

Opting-Out im öffentlichen Übernahmerecht – Schweiz gegen Europa

Der Jubilar hat sich nicht nur publizistisch mit dem Europarecht befasst, sondern sich im Rahmen des Europa Institutes an der Universität Zürich auch organisatorisch und praktisch für die Verbreitung der Kenntnisse um das Europarecht eingesetzt. Deshalb möchte ich hier in der gebotenen Kürze (und daher vereinfacht) der Frage nachgehen, ob das sog. Opting-Out¹ gemäss Art. 125 Abs. 3 und Abs. 4 FinfraG mit dem europäischen Recht vereinbar ist, oder ob das Opting-Out als im Widerspruch mit dem europäischen Recht stehend abgeschafft werden sollte.

I. Angebotspflicht

1. Schweizer Recht

Der Erwerber von Beteiligungspapieren, welcher dadurch den Grenzwert von 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, muss den übrigen Inhabern von kotierten Beteiligungspapieren ein Angebot unterbreiten.² Diese Angebotspflicht dient dem Schutz der Minderheitsaktionäre.³ Die Minderheitsaktionäre sollen die Möglichkeit haben, aus der Gesellschaft „auszusteigen“, wenn die Kontrolle auf einen Neuerwerber übergeht. Die Angebotspflicht ist

* Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt bei Lenz & Staehelin, Zürich. Lukas Held, Rechtsanwalt, sei für seine grosse Unterstützung zu diesem Beitrag gedankt.

¹ Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf generelle Opting-Out, nicht aber auf selektiv eingeführte Opting-Out, vgl. Verfügung der Übernahmekommission 600/01 vom 22. April 2015, Rz. 9 ff.; letztere befreien nur einen bestimmten Erwerber von der Angebotspflicht und gleichen den bspw. im Vereinigten Königreich und Holland vorgesehenen „whitewash“, vgl. hinten, Ziff. I.2.1 und Ziff. I.2.4.

² Art. 135 Abs. 1 FinfraG.

³ Empfehlung II der Übernahmekommission vom 31. Oktober 2006 i.S. OC Oerlikon Corporation AG/Saurer AG, Erw. 3.2.2; siehe letztmals Verfügung der Übernahmekommission 637/01 vom 5. August 2016, Rz. 9.

gekoppelt mit Preisvorschriften und weiteren Regelungen.⁴ Ursprünglich war die Bezahlung einer limitierten Kontrollprämie gestattet. Dies ist nun nicht mehr der Fall.⁵

Die Einführung der Angebotspflicht war stark umstritten. Im Sinne eines Ausweges ist es den betroffenen Gesellschaften überlassen, vor der Kotierung in ihren Statuten die Angebotspflicht wegzubedingen (sog. Opting-Out). Eine rechtlich nachzuprüfende Begründung ist hierfür nicht erforderlich.⁶ Ebenfalls keine rechtlichen Schranken bestanden während einer Übergangsfrist bis zum 31. Dezember 2000, innert welcher sich die Gesellschaften mit einem entsprechenden Generalversammlungsbeschluss der Angebotspflicht entziehen konnten.⁷

Auch im Falle von bereits kotierten Beteiligungspapieren ist ein Opting-Out noch möglich, wenn dieses nicht eine Benachteiligung der Aktionäre im Sinne von Art. 706 OR bewirkt.⁸ Zum nachträglich eingeführten Opting-Out hat sich eine umfangreiche, aber auch schwankende Rechtspraxis entwickelt.⁹ Nach der gegenwärtigen Praxis ist ein nachträgliches Opting-Out übernahmerechtlich vermutungsweise gültig, wenn (i) die Aktionäre transparent über die Einführung des Opting-Out und dessen Folgen informiert werden und (ii) die Mehrheit der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung, also eine Mehrheit der Minderheit, dem Opting-Out zustimmen.¹⁰ Ein nach der Kotierung stattfindendes Opting-Out ist somit rechtlich nachprüfbar Schranken unterworfen.

⁴ Art. 135 Abs. 2 bis Abs. 5 FinfraG; vgl. auch Art. 30 ff. FinfraV-FINMA.

⁵ Vgl. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6890.

⁶ Art. 125 Abs. 3 FinfraG; vorbehalten bleiben Nichtigkeitsgründe und die Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses nach Gesellschaftsrecht (Art. 706 und Art. 706a OR), vgl. Verfügung 594/01 der Übernahmekommission vom 5. März 2015, Rz. 10.

⁷ Gestützt auf Art. 53 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand am 1. Januar 1998).

⁸ Art. 125 Abs. 4 FinfraG.

⁹ Im Jahre 2012 änderte die Übernahmekommission ihre diesbezügliche frühere Praxis, vgl. Verfügung 518/01 der Übernahmekommission vom 11. Oktober 2012, Rz. 1 ff.

¹⁰ Siehe letztmals Verfügung 686/01 der Übernahmekommission vom 20. März 2018, Rz. 1 ff.; vgl. BARTHOLD BEAT M./ISLER MARTINA, Art. 125 N 28 ff., in: SETHE et al. (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, Zürich/Basel/Genf 2017.

Hinzuzufügen bleibt, dass zur Angebotspflicht eine Reihe von gesetzlichen Ausnahmen besteht.¹¹

Seinerzeit wurde davon ausgegangen, dass jene Gesellschaften, welche ein Opting-Out einführen, kursmässig bestraft, deren Beteiligungspapiere also mit einem Kursabschlag gehandelt würden. Man nahm an, dass sich Investoren in ihrem Entscheid davon leiten lassen, ob eine Angebotspflicht besteht. Dies setzt natürlich eine entsprechende Transparenz und Möglichkeit der Kenntnisnahme durch die Investoren voraus, welche – wie die spätere Erfahrung zeigte – jedenfalls für ausländische Investoren offenbar nicht in ausreichendem Mass vorhanden war. Symptomatisch hierfür der Fall Sika AG, welcher umgekehrt dazu geführt haben dürfte, dass das schweizerische Institut des Opting-Out nun auch international bekannt ist.¹²

Zwar gibt es verschiedene Mittel, welche schon vor dem Fall Sika AG die Transparenz in Bezug auf das Bestehen eines Opting-Out sicherstellen sollten. So sind Gesellschaften verpflichtet, den Investoren bestimmte Schlüsselinformationen zur Corporate Governance im Geschäftsbericht zugänglich zu machen, darunter auch statutarische Regeln betreffend Opting-Out.¹³ Ferner stellt die SIX Exchange Regulation eine Emittenten-Suchabfrage zur Verfügung, welche kotierte Schweizer Gesellschaften auflistet, die von der Möglichkeit der Aufnahme eines Opting-Out in ihren Statuten Gebrauch gemacht haben.¹⁴ Schliesslich enthält das Profil jeder einzelnen Gesellschaft auf der Webseite der SIX Exchange Regulation den Hinweis auf das Bestehen oder Nichtbestehen eines Opting-Out. Die Übernahmekommission („UEK“) hielt (wohl gestützt hierauf)

¹¹ Art. 136 FinfraG und Art. 40 ff. FinfraV-FINMA.

¹² Vgl. Verfügung 598/01 der Übernahmekommission vom 1. April 2015, Rz 10 ff. Der Fall Sika AG wurde auch im Wall Street Journal und in der Financial Times kommentiert.

¹³ Ziff. 7.1 des Anhangs der Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG) vom 20. März 2018 der Swiss Exchange Regulation. So war im Corporate Governance Bericht 2017 der Sika AG, 51, festgehalten, dass keine Angebotspflicht gemäss Art. 135 und Art. 163 FinfraG bestand.

¹⁴ SIX Exchange Regulation, Emittenten-Suchabfrage: abgerufen von <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/publications/opting-up-out.html>>; zu verweisen ist in diesem Zusammenhang auch auf die Regelmeldepflichten im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung, wonach Beschlüsse der Generalversammlung betreffend Opting-Out der SIX Exchange Regulation zu melden sind (Richtlinie betr. Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren), Anleihen, Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen (Richtlinie Regelmeldepflichten, RLRMP) vom 20. März 2018, Regelmeldepflicht 3.05).

sogar fest, dass „*interessierte (Minderheits-)Aktionäre schnell und einfach erkennen [können], dass eine Gesellschaft über ein Opting-Out verfügt*“.¹⁵

Keine der SMI-Gesellschaften weist noch ein Opting-Out auf.¹⁶ Als letzte SMI-Gesellschaft hat die Sika AG ihr langjährig bestehendes Opting-Out mit Generalversammlungsbeschluss vom 11. Juni 2018 abgeschafft (sog. Opting-In). Bei näherer Analyse ist allerdings zu sagen, dass von den ca. zweihundert Schweizer Gesellschaften, welche an der SIX kotiert sind und über einen Kontrollaktionär verfügen, rund die Hälfte ein Opting-Out gewählt haben.¹⁷ Auch hat sich die Annahme nicht bewahrheitet, dass der Markt die mit einem Opting-Out versehenen Gesellschaften mit einem Kursabschlag bestraft hätte. Immerhin hat die weitherum zu beobachtende Corporate Governance-Diskussion zu einer Sensibilisierung auch gegenüber Opting-Out geführt. Aus Sicht Corporate Governance werden Opting-Out nämlich ohne weiteres als negativ beurteilt.¹⁸

2. Europäisches Recht

Übernahmeangebote sind im europäischen Recht durch eine Richtlinie geordnet.¹⁹ Diese Übernahmerichtlinie ist mittlerweile in den einzelnen Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt worden. Zum Thema der Angebotspflicht finden sich in Art. 5 unter dem Titel „Schutz der Minderheitsaktionäre, Pflichtangebote und angemessener Preis“ verschiedene Vorschriften. In Art. 5 Abs. 1 ist die Angebotspflicht verankert, welche am Begriff der „Kontrolle“ anknüpft. Es ist den einzelnen Mitgliedstaaten überlassen zu definieren, ab welchem Prozentsatz Kontrolle angenommen wird und damit die Angebotspflicht entsteht.²⁰ Die Zielsetzung der Angebotspflicht ist nicht nur im Titel von Art. 5 („Schutz der Minderheitsaktionäre, Pflichtangebote und angemessener Preis“) ersichtlich, sondern auch im Text von Art. 5 Abs. 1: die Angebotspflicht dient dem Minder-

¹⁵ Verfügung 610/01 der Übernahmekommission vom 21. Juli 2015, Rz. 26.

¹⁶ The Swatch Group AG verfügt noch über ein sog. Opting-Up, vgl. Art. 10 der Statuten, wonach die Angebotspflicht erst entsteht, wenn der Grenzwert von 49% der Stimmrechte überschritten ist.

¹⁷ CHABLOZ ISABELLE, Opting out ou quand l’offre obligatoire rate sa cible, AJP/PJA 2018, 272.

¹⁸ Siehe aber die 16 IPO seit 2016, wovon eine Gesellschaft ein Opting-Up (Sensirion Holding AG) und drei Gesellschaften ein Opting-Out (Medartis Holding AG, WISKey International Holding Ltd und VAT Group AG) aufweisen.

¹⁹ Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, L 142/12 vom 30. April 2004; vgl. zur Gesetzgebungsgeschichte der Richtlinie DAENIKER DANIEL, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, 122.

²⁰ Art. 5 Abs. 3 der Übernahmerichtlinie.

heitenschutz.²¹ Auch in der EU ist die Angebotspflicht mit Preisvorschriften gekoppelt, wobei die Bezahlung einer Kontrollprämie ausgeschlossen ist.

Ausnahmen zur Angebotspflicht finden sich in der Übernahmerichtlinie selber nicht. Namentlich ist die Möglichkeit eines Opting-Out darin nicht erwähnt. Die Übernahmerichtlinie erlaubt es aber den Mitgliedstaaten, abweichende Regelungen zu erlassen, sofern gewisse Grundsätze wie insbesondere die Gleichbehandlungspflicht und der Schutz bei Kontrollübernahmen eingehalten werden.²² Auf den ersten Blick erscheint es fraglich, ob das Schweizer Übernahmerecht punkto Angebotspflicht dem europäischen Recht entspricht. Dieser Befund ist anhand von einigen ausgewählten europäischen Jurisdiktionen zu überprüfen.

2.1 UK Recht

Öffentliche Übernahmen sind im Vereinigten Königreich im City Code geregelt. Der City Code sieht vor, dass Ausnahmen von der Angebotspflicht gemäss Rule 9 nur auf Gesuch vom Panel on Takeovers and Mergers gewährt werden. Erwähnenswert ist das sog. „whitewash“²³, wonach das Panel den Anbieter unter gewissen Voraussetzungen von der Angebotspflicht befreien kann. Eine dieser Voraussetzungen ist die Zustimmung der unabhängigen Aktionäre an einer Generalversammlung. Ferner kann das Panel einen Anbieter von der Angebotspflicht befreien, sofern Aktionäre, welche 50% oder mehr der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, schriftlich bestätigen, ein allfälliges Übernahmeangebot nicht anzunehmen.²⁴ Aktionäre können in gewissen Fällen also auf den Schutz der Angebotspflicht verzichten. Anders als unter dem Schweizer Übernahmerecht ist dies jedoch nur einzelfallweise und in gesetzlich vorgesehenen Situationen möglich, wobei es letztlich im Ermessen des Panel steht, ob der Anbieter tatsächlich von der Angebotspflicht befreit wird.

2.2 Deutsches Recht

Das deutsche WpÜG und die WpÜG-Angebotsverordnung statuieren gewisse Tatbestände, in denen die Angebotspflicht gestützt auf einen Entscheid der deut-

²¹ „[...] zum Schutz der Minderheitsaktionäre dieser Gesellschaft zur Abgabe eines Angebots verpflichtet ist“.

²² Art. 4 Abs. 5 i.V.m. Art. 3 Abs. 1 der Übernahmerichtlinie; vgl. hinten Ziff. II.

²³ Notes on dispensation from Rule 9, no. 1 und Appendix 1, Whitewash Guidance Note des City Code on Takeovers and Mergers, 12th ed. vom 12. September 2016.

²⁴ Notes on dispensation from Rule 9, no. 5 (a) und (b) des City Code.

schen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) entfällt.²⁵ Dabei handelt es sich um Befreiungsgründe wie die Erlangung der Kontrolle bspw. durch Erbschaft, Schenkung oder im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft. Diese sind mit in der Schweiz gesetzlich umschriebenen Ausnahmebeständen²⁶ vergleichbar, nicht jedoch mit dem Opting-Out.

2.3 Österreichisches Recht

Das österreichische ÜbG sieht verschiedene Ausnahmen von der Angebotspflicht vor. Wie das schweizerische Übernahmerecht beinhaltet das ÜbG bemerkenswerterweise auch ein übergangsrechtliches Opting-Out: Bis zum Ablauf eines Jahres nach Inkrafttreten des Gesetzes bestand für Gesellschaften die Möglichkeit mittels Satzungsänderung zu beschliessen, dass die Vorschriften über die Pflichtangebote keine Anwendung finden.²⁷ Ferner können Gesellschaften die Ausübung der Stimmrechte im Sinne eines satzungsmässigen Höchststimmrechts auf höchstens 30% beschränken, was zur Anwendung einer Ausnahme von der Angebotspflicht infolge fehlender Vermittlung eines beherrschenden Einflusses führt.²⁸ Das österreichische Übernahmerecht erlaubt also gewisse Ausnahmen von der Angebotspflicht durch Satzungsänderung, darunter früher und vor der Inkraftsetzung der Übernahmerichtlinie das übergangsrechtliche (aber bloss dieses) Opting-Out.²⁹

2.4 Holländisches Recht

Das holländische Übernahmerecht kennt verschiedene Ausnahmen zur Angebotspflicht.³⁰ So muss etwa ein Anbieter dann kein Angebot unterbreiten, wenn

²⁵ § 36 f. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 20. Dezember 2001 i.V.m. § 9 Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27. Dezember 2001.

²⁶ Siehe Art. 136 FinfraG und Art. 40 ff. FinfraV-FINMA.

²⁷ § 3 der Schluss- und Übergangsbestimmungen des Bundesgesetzes betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz – ÜbG), Fassung vom 24. Mai 2018.

²⁸ § 24 Abs. 2 Ziff. 3 ÜbG; dieser Ausnahmetatbestand wird in der Lehre als überschüssend kritisiert, vgl. GALL MARIO, § 24 N 19 ff. m.w.H., in: HUBER (Hrsg.), Kommentar Übernahmegesetz, 2. Aufl., Wien 2016.

²⁹ Das ÜbG trat am 1. Januar 1999 in Kraft, mithin zu einem Zeitpunkt, in welchem in der EU erst ein Richtlinienvorschlag vorlag. Von der Möglichkeit der Einführung des Opting-Out bis zum 31. Dezember 1999 machten in der Folge bloss zwei Gesellschaften Gebrauch (Jahresbericht 2000 der Übernahmekommission gem. Übernahmegesetz 1998 vom 20. März 2001, 3). Für die Zwecke der eingangs gestellten Frage lässt sich aus dem österreichischen Recht daher nichts ableiten.

³⁰ Art. 5:70 ff. Wet op het financieel toezicht vom 28. September 2006.

die Generalversammlung der Zielgesellschaft frühestens drei Monate vor dem Kontrollerwerb der entsprechenden Transaktion zustimmt. Das relevante Quorum für dieses „whitewash“ beträgt 90% der von unabhängigen Aktionären abgegebenen Stimmen.³¹ Eine Ausnahmeregelung i.S. eines generellen Opting-Out ist dem holländischen Übernahmerecht hingegen fremd.

2.5 Folgerung

Ohne alle europäischen Jurisdiktionen überprüft zu haben, scheint es, dass in der Umsetzung der Richtlinie zur Angebotspflicht ein zwar beachtliches Spektrum von Regelungen entstanden ist, das Opting-Out vor dem IPO und das generelle nachträgliche Opting-Out jedoch nicht anzutreffen sind. Bemerkenswert erscheint das österreichische übergangsrechtliche Opting-Out³² insofern als gesagt werden kann, dass das Institut und der Begriff des Opting-Out nicht eine rein helvetische Angelegenheit sind. Insgesamt entsteht aber in den europäischen Jurisdiktionen bei Kontrolltransaktionen generell eine Angebotspflicht, und die Bezahlung einer Prämie an die kontrollierenden Eigner ist untersagt. Im europäischen Recht ist also in diesem Bereich ganz zugunsten der Minderheitsaktionäre entschieden worden.

II. Eurokompatibilität des Opting-Out

Zu fragen ist zunächst, ob die Übernahmerichtlinie einem Mitgliedstaat die Einführung eines Opting-Out erlauben würde. Mitgliedstaaten ist es unter Einhaltung gewisser Grundsätze (darunter der Minderheitenschutz) erlaubt, von der Übernahmerichtlinie abweichende Regelungen zu erlassen.³³ Die generelle Möglichkeit unter dem Schweizer Übernahmerecht, Anbieter von der Angebotspflicht bloss mittels Generalversammlungsbeschluss zu entbinden, schwächt den Minderheitenschutz und würde grundsätzlich wohl als richtlinienwidrig angesehen.³⁴

³¹ Art. 2 Abs. 1 Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft vom 25. Januar 2008; vgl. in diesem Zusammenhang die Minderheitsdefinition bezüglich nachträglich eingeführte Opting-Out im Schweizer Übernahmerecht in Verfügung der Übernahmekommission 686/01 vom 20. März 2018, Rz. 8.

³² Vgl. FN 29.

³³ Vgl. Ziff. I.2.

³⁴ So auch schon zum Entwurf der 13. Richtlinie VON DER CRONE HANS CASPAR/FRAUENFELDER JRENA, Die Angebotspflicht im Entwurf der 13. Richtlinie und in ausgewählten Europäischen Staaten, in: FORSTMOSER et al. (Hrsg.), Der Einfluss des europäischen Rechts auf die Schweiz, FS Roger Zäch,

Weiter ist zu fragen, ob nicht das schweizerische Übernahmerecht in Sachen Schutz der Minderheitsaktionäre dem europäischen Recht gleichwertig ist und ob dies nicht ausreicht, die Eurokompatibilität zu bejahen. In gewissen europäischen Richtlinien findet sich das Konzept der Gleichwertigkeit. Gleichwertigkeit wird dort vorausgesetzt, damit eine (aus Sicht EU) ausländische Gesetzgebung für den Zugang der ausländischen Rechtssubjekte zum EU-Markt anerkannt wird. In der Übernehmerichtlinie findet sich dieses Konzept nicht, doch lässt sich m.E. sagen, dass die durch die Praxis entwickelten Schweizer Regeln zum nachträglichen Opting-Out, welche einen gewissen Minderheitenschutz gewährleisten, tendenziell als gleichwertig einzustufen wären. In Bezug auf das Übergangsrechtliche Opting-Out und jenes vor der Kotierung ist dies allerdings zu bezweifeln, weil die Minderheit in jenen Fällen schutzlos war bzw. ist.

Schliesslich ist allgemein nach dem Stellenwert der Eurokompatibilität zu fragen. Gesetzgebungsvorhaben in der Schweiz werden seit gut 20 Jahren auf ihre Europakompatibilität überprüft, wobei ein automatischer Nachvollzug abgelehnt und eine Einzelfallbeurteilung unter Berücksichtigung der besonderen Interessenslage bevorzugt wird.³⁵ Auch die Botschaft zum BEHG – dem Vorgängererlass des FinfraG – enthält ein Kapitel über das Verhältnis zum internationalen Recht, wobei seinerzeit erst ein Entwurf einer Richtlinie betreffend Übernahmeangebote vorlag.³⁶ Die Gleichwertigkeit der Regeln zum Minderheitenschutz mit dem britischen „City Code“ wurde bestätigt.³⁷ Ausführungen zur Eurokompatibilität des Opting-Out finden sich in den amtlichen Verlautbarungen jedoch nicht.

Zürich 1999, 509 f.; die Eurokompatibilität des Opting-Out lässt sich auch nicht mit dem Übergangsrechtlichen österreichischen Opting-Out oder mit dem Institut des sog. „whitewash“ begründen, vgl. betreffend Österreich FN 29 und POZNIAK GREGOR, Börserechtliche Überlegungen zu den Opting-out-Klauseln im neuen Übernahmegesetz, ÖBA 1/99, 47 f. sowie betreffend UK und Holland FN 1 und Ziff. I.2.1 und Ziff. I.2.4.

³⁵ Siehe Europabericht 2006 des Bundesrates vom 28. Juni 2006, BBl 2006, 6831 f.; es wird lediglich sichergestellt, dass „keine unüberlegte und unbegründete Abweichung zwischen der Schweizer Rechtsordnung und dem Gemeinschaftsrecht entsteht“, was einen einzelfallweisen Verzicht auf Europakompatibilität zulässt.

³⁶ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993, 1433; die Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7512, hält bloss abstrakt fest, dass mit dem FinfraG eine gegenüber der EU äquivalente schweizerische Regulierung geschaffen wurde.

³⁷ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993, 1389.

III. Schlussfolgerungen

Die Antwort auf die eingangs gestellte Frage, ob das Opting-Out mit dem europäischen Recht vereinbar ist, hängt davon ab, welche Anforderungen man an die Eurokompatibilität stellt. Die Möglichkeit eines generellen Opting-Out widerspricht der Übernehmerrichtlinie, in welcher Angebotspflicht und Verbot einer Kontrollprämie ein Strukturelement des Minderheitenschutzes darstellen. Insofern besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen dem europäischen und dem schweizerischen Recht. Das generelle Opting-Out verhindert auch, dass das schweizerische Recht dem europäischen Recht als gleichwertig betrachtet werden kann, wobei das nachträgliche Opting-Out nach gegenwärtiger Spruchpraxis in der Schweiz einen gleichwertigen Minderheitenschutz aufweisen dürfte. Weder als dem europäischen Recht entsprechend noch als gleichwertig dürfte aber die Möglichkeit des generellen Opting-Out vor dem IPO oder das übergangsrechtliche Opting-Out betrachtet werden. Das verbleibende Bedenken, dass die Unterschiedlichkeit des schweizerischen Rechts punkto Opting-Out gegenüber der EU zu wirtschaftlichen Nachteilen für den Standort Schweiz führt, lässt sich m.E. aber nicht auf gesicherte Erkenntnisse abstützen.³⁸ Dies wäre jedoch notwendig, weil die gesetzliche Abschaffung des Opting-Out einem nicht unwesentlichen Eingriff in die Rechtsposition des Kontrollaktionärs gleichkäme. Somit lässt sich eine Forderung nach Abschaffung des Instituts des Opting-Out allein unter Verweis auf die Eurokompatibilität bzw. auf nicht überprüfte Standortnachteile zur Zeit kaum begründen. Der Ruf nach Eurokompatibilität könnte hierfür bloss – aber immerhin – ein zusätzliches Argument hergeben.³⁹ Allerdings gilt es, die Entwicklung im Auge zu behalten. Im Fall Sika AG sind Stimmen ertönt, welche das Opting-Out in Kombination mit Stimmrechtsaktien als toxisch für den Finanzplatz Schweiz bezeichneten. Auch ist richtig, dass das 2013 eingeführte Verbot der früher bestehenden limitierten Kontrollprämie den Anreiz für ein Opting-Out erhöht, in welcher gar eine unlimitierte Kontrollprämie möglich ist.⁴⁰ Es gilt also wachsam zu bleiben, um zu vermeiden, dass sich

³⁸ Es ist jedoch anzumerken, dass die Abschaffung der Kontrollprämie seinerzeit mit allgemeinen – und soweit ersichtlich, unbelegten – Aussagen zur Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes begründet wurde (Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6883 f. und 6890 f.). Gleichermassen liesse sich auch bezüglich Opting-Out argumentieren.

³⁹ In der Tat lässt sich trefflich darüber streiten, ob das schweizerische Opting-Out aus Sicht Corporate Governance noch aufrechterhalten bleiben sollte. Ein Beitrag aus diesem Blickwinkel ist hier aber nicht beabsichtigt.

⁴⁰ CHABLOZ (FN 17), 277 ff.

der Schweizer Finanzplatz ins Abseits manövriert und von internationalen Investoren gemieden wird.