare Situationen gibt es im Börsenrecht im Zusammenhang mit Ausnahmen von der Unterstellung unter die Regeln zum Pflichtangebot: Wer bei Börsenkotierung oder bei einem «Opting-in» bereits über mehr als 33⅓% der Stimmrechte verfügte oder wer von einem sog. «selektiven» Opting-out⁹⁷ oder einer spezifischen Ausnahme⁹⁸ profitiert, muss kein Pflichtangebot an die übrigen Aktionäre unterbreiten. Veräussert er sein Paket an einen Dritten, so fällt der Dritte aber dennoch unter die Pflichtangebotsregeln.

Auch im Aktienrecht spricht u.E. einiges dafür, die Sonderstellung eines Aktionärs nicht zu überdehnen: Die Ausnahme *per se* führt zu einer Ungleichbehandlung, die in Bezug auf den konkreten Aktionär

⁹⁴ Damit wird ein Investor bezeichnet, der einer Gesellschaft gegen einen Übernehmer zur Hilfe kommt, indem er ein grösseres Paket erwirbt (z.B. über 10%, um eine vollständige Übernahme zu verunmöglichen und Anbieter damit abzuschrecken), aber (anders als ein *White Knight*) nicht selber die Kontrolle übernimmt. Die Gewährung einer Ausnahme von der Prozentvinkulierung an einen solchen Investoren wird für zulässig erachtet, da sie ebenfalls dem Zweck der Wahrung der Selbständigkeit dient, vgl. *Böckli*, § 6 N 75. Ein Beispiel für eine, allerdings gegen die Verwaltungsratsmehrheit eingenommene *White Squire*-Stellung bot Michael Pieper bei der versuchten Übernahme von Forbo durch CVC (vgl. Empfehlung der UEK i.S. Forbo Holding AG vom 10. März 2005, E. 2.2.1).

⁹⁵ Vgl. dazu *Kläy*, 234.

⁹⁶ Vgl. das Urteil des BGer 4C.35/2007 vom 18. April 2007, E. 3.3 sowie *Hirsche/von der Crone*, 110 f.

⁹⁷ Statt vieler *Tschäni/Diem/Iffland/Gaberthüel*, Rz. 63 ff., insb. Rz. 67 und Fn. 185.

⁹⁸ Art. 136 Abs. 1 FinfraG.

⁹² *Kläy*, 234.

⁹³ In der Praxis werden Pakete allerdings ohnehin häufig mit einem Abschlag verkauft.

gerechtfertigt sein mag, deren Perpetuierung dem Ausnahmecharakter aber widerspricht. Während des Besitzes verfügt der so privilegierte Aktionär zudem nicht nur wegen der Beibehaltung des uneingeschränkten Stimmrechts, sondern weil kein anderer Aktionär eine analoge Machtposition aufbauen kann, von einer weit überproportionalen Vormachtstellung. In den meisten Fällen sind die Grossaktionäre ohnehin für die Einführung der Vinkulierung oder initiieren sie gar. Aufgrund des erforderlichen qualifizierten Mehrs bei der Einführung (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR) und der sonstigen Machtstellung in der Gesellschaft sowie der gesetzlichen Rechtsbehelfe (v.a. Art. 706 OR), wäre es wohl schwierig, eine Vinkulierung gegen den Willen der Grossaktionäre einzuführen. Damit können in der Regel auch inhärente Nachteile als akzeptiert gelten.

Analog ist die Lage in Bezug auf die Frage der Übertragbarkeit einer vom Verwaltungsrat gewährten Ausnahme: Meist wird die Gewährung einer solchen vor dem Aufbau des entsprechenden Pakets mit der Gesellschaft ausgehandelt, womit der Erwerber auch allfällige Nachteile abschätzen kann und zudem von der Sonderstellung profitiert.

Entsprechend ist die Schutzbedürftigkeit der nicht unter die Vinkulierung fallenden Aktionäre aufgrund des Ausgleichs allfälliger relativer Nachteile bei der Veräusserung durch den Vorteil einer überproportionalen und ungefährdeten Machtstellung während des Besitzes, aber auch aufgrund der freiwilligen Inkaufnahme der Nachteile meist nicht gegeben. Somit lässt sich aus diesen Nachteilen kein grundsätzlicher Anspruch auf Weitergabe und damit Perpetuierung der Sonderstellung ableiten.

2.1.3 Korrektur durch die Gewährung von Ausnahmen

Es kann Situationen geben, in welchen die fehlende Möglichkeit der Weitergabe einer Sonderstellung den Gesellschaftsinteressen zuwiderläuft (etwa deshalb, weil sie in die Abhängigkeit von einem anderen grösseren Aktionär führt, dessen Einfluss vorher ausbalanciert war), in Bezug auf die konkreten Auswirkungen für den Veräusserer stossend ist, (etwa beim «White Squire») vom Erwerber abgelehnt wird oder aus anderen Gründen nicht sinnvoll erscheint. Sofern im Gesellschaftsinteresse, lassen sich solche Fälle in dessen durch die in den meisten Vinkulierungsklau-

seln vorgesehene Möglichkeit, eine Ausnahme von der Vinkulierung zu gewähren, sachgerecht lösen.⁹⁹

2.2 Weitergabe der Sonderstellung durch Erwerb der Zwischengesellschaft

Wird die Möglichkeit der direkten Veräusserung einer Sonderstellung abgelehnt, stellt sich die Frage, ob die mittelbare Übertragung durch den Verkauf der diese haltenden Zwischengesellschaft möglich ist. Dieses Szenario ist vergleichbar mit dem oben in Ziff. III.1 diskutierten Fall des Zuerwerbs einer «gewöhnlichen» Position durch Kauf der Zwischengesellschaft. Indessen ist es qualitativ von einer anderen Bedeutung, weil auf diesem Weg trotz der grundsätzlichen Unveräusserlichkeit von über der Vinkulierungsgrenze liegenden Sonderstellungen (vgl. vorstehend Ziff. III.2.1) deren Perpetuierung unter anderer Herrschaft ermöglicht werden könnte.

2.2.1 Weitergabe der Sonderstellung durch mittelbare Übertragung (Kontrollwechsel)?

Weder in der Lehre noch in der Gerichtspraxis wurde bisher diskutiert, ob die Zwischengesellschaft bei einem Kontrollwechsel die Sonderstellung verliert. Das Kantonsgericht Zug sprach dies im Fall Sika nicht direkt an, da es die Vinkulierung auf den indirekten Erwerb überhaupt anwendbar hielt.¹⁰⁰ Der Wortlaut der Vinkulierungsbestimmungen und der u.U. sehr signifikante Wertverlust für den Veräusserer sprechen für die Möglichkeit der mittelbaren Übertragung der Sonderstellung. Da ein Verbot einer mittelbaren Veräusserung der Sonderstellung in letzter Konsequenz auf eine Streichung der Stimmrechte im Aktienbuch herauslaufen würde, fallen zudem Art. 686a OR *e contrario* sowie die herrschende Lehre und Rechtsprechung, die sich grundsätzlich gegen nachträgliche Anpassungen stellen,¹⁰¹ ins Gewicht.

Gegen die mittelbare Übertragung lässt sich wie bei der direkten Übertragung vor allem der Ausnahmecharakter solcher Sonderstellungen anführen. In der Regel entstehen die Sonderstellungen im Rahmen einer besonderen Konstellation und in Bezug auf spezifische Aktionäre. Eine Perpetuierung, auch auf indirektem Weg und damit die permanente Schlechterstellung der anderen Aktionäre lässt sich daher nicht

⁹⁹ Vgl. dazu oben Ziff. II.4.

¹⁰⁰ Vgl. oben Ziff. III.1.1.

¹⁰¹ Vgl. oben Ziff. III.1.2 sowie Fn. 77 und Fn. 78.

ohne Weiteres rechtfertigen, da sie die Struktur der betreffenden Aktiengesellschaft dauerhaft verändern würde, ohne dass dies in den Statuten, z.B. in Form einer separaten Aktienkategorie, ihren Niederschlag finden würde.

Auch in diesem Zusammenhang stellt sich überdies die Frage, wie weit richterliche Rechtsfortbildung gehen kann. Da sich aber schon der Bestandsschutz bei nachträglicher Einführung einer Vinkulierung nicht auf eine explizite Gesetzesbestimmung abstützt,¹⁰² liesse sich die Fragestellung jedenfalls in diesen Fällen (und anderes als beim «gewöhnlichen» mittelbaren Erwerb¹⁰³) als Frage nach der Tragweite des Bestandsschutzes behandeln und so eher dem richterlichen Ermessen anheimstellen.

2.2.2 Rechtsmissbrauch

Wird die Möglichkeit der (mittelbaren) Übertragung der Sonderstellung grundsätzlich bejaht, wird die Frage einer Korrektur des Resultats gestützt auf Art. 2 Abs. 2 ZGB relevant.¹⁰⁴

IV. Schlussfolgerungen und Anstösse für eine Reform

Die Praxis ist über die letzten 25 Jahre den Schuhen des Vinkulierungsrechts entwachsen. Der Zweck der Vinkulierung ist immer noch klar, doch vermögen die gesetzlichen Regelungen diesen Zweck dem Wortlaut nach nicht mehr genügend umzusetzen. Meistens werden grössere Aktienbestände heutzutage indirekt gehalten und in vielen Situationen gehen die wirtschaftliche Berechtigung und die faktische Möglichkeit, das Stimmverhalten zu bestimmen, auseinander.¹⁰⁵ Grundsätzlich ist es den Gesellschaften erlaubt, Lücken oder Unklarheiten des Vinkulierungsrechts mittels Statutenregelungen abzudecken, sofern die Übertragbarkeit von Aktien damit nicht übermässig eingeschränkt wird.¹⁰⁶ Indessen ist nicht gesichert, wie weit die Statuten gehen können, um gesetzlich nicht explizit erfasste Umgehungsvarianten und Sonderfälle abzudecken. Im Übrigen zeigt der Fall «Sika» exemplarisch, dass u.U. auch auf Ausle-

gungswegen oder gestützt auf Art. 2 Abs. 2 ZGB Korrekturen möglich sein können, dass aber die Rechtsicherheit leidet und letztlich auch die Rechtsstaatlichkeit in Frage steht, wenn sich die Praxis allzu weit vom Gesetzestext entfernt. Vor diesem Hintergrund drängt sich u.E. eine Modernisierung der Vinkulierungsregeln jedenfalls für börsennotierte Gesellschaften auf. Diese könnte sich an den folgenden Leitlinien ausrichten:

1. Anlehnung an das börsenrechtliche Offenlegungsrecht

- Konzern- oder Gruppenbildung bzw. indirekter Erwerb oder Erwerb über einen Treuhänder stellen keinen Ablehnungsgrund dar.
- Aber: Aktien, die rechtlich oder faktisch von der gleichen Person, von einem Konzern oder von in Absprache handelnden Personen oder indirekt oder über Treuhänder kontrolliert werden, sind für die Prozentvinkulierung zusammenzuzählen.
- Die «Treuhändervinkulierung» ist zu ersetzen durch die Möglichkeit der Ablehnung bzw. Streichung für den Fall, dass der rechtlich oder faktisch Berechtigte bzw. die Konzern- und Gruppenverhältnisse sowie Absprachen nicht oder unzutreffend offengelegt werden.
- Die nachträgliche Gruppenbildung bzw. der nachträgliche indirekte Erwerb, d.h. die nachträgliche Änderung der Kontrolle über den unmittelbar Berechtigten, führt zu einer erneuten Meldepflicht und löst ein erneutes Ablehnungsrecht aus.¹⁰⁷
- Statt der wirtschaftlichen Berechtigung (d.h. statt zu fragen, bei wem sich das wirtschaftliche Risiko und der wirtschaftliche Erfolg letztlich niederschlagen) ist als Kernkriterium massgeblich, wem die tatsächliche Verfügungsgewalt über die Stimmrechtsausübung zukommt, und zwar unabhängig davon, ob diese Person sie auch selber formell ausübt (ähnlich, aber nicht gleich, Art. 120 Abs. 3 FinfraG: «Meldepflichtig ist [...], wer die Stimmrechte [...] nach freiem Ermessen ausüben kann.»).¹⁰⁸

¹⁰² Dazu oben Ziff. II.5.

¹⁰³ Dazu oben Ziff. III.1.

¹⁰⁴ Vgl. dazu oben Ziff. III.1.4.

¹⁰⁵ Vgl. dazu oben Ziff. II.3.2.

¹⁰⁶ Vgl. dazu Art. 685b Abs. 7 OR.

¹⁰⁷ In der Literatur (von der Crone, § 3 N 105) wird *de lege lata* die Ansicht vertreten, dass die Gesellschaft Aktionäre nicht wegen nachträglicher Gruppenbildung aus dem Aktienbuch streichen kann.

¹⁰⁸ So schon Gericke, 103.

2. Regelung von Sonderstellungen und deren Übertragung

- Bei der Einführung der Vinkulierung nach erfolgtem Börsengang (statt vor oder bei Börsengang) verdient der Grossaktionär, welcher der Vinkulierung zustimmt, kein automatisches *Grandfathering*. Ausnahmen lassen sich durch eine «Mehrheit der Minderheit» (d.h. eine Mehrheit der Aktionäre, die je weniger Aktien besitzen als der mit der Vinkulierung einzuführende Grenzwert) genehmigen.
- Die Sonderstellung durch *Grandfathering* oder Ausnahmegewährung ist, ausser dies sei statutarisch vorgesehen, weder direkt noch indirekt übertragbar, ausser bei Erbfolge oder mit Zustimmung der vorgenannten «Mehrheit der Minderheit».
- Auf die mittelbare Übertragung (Übertragung einer Zwischengesellschaft) sind die Grundsätze gemäss Ziff. 1 oben anzuwenden.

3. Differenziertere Möglichkeiten zur statutarischen Regelung und Ausnahmegewährung

- Um weiterhin besonderen Situationen und der Durchsetzung des Gesellschaftsinteresses Rechnung tragen zu können, wird die Möglichkeit, dass der Verwaltungsrat Ausnahmen gewähren kann, aufrechterhalten.
- Das Gesetz lässt es ausdrücklich zu, dass die Statuten weitere oder andere Regelungen vorsehen können. So ist es beispielsweise möglich, in den Statuten *ad personam* Ausnahmen zu verankern,¹⁰⁹ die weder per Erbgang noch sonstwie direkt oder indirekt übertragbar sind oder die unter vorbestimmten Bedingungen automatisch dahinfallen.

Literatur

Auberson Camille/Oppliger Damien, L'affaire Sika: un exemple en faveur d'une approche économique des transferts d'actions soumis à l'agrément de la société, SZW 2015, 614 ff.

Baer Charlotte M., Vinkulierung von Publikumsgesellschaften – ein facettenreiches Thema, SZW 2012, 79 ff.

Bieri Adrian, Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien, Diss. Zürich 2011.

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009.

Bühler Simon, OTC-Handel mit nichtkotierten Aktien, Diss. Zürich 2016.

von Büren Roland, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 1995, 57 ff.

Bürgi Wolfhart F., Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Rechte und Pflichten der Aktionäre, Bd. V/5b/1, Zürich 1957 (zit. ZK OR-Bürgi).

von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, Bern 2014.

Dubs Dieter/Brügger Urs, Transparenz im Aktionariat durch (objektiv-)geltungszeitliche Interpretation des Art. 685d Abs. 2 OR – Die Offenlegung des wirtschaftlich Berechtigten als Anerkennungsvoraussetzung – Zugleich auch ein Ansatz zur Verhinderung des «Empty-Voting», SZW 2007, 282 ff.

Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

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.

Häusermann Daniel, Minderheitenschutz in der «Aktionärsdemokratie»: Vorschlag für eine dispositive «Mehrheit-der-Minderheit»-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften, GesKR 2/2014, 210 ff. (zit. Häusermann, Aktionärsdemokratie).

Häusermann Daniel, Art. 704 OR und Minderheitenschutz: Eine aktienrechtliche Kurvendiskussion, SZW 2017, 336 ff. (zit. Häusermann, Minderheitenschutz).

Hausheer Heinz/Jaun Manuel, Stämpfli Handkommentar, Die Einleitungsartikel des ZGB, Bern 2003 (zit. HK ZGB-Hausheer/Jaun).

Hirschle Matthias/von der Crone Hans Caspar, Vinkulierung und Stimmrechtsvertretung bei nicht börsenkotierten Gesellschaften, SZW 2008, 103 ff.

Hofstetter Karl, Gruppentatbestände im Börsengesellschaftsrecht, SZW 1998, 285 ff.

¹⁰⁹ Z.B. dem Gründer (Beispiel Facebook).

Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Geiser Thomas (Hrsg.), Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch I, 5. Aufl., Basel 2014 (zit. BSK ZGB I-Bearbeiter/-in).

Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 5. Aufl., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/-in).

Honsell Heinrich (Hrsg.), Kurzkomentar Obligationenrecht, Basel 2014 (zit. KUKO OR-Bearbeiter/-in).

Kläy Hanspeter, Die Vinkulierung: Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Diss. Basel 1997.

Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Marc/Fankhauser Roland (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, 3. Aufl., Zürich 2016 (zit. OFK OR-Bearbeiter/-in).

Larenz Karl, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1991.

Lutz Peter, Vinkulierte Namenaktien, Diss. Zürich 1988.

Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000.

Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 11. Aufl., Bern 2012.

Merz Hans, Berner Kommentar, Einleitung und Personenrecht, Einleitung, Bd. I, Bern 1962 (zit. BK ZGB-Merz).

Müller Roland/Lipp Lorenz/Plüss Adrian, Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, AJP 2011, 587 ff.

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

Nobel Peter, Formelle Aspekte der Generalversammlung: Einberufung, Zulassung Abstimmung, in: Druey Jean Nicolas/Forstmoser Peter (Hrsg.), Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zürich 1997 (zit. Nobel, Generalversammlung).

Pletscher Thomas, Vinkulierungsvorschriften bei kotierten Gesellschaften und statutarischer Freiheit, SZW 1992, 210 ff.

Riemer Hans Michael, Vertragsumgehungen sowie Umgehungen anderer rechtsgeschäftlicher Rechte und Pflichten, ZSR 1982 I, 357 ff.

Stoffel Walter A./Constantin Arnaud, Das Gesellschaftsrecht 2016/2017, SZW 2017, 359 ff.

Tschäni Rudolf, Vinkulierung nicht börsenkotierter Aktien: Ein Leitfaden für die Statutenredaktion, Zürich 1997.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Iffland Jacques/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl., Zürich 2014.