

Umstrittene Vinkulierung

Die Vinkulierung – heisses Eisen der Aktienrechtsreform

Wider Erwarten ist in der nun eingeläuteten letzten Phase der schweizerischen Aktienrechtsreform die Vinkulierungsproblematik zum Thema Nummer eins geworden. An der Frage, unter welchen Voraussetzungen und mit welchen Konsequenzen Aktiengesellschaften die Käufer ihrer Papiere ablehnen dürfen,

scheiden sich die Geister, wobei der Graben quer durch das bürgerliche Lager führt. Im folgenden seien vorerst kurz die heutige Ordnung und ihre Mängel in Erinnerung gerufen. Anschliessend werden die Vorschläge für eine Reform einer kritischen Prüfung unterzogen.



Von
Dr. Peter
Forstmoser,
Professor an der
Universität Zürich

Das geltende Recht erlaubt es den Aktiengesellschaften bekanntlich, in ihren Statuten vorzusehen, es könne einem Aktienkäufer die Eintragung im Aktienbuch – und damit die Mitgliedschaft – «ohne Angabe von Gründen verweigert werden» (OR 686 II). «Ohne Angabe von Gründen» ist zwar nicht gleichzusetzen mit «willkürlich». Wo aber kein Grund bekanntgegeben wird, ist es auch praktisch unmöglich, ein willkürliches Vorgehen zu rügen. In der Tat sind denn auch keine Gerichtsentscheide bekannt, die einem abgelehnten Aktienkäufer ein Recht auf Beitritt gewährt hätten.

Wird der Käufer abgelehnt oder stellt er überhaupt kein Eintragungsgesuch, so bleibt bis auf weiteres der bisherige Aktionär, der im Aktienbuch eingetragene «Buchaktionär», stimmberechtigt. In der Praxis wird diese Konsequenz zwar oft nicht befolgt (Buchaktionäre werden bei Publikumsgesellschaften meist nicht zur Generalversammlung eingeladen), doch hat das Bundesgericht vor wenigen Monaten im Rahmen der Auseinandersetzung Usgo-Schweri das Stimmrecht des Buchaktionärs ausdrücklich bestätigt.

Mittel zur Verteidigung des Status quo?

Der abgelehnte Erwerber bleibt freilich nicht völlig rechtlos: Er erhält die Aktientitel und vor allem das Recht auf die beschlossene Dividende und einen allfälligen Liquidationserlös. Man hat diese Aufteilung von Rechten zwischen Verkäufer und Erwerber als «Spaltung» bezeichnet. Der Ausdruck ist irreführend: Die Mitgliedschaft als solche wird nicht gespalten, sie bleibt vielmehr beim «Buchaktionär». Auf den Erwerber gehen nur die jeweiligen Gläubigerrechte über, Rechte, die zwar aufgrund der Mitgliedschaft entstanden sind, die sich aber von ihr völlig gelöst haben und die sich nicht von anderen Forderungsrechten gegenüber der Gesellschaft unterscheiden.

Die skizzierte Ordnung gilt für alle Aktiengesellschaften, ihre Wirkung ist aber unterschiedlich:

– *Publikumsgesellschaften* bringt die Vinkulierung einen – freilich nicht absoluten – Schutz vor feindlichen Übernahmen. Gestärkt werden die Verwaltung und das Management, die einem Raider den Eintritt in die Gesellschaft verwehren können.

– Bei der *privaten AG* mit einigen wenigen Aktionären ist das Ziel ebenfalls die Abwehr unerwünschter Dritter. Die Bindung hat hier aber noch einen fatalen Nebeneffekt: Während bei Publikumsgesellschaften trotz Vinkulierung stets ein Markt für die Aktien besteht, sind vinkulierte Namenaktien einer privaten Gesellschaft oft *unverkäuflich*. Der Minderheitsaktionär wird damit der Mehrheit wehrlos ausgeliefert.

Montreux

Mängel der heutigen Ordnung

Die heutige Ordnung ist – freilich erst in letzter Zeit – erheblicher und berechtigter Kritik ausgesetzt gewesen: Gerügt wurde vor allem das *Stimmrecht des Buchaktionärs*: Es ist in der Tat schwer verständlich, dass in einer Kapitalgesellschaft noch immer mitbestimmen können soll, wer seine Investition abgestossen und keinerlei finanziellen Interessen mehr hat.

Kritisiert wurde sodann die *Beeinträchtigung der Handelbarkeit* durch die Vinkulierung: Auf die faktische Unverkäuflichkeit von vinkulierten Namenaktien kleinerer Gesellschaften ist bereits hingewiesen worden. Bei Publikumsgesellschaften besteht diese Gefahr zwar nicht. Die Einengung des potentiellen Käuferkreises führt aber immerhin dazu, dass die Kurse gedrückt werden und der verkaufswillige Aktionär das Potential seines Papiers nicht voll realisieren kann. Der – in Einzelfällen bis zu 100% gehende – *Ecart* zwischen kotierten Namen- und Inhaberaktien schweizerischer Gesellschaften und die fast traditionelle Unterbewertung ihrer (Namen-)Aktien sprechen hier eine deutliche Sprache.

Nebenbei bemerkt: Die infolge strenger Vinkulierungsvorschriften billigen Aktien müssen für einen potentiellen Raider geradezu als Einladung wirken. Insofern ist die «Abwehrmassnahme» der Vinkulierung oft *kontraproduktiv*.

Eine dritte Kritik galt der *fehlenden Transparenz*:

– Ein Dritter hat keine Möglichkeit, im voraus abzuklären, ob er als Aktionär gehen kann. Zwar haben alle kotierten Gesellschaften Richtlinien für die Eintragung in das Aktienregister aufgestellt und den Börsen bekanntgegeben. Allgemein zugänglich sind diese Richtlinien aber nicht, und nicht selten wird die Eintragungspraxis intern als «vertraulich» klassifiziert! Auch ist es den Gesellschaften unbenommen, die Eintragungskriterien jederzeit und mit sofortiger Wirkung zu ändern.

– Das Fehlen von Transparenz wird aber auch seitens der *Gesellschaften* beklagt: Eine Meldepflicht fehlt auch für Aktienkäufer grossen Stils; Verwaltung und auch Management tappen oft monatelang im dunkeln, bevor sich ein «Raider» zu erkennen gibt oder – was nicht selten ist – sich der Übernahmever such als Chimäre entpuppt.

Was ist die Antwort der gesetzgeberischen Instanzen auf diese Unzulänglichkeiten? Die Entwicklung der Reformarbeiten ist bemerkenswert:

In den frühen Stadien der pendenten Aktienrechtsreform wurde die Vinkulierungsproblematik überhaupt nicht aufgegriffen, und noch im «Vorschlag für eine Teilrevision des Aktienrechtes» von 1972 fehlt jeder Hinweis.

Eine erste Regelung findet sich im *Vorentwurf von 1975*: Die Möglichkeiten der Vinkulierung sollten für die *private Aktiengesellschaft eingeschränkt* werden, für *Gesellschaften mit börsenkotierten Papieren* dagegen wie bis anhin völlig frei bleiben.

Entwürfe von Bundes- und Nationalrat

Eine für alle Gesellschaften geltende Beschränkung der Vinkulierung sah erstmals der *bundesrätliche Entwurf von 1983* vor: Die Ablehnung eines Aktienwerbes sollte im künftigen Recht grundsätzlich nur noch aus bestimmten Gründen – zur Erhaltung des schweizerischen Charakters der Gesellschaft, zur Abwehr der Konkurrenz und aus anderen wichtigen und in den Statuten umschriebenen Gründen – möglich sein, im übrigen nur dann, wenn dem Veräusserer die Übernahme seiner Aktien zum wirklichen Wert oder Börsenkurs angeboten wurde.

Der bundesrätliche Entwurf wollte im weiteren die *Spaltung «überwinden»*. Dies, indem erklärt wurde, es sollten bis zur Zustimmung der Gesellschaft zur Übertragung «das Eigentum an den Aktien und alle damit verknüpften Rechte beim Veräusserer» bleiben, übersehen wurde, dass dies schlicht *das Ende der börsenkotierten vinkulierten Namenaktien* bedeutet hätte: Bei Ablehnung des Erwerbers durch die Gesellschaft wäre das Erwerbsgeschäft nichtig und rückgängig zu machen gewesen. Eine solche Rückabwicklung eines Kaufs nach Tagen, Wochen oder Monaten aber ist an der Börse undenkbar.

Der *Nationalrat* machte sich seine Aufgabe leicht: Er erkannte zwar den Geburtsfehler des bundesrätlichen Vorschlags, konnte sich aber nicht zu einer Neuordnung durchringen, sondern begnügte sich damit, die entsprechende Bestimmung für *nicht zwingend* zu erklären. Die Gesellschaften hätten es damit in der Hand gehabt, hinsichtlich der Übertragung durch eine *statutarische Bestimmung* bei der heutigen Ordnung zu bleiben, und den Publikumsgesellschaften wäre gar nichts anderes übriggeblieben.

Vorschlag der ständerätlichen Kommission

Durch die seitherigen Entwicklungen – vor allem bei *Sulzer*, dann aber auch bei *Bâloise*, *GF*, *Hero*, *UTH* und weiteren Gesellschaften – ist die Vinkulierungsproblematik für Publikumsgesellschaften unvermittelt ins Zentrum gerückt. Die *ständerätliche Kommission* hat sich daher entschlossen, die Frage nochmals von Grund auf zu studieren. Hearings wurden durchgeführt, zahlreiche Vorschläge geprüft. Das Resultat ist – wie schon im Vorentwurf von 1975 – eine *Zweiteilung* zwischen Publikumsgesellschaften und «privaten» Aktiengesellschaften, nun freilich mit *umgekehrten Vorzeichen*: Für die privaten Aktiengesellschaften sollen die Möglichkeiten der Vinkulierung zwar eingeschränkt, aber doch im relativ weiten Rahmen des bundesrätlichen Entwurfs beibehalten werden. Für Publikumsgesellschaften sollen dagegen nur noch zwei Ablehnungsgründe möglich sein: die *Ausländereigenschaft* und das *Überschreiten einer Höchstzahl* von Namenaktien in einer Hand. Allen Gesellschaften soll es sodann unbenommen sein, Erwerber ohne Grundangabe abzulehnen, wenn dem Veräusserer die Übernahme seiner Aktien zum echten Wert bzw. Börsenkurs angeboten wird.

In der Tendenz erscheint dieser neueste Entwurf sinnvoll, in seiner konkreten Ausgestaltung freilich bedarf er dringend der nochmaligen Überarbeitung.

Mühe mit der Ausgestaltung

Verfehlt ist schon das *Abgrenzungskriterium*: Nach dem Entwurf soll die besondere Regel für Publikumsgesellschaften dann zur Anwendung kommen, wenn «Namenaktien an der Börse erworben» worden sind. Grössere Aktienpakete werden oft nicht über die Börse gekauft, sondern direkt vom bisherigen Halter. Vor allem aber kommt es auch dann, wenn ein Börsenauftrag erteilt wird, keineswegs zwangsläufig zu einem Börsengeschäft: Bekanntlich besteht in der Schweiz kein Börsenzwang. Die Börse dient vielen nur dem Spitzenausgleich, wobei es – vom Anleger wie von der Gesellschaft aus gesehen – rein zufällig ist, ob ein Auftrag (ganz oder teilweise) über die Börse geht, oder ob er bankintern abgewickelt wird.

Die vorgeschlagene Abgrenzung würde also dazu führen, dass für Gesellschaften mit börsenkotierten Papieren je nach Art des Kaufs unterschiedliche Vinkulierungsbestimmungen gelten würden und die Anwendbarkeit der einen oder anderen Regelung vom Zufall abhinge. Richtigerweise müsste daher das Kriterium das der *Kotierung*, und nicht das der börsenmässigen *Abwicklung* des Geschäfts sein.

Auch dies wäre aber *unbefriedigend*. Die Qualifikation als Publikumsgesellschaft sollte sich vielmehr danach richten, ob die in Frage stehenden Papiere an einem *anonymen Markt* gehandelt werden. Damit müssten jedenfalls auch *vorbörslich* gehandelte Aktien der Sonderregelung unterstellt werden, da zwischen dem Handel an der Börse und dem an der Vorbörse in dieser Hinsicht nur ein zeitlicher Unterschied liegt.

Doch ist es ohnehin fraglich, ob nicht überhaupt ein *anderes Kriterium* als das des Börsenhandels für die Abgrenzung zu wählen ist: Als Folge einer Perfektionierung des elektronischen Handels könnten nämlich auch Publikumsgesellschaften in Zukunft dazu übergehen, die Kotierung oder den *vorbörslichen Handel* ihrer Aktien (oder zumindest der Namen-

aktien) aufzuheben. Die gesetzliche Ordnung würde damit ins Leere stossen.

Nur am Rande erwähnt sei, dass auch in weiteren Punkten der Vorschlag der Ständeratskommission *nochmals überdacht* werden sollte. So ist etwa vorgesehen, dass ein Erwerber seine Rechte aus der Aktie (und namentlich das Dividendenrecht) nur geltend machen kann, wenn er als Aktionär anerkannt worden ist. Wird er abgelehnt, geht das Dividendenrecht jedoch nicht einfach unter; es erlischt vielmehr erst ein Jahr nach der Fälligkeit, kann also von einem späteren – genehmen – Erwerber innerhalb der Jahresfrist noch geltend gemacht werden. Dies ist an sich billig, führt aber dazu, dass sich die *Zahl der börsenkotierten Namenaktien verdoppeln* wird. Jede vinkulierte Namenaktie müsste nämlich künftig mit und ohne Dividende gehandelt werden, ein ganz erheblicher Mehraufwand in der ohnehin schon komplizierten und teuren Abwicklung des Handels mit vinkulierten Papieren.

Materiell wäre sodann einerseits zu überlegen, ob es wirklich richtig ist, auch Publikumsgesellschaften die Möglichkeit einer *Ablehnung ohne Grundangabe* bei gleichzeitiger Übernahme der Aktien zum echten Wert bzw. Börsenwert zu gestatten, andererseits, ob die beiden genannten *Ablehnungskriterien* genügen oder ob der Ausschluss von Konkurrenten allenfalls ein zulässiges Kriterium auch bei Publikumsgesellschaften bleiben sollte.

Eine unlösbare Aufgabe

Da keiner der vorliegenden Reformvorschläge voll zu befriedigen vermag, fragt es sich, ob nicht eine *Alternative* möglich ist.

Vorab: Eine Ideallösung, die den Gesellschaften und ihrer Verwaltung die Kontrolle des Aktionärskreises gestatten und zugleich im Interesse realistischer Aktienkurse die freie Handelbarkeit garantieren würde, gibt es natürlich nicht. Wohl aber glaube ich, es könne ein gangbarer Kompromiss gefunden werden, der erheblich einfacher wäre als das bisher vorgeschlagene:

Dabei müsste man sich freilich lösen von einem *Dogma*, das bis heute die rechtspolitische Diskussion beherrschte: nämlich dem, es gelte, die *«Spaltung zu überwinden»*.

Weshalb die Spaltung schädlich sein soll, ist bisher nie überzeugend dargetan

worden, und es ist dies auch kaum ersichtlich:

Mit der Spaltung lässt sich leben

«Spaltung» bedeutet nichts anderes als die *Loslösung künftiger Forderungsrechte* und ihre separate Übertragung, wie sie in anderen Rechtsgebieten problemlos möglich sind: So kann ohne weiteres das Recht auf künftige Mietzinse durch Abtretung auf einen Dritten übergehen. Wenn aber bei der weit stärker auf die Person der Beteiligten bezogenen Miete die getrennte Verfügung über künftige Forderungsrechte zulässig ist, dann ist nicht einzusehen, weshalb diese gleiche «Abtretung» gerade beim typischerweise unpersönlichen Aktionärsverhältnis verpönt sein soll.

Mit der Spaltung lässt sich leben – heute wie in Zukunft: Veräusserer und Erwerber nehmen sie bewusst in Kauf, und der Gesellschaft kann es grundsätzlich gleich sein, an welche Adresse sie die künftigen Dividenden zu schicken hat. (Für die Ausnahmefälle, in denen es eine AG trotz allem für nötig erachtet, die Abtrennung der künftigen Dividendenrechte zu unterbinden, wird im übrigen die Möglichkeit bestehen bleiben, Aktien als *Recta-Aktien* auszugestalten und die Übertragung statutarisch zu beschränken. Nur gehören solche Papiere – entgegen einer heutigen Unsitte – nicht an die Börse.)

Wenn also die sogenannte *Spaltung* beibehalten bleiben kann, so heisst dies nicht, die heutige Ordnung sei überhaupt nicht zu korrigieren. Vielmehr ist eine Reihe von Mängeln zu beseitigen:

Für die Zukunft *nicht haltbar* ist vorab das *Stimmrecht des Buchaktionärs*: Sachlich richtig ist es vielmehr, dem Veräusserer das Stimmrecht abzuspochen, unabhängig davon, ob es durch den Erwerber ausgeübt werden kann. In der Praxis tun dies zahlreiche Gesellschaften schon jetzt, doch ist dieses Vorgehen kürzlich gerichtlich nach geltendem Recht für unrechtmässig erklärt worden.

Die Streichung der Buchaktienstimmen darf freilich nicht dazu führen, dass die Stimmkraft der Namenaktionäre insgesamt durch den Aufkauf von Namenaktien seitens nicht genehmer Erwerber gewissermassen erodiert wird. Eine sinnvolle Korrektur bringt diesbezüglich die im ständerätlichen Entwurf vorgesehene Möglichkeit, die ruhenden Aktienstim-

(Fortsetzung auf Seite 13)

(Fortsetzung von Seite 11)

men den stimmberechtigten Namenaktien – den Ja- und den Nein-Stimmen, aber auch den Stimmenthaltungen und den nicht vertretenen Aktien – *proportional zuzurechnen*.

Hinsichtlich des *Bezugsrechts* gilt es, eine unglückliche neuere Gerichtspraxis zu korrigieren: In einem Entscheid, dem ein sehr spezieller Sachverhalt zugrunde lag, hat nämlich das Bundesgericht erklärt, die Bezugsrechte verblieben zur Gänze beim Buchaktionär. Dies führt zum stossenden Ergebnis, dass der Veräusserer – wenn das Bezugsrecht den Erwerber neuer Aktien unter dem Markt- oder Börsenpreis erlaubt – wirtschaftlich einen Teil dessen unentgeltlich zurückerhält, was er verkauft hat. Dies kann nicht richtig sein und ist auch keineswegs eine logische Folge der «Spaltung»: Vielmehr

dient das Bezugsrecht dazu, an neu auszugebenden Aktien *gleiche Rechtsverhältnisse* zu schaffen wie an den bisherigen, was bedeutet, dass auch auf die neuen Aktien die «Spaltung» zur Anwendung kommen muss, dass also der Aktienerwerber die wirtschaftlichen Vorteile des Bezugsrechts (und nur sie) muss ausüben können. Es ist ihm also – und die Praxis von Publikumsgesellschaften sorgt schon heute dafür – die Möglichkeit einzuräumen, sein Bezugsrecht zu verwerten. Auch müsste ihm an neuen Aktien das Recht auf die beschlossene Dividende und ein allfälliger Liquidationserlös eingeräumt werden.

Endlich ist die *Transparenz* in zweierlei Hinsicht zu verbessern: – seitens der *Gesellschaft* insofern, als die *Ablehnung von Aktienerwerb*

künftig nicht mehr ohne Grundangabe möglich sein darf. Die bisherigen Vorschläge scheinen mir diesbezüglich sinnvoll;

– aber auch hinsichtlich der *Aktienkäufer*: Die Gesellschaften sollten die Möglichkeit erhalten, statutarisch eine Meldepflicht zu Lasten der Erwerber einer grösseren Anzahl Aktien vorzusehen.

Mit diesen Berichtigungen wäre zwar keine ideale, aber immerhin eine relativ einfache Lösung geschaffen, die auf Bewährtem basiert und die Mängel der heutigen Ordnung weitgehend beseitigt. Es ist zu hoffen, dass die Räte noch den Elan aufbringen, die Schwächen des bisherigen Rechts wie auch der Reformvorschläge zu eliminieren und eine funktionsfähige und einfache Ordnung für die Zukunft zu schaffen.