

Severin Roelli\*

## Ausweitung des Übernahmerechts auf Tochtergesellschaften kotierter Unternehmen?

Besprechung der Verfügung 600/01 der Übernahmekommission vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG

### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Erwägungen und Entscheid
  1. Opting out
  2. Übertragungsvereinbarung/Vorabbeschluss zu Abwehrmassnahmen
- III. Erläuterungen
  1. Erweiterter Anwendungsbereich der Angebotspflicht nach Art. 32 ff. BEHG?
  2. Zulässigkeit von selektiven Opting outs unter der «aktuellen Praxis» der UEK
  3. Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen der Generalversammlung zu Abwehrmassnahmen
  4. Zur Anwendbarkeit von Art. 37 UEV und dessen Auslegung im Falle einer Ungleichbehandlung der Aktionäre
- IV. Bedeutung für die Praxis

### Kernsätze

1. Bleibt eine Aktionärsgruppe im Rahmen einer komplexen Transaktion mit einer dem 5. Abschnitt des BEHG unterstehenden Gesellschaft zwar unter dem angebotspflichtigen Schwellenwert von 33⅓% der Stimmrechte, werden ihr aber diverse Einflussmöglichkeiten und Vetorechte auf der Ebene der operativen Tochtergesellschaften der kotierten Gesellschaft gewährt, dann ist nicht auszuschliessen, dass eine solche Transaktion als Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert werden könnte, was die Frage einer allfälligen Angebotspflicht aufwerfen würde.
2. Die Aktionäre verzichten mit einem Opting out, das sich auf eine bestimmte Transaktion bezieht, nur partiell auf ihr Ausstiegsrecht, weshalb ein in diesem Sinn selektives Opting out einen weniger starken Eingriff in ihre Rechte bedeutet als ein generelles Opting out und unter dem Aspekt des Anlegerschutzes daher ebenfalls zulässig ist. Die namentliche Nennung von «Begünstigten» in einer Opting out-Klausel bedeutet eine Ungleichbehandlung, welche durch das Gesell-

schaftsinteresse an der Transaktion zu rechtfertigen ist.

3. Beschliesst die Generalversammlung Abwehrmassnahmen per Vorabbeschluss, also ausserhalb eines konkreten Angebotes, so ist vorauszusetzen, dass sie den Vorabbeschluss wieder aufheben kann. Eine zeitliche Einschränkung der Aufhebbarkeit des Vorabbeschlusses ist zulässig, wenn diese verhältnismässig ist.

### I. Sachverhalt

Die Kaba Holding AG mit Sitz in Rümlang («Kaba») ist eine im Main Standard der SIX Swiss Exchange AG kotierte Aktiengesellschaft. Kaba verfügt über 19 Tochtergesellschaften, welche in verschiedenen Ländern ansässig und ihrerseits an weiteren Tochtergesellschaften beteiligt sind («Kaba Gruppe»). 26 Familienaktionäre halten insgesamt knapp 20% der Kaba-Aktien (zusammen «Kaba-Familienaktionäre»). Die weiteren Kaba-Aktien befinden sich im Publikumsbesitz.

Die Familie Mankel beherrscht über verschiedene Zwischengesellschaften (alle zusammen «Familie Mankel Gruppe») 100% der DORMA Holding GmbH+Co. KGaA, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien nach deutschem Recht, und damit die von dieser gehaltenen operativen Tochtergesellschaften (DORMA Holding GmbH+Co. KGaA zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften die «Dorma Gruppe»). Unter den Zwischengesellschaften befinden sich u.a. die Mankel Industriebeteiligungs GmbH+Co. KGaA («Mankel Industriebeteiligung») sowie die DORMA Beteiligungs-GmbH, wobei die Mankel Industriebeteiligung die direkte Mutter (100% der Anteile) und die DORMA Beteiligungs-GmbH die einzige persönlich haftende Gesellschafterin der DORMA Holding GmbH+Co. KGaA ist.

Die Familie Mankel Gruppe und Kaba beabsichtigen, die Kaba Gruppe und die Dorma Gruppe zusammenzuschliessen («Transaktion»). Gestützt auf eine Transaktionsvereinbarung wurde vereinbart, die Transaktion durch Einbringung der operativen Gesellschaften der

\* Severin Roelli ist Rechtsanwalt bei Pestalozzi in Zürich. Er dankt Herrn Nikolaus Paumgartner für seine hilfreiche Unterstützung bei der Verfassung dieses Beitrags.

Kaba in die DORMA Holding GmbH+Co. KGaA zu bewirken, welche nach der Einbringung in dorma+kaba Holding GmbH+Co. KGaA umfirmiert werden soll («Joint Venture Gesellschaft»). Anschliessend soll Kaba mit 52,5 % und die Mankel Industriebeteiligung mit 47,5 % an der Joint Venture Gesellschaft beteiligt sein. Zudem soll Kaba einerseits 52,5 % der Anteile an der DORMA Beteiligungs-GmbH erwerben, welche anschliessend in dorma+kaba Beteiligungs-GmbH umfirmiert werden soll. Andererseits soll die Mankel Industriebeteiligung im Rahmen einer genehmigten Kapitalerhöhung Kaba-Aktien erwerben, so dass sie in der Folge mit 9,06 % des Aktienkapitals an Kaba beteiligt ist. Kaba soll nach Vollzug der Transaktion in dorma+kaba Holding AG umbenannt werden.

Die Transaktion ist u.a. bedingt durch ihre Genehmigung durch die Generalversammlung der Kaba, inkl. ein in die Statuten aufzunehmendes Opting out, welches sicherstellen soll, dass die Transaktion bzw. die kontrollrelevanten Elemente keine gesetzliche Angebotspflicht der zukünftigen Poolaktionäre (wie nachstehend definiert) auslöst («Opting out»).

Nach Vollzug der Transaktion soll die Familie Mankel Gruppe mit voraussichtlich 21 der Kaba Familienaktionäre einen Aktionärsbindungsvertrag mit Vetorechten, Stimmpflichten sowie Vorkaufsrechten abschliessen («Poolvertrag»). Die am Poolvertrag beteiligten Aktionäre («Poolaktionäre») werden dabei zusammen voraussichtlich 27,3 % der Stimmrechte an Kaba halten.

Des Weiteren soll Kaba mit der Mankel GmbH (welche ebenfalls zur Familie Mankel Gruppe gehört und die direkte Muttergesellschaft der DORMA Beteiligungs-GmbH ist) resp. der Mankel Industriebeteiligung eine Übertragungsvereinbarung («Übertragungsvereinbarung») abschliessen, welche gestützt auf einen Beschluss der Generalversammlung der Kaba in deren Statuten aufgenommen werden soll. Die Übertragungsvereinbarung räumt der Familie Mankel Gruppe für den Fall, dass ein Dritter eine Beteiligung von mehr als 33⅓ % an Kaba erwirbt oder ein öffentliches Übernahmeangebot auf Kaba unterbreitet, das Recht ein, 2,6 % an der Joint Venture Gesellschaft und 2,6 % an der DORMA Beteiligungs-GmbH – und somit die Mehrheit an diesen beiden Gesellschaften – zu erwerben. Die Übertragungsvereinbarung bezwecke, das industrielle Erbe der Familie Mankel vor missliebigen Zugriffen Dritter zu schützen und sei zwingende Voraussetzung dafür, dass die Familie Mankel die Mehrheit an der Mankel Gruppe im Rahmen der Transaktion aufbe.

Mit Datum vom 26. März 2015 (ergänzt durch eine Eingabe vom 16. April 2015) reichten Kaba und die Familie Mankel Gruppe in der Folge im Zusammenhang mit der beabsichtigten Transaktion bei der UEK ein Gesuch um Feststellung der Zulässigkeit des Opting out sowie der Übertragungsvereinbarung ein und ersuchten um

die Bestätigung der UEK, dass bei einem Beschluss der Generalversammlung über die Aufhebung des Vorabbeschlusses betreffend die Übertragungsvereinbarung bzw. deren Genehmigung die Stimmrechte aller an der entsprechenden Generalversammlung vertretenen Aktionäre wirksam abgegeben werden können. Die UEK hiess das Gesuch mit Verfügung vom 22. April 2015 gut.

Für weitere Ausführungen zum Sachverhalt sei hierbei aufgrund des begrenzten Umfangs der vorliegenden Besprechung auf die Verfügung der UEK verwiesen<sup>1</sup>.

## II. Erwägungen und Entscheid

### 1. Opting out

Die UEK führt einleitend aus, dass der Vollzug der Transaktion zwar nicht dazu führe, dass die Poolaktionäre (deren Gesamtbeteiligung voraussichtlich nur rund 27,3 % der Stimmrechte betragen wird) die angebotspflichtige Schwelle von 33⅓ % der Stimmrechte an Kaba überschreiten. Aufgrund der komplexen Transaktionsstruktur mit ihren diversen Einflussmöglichkeiten und Vetorechten der Familie Mankel Gruppe sowohl auf Ebene der Kaba als auch auf Ebene der Joint Venture Gesellschaft sei jedoch nicht auszuschliessen, dass die Transaktion als Durchführung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert werden könnte, was gleichzeitig die Frage einer allfälligen Angebotspflicht aufwerfen würde. Das vorgeschlagene Opting out käme dem allerdings zuvor<sup>2</sup>.

In der Folge bestätigt die UEK ihre bisherige Praxis, dass ein Opting out übernahmerechtlich gültig ist, wenn (1) die Aktionäre transparent über die Einführung des Opting out und dessen Folgen informiert werden und (2) die Mehrheit der vertretenen Stimmen sowie der Minderheitsaktionäre an der Generalversammlung dem Opting out zustimmen<sup>3</sup>.

Auch hinsichtlich der Anforderungen an die Transparenz sowie hinsichtlich der Ermittlung des Abstimmungsergebnisses hält die UEK an der bisherigen Praxis fest, wobei vorliegend die Transparenzvoraussetzungen<sup>4</sup> eingehalten seien und als Minderheit sämtliche Aktionäre der Kaba mit Ausnahme der Poolaktionäre gelten würde<sup>5</sup>.

Die UEK qualifiziert das vorliegende Opting out anschliessend als selektives Opting out, da der Kreis der durch das Opting out Begünstigten auf die Poolaktionäre eingegrenzt werde. Diese sollen in Bezug auf den Vollzug der Transaktion, auf Änderungen innerhalb des

<sup>1</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N A–M.

<sup>2</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 1.

<sup>3</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 3.

<sup>4</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 4 ff.

<sup>5</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 7 f.

Pools und auf den Vollzug der Übertragungsvereinbarung von der Angebotspflicht befreit werden<sup>6</sup>. Die UEK führt diesbezüglich aus, dass gemäss älterer Praxis sowohl formell als auch materiell selektive Opting outs grundsätzlich ungültig waren<sup>7</sup> und die Frage der Gültigkeit eines selektiven Opting out unter der aktuellen Praxis noch nicht entschieden worden sei<sup>8</sup>.

Der aktuellen Praxis liege der Gedanke zugrunde, dass die transparent aufgeklärten (Minderheits-)Aktionäre selbst entscheiden sollen, ob sie die Vor- oder Nachteile eines Opting out stärker gewichten. Dabei werde besonderen Wert darauf gelegt, dass die Aktionäre über eine allenfalls bereits geplante Transaktion informiert werden, damit sie ihre Interessensabwägung in Kenntnis und unter Berücksichtigung dieser Transaktion vornehmen können. Vor diesem Hintergrund schein es als sachgerecht, auch ein Opting out zuzulassen, welches sich nur auf eine bestimmte Transaktion bezieht. Da die Aktionäre mit einem solchen Opting out nur partiell – nämlich mit Bezug auf diese Transaktion und damit zusammenhängenden Mutationen – auf ihr gesetzliches Ausstiegsrecht verzichten, würde ein selektives Opting out einen weniger starken Eingriff in die Rechte der Aktionäre bedeuten, als ein «generelles» Opting out und sei daher unter dem Aspekt des Anlegerschutzes ebenfalls zulässig<sup>9</sup>.

In diesem Zusammenhang sei zudem nicht zu beanstanden, dass das in Frage stehende Opting out auch Erwerbe im Nachgang der Transaktion erfasst, die zu Änderungen der Mehrheitsverhältnisse innerhalb des Aktionärspools, in dessen Zusammensetzung oder bzgl. der direkten Gesamtbeteiligung der Poolaktionäre an Kaba führen, solange die Gesamtbeteiligung nicht 33⅓ % der Stimmrechte an Kaba übersteigt. Mit dieser Einschränkung werde sichergestellt, dass das selektive Opting out nicht dazu eingesetzt werden kann, dass nachträglich die angebotspflichtige Schwelle von 33⅓ % überschritten wird<sup>10</sup>.

Bei diesem Ergebnis werde gemäss UEK nicht übersehen, dass die Nennung von «Begünstigten» in einer Opting out-Klausel zu einer Ungleichbehandlung der Aktionäre führe. Besagte Ungleichbehandlung rechtfertige sich jedoch durch das im Zusammenhang mit der Transaktion entstehende Wertsteigerungspotential und das dadurch begründete Gesellschaftsinteresse<sup>11</sup>.

In Bestätigung der bisherigen Praxis führt die UEK schliesslich aus, dass Art. 22 Abs. 3 BEHG und die diesbezüglich entwickelte Praxis der UEK auf die Aufhebung eines Opting out bzw. auf ein Opting in keine Anwendung finde und daher Beschlüsse über die Ände-

rung/Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung von dem Erreichen einer qualifizierten ⅔-Mehrheit der vertretenen Stimmen abhängig gemacht werden können<sup>12</sup>.

## 2. Übertragungsvereinbarung/Vorabbeschluss zu Abwehrmassnahmen

Gemäss UEK qualifizieren alle Handlungen der zuständigen Organe, die bei objektiver Betrachtungsweise geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern, als Abwehrmassnahmen. Die Übertragungsvereinbarung schrecke offensichtlich und unbestritten potentielle Anbieter ab, da im Falle eines Kontrollwechsels über Kaba diese die Kontrolle über die Joint Venture Gesellschaft (und über die DORMA Beteiligung-GmbH) und damit über alle operativen Tochtergesellschaften verlieren würde. Daher sei die Übertragungsvereinbarung zur Verhinderung von Übernahmeangeboten geeignet und stelle eine Abwehrmassnahme dar<sup>13</sup>.

Art. 29 Abs. 2 BEHG besagt, dass der Verwaltungsrat von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Rechtsgeschäfte beschliessen darf, die den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändern würden; Beschlüsse der Generalversammlung unterliegen dieser Beschränkung nicht und dürfen ausgeführt werden, unabhängig davon, ob sie vor oder nach der Veröffentlichung des Angebots gefasst wurden.

Da die Übertragungsvereinbarung von der Generalversammlung beschlossen resp. genehmigt werden soll, bevor ein öffentliches Übernahmeangebot veröffentlicht wird, handle es sich vorliegend um einen Vorabbeschluss zu Abwehrmassnahmen. Solche Vorabbeschlüsse seien allerdings nicht unproblematisch, da sie die Aktionäre in ihrer Entscheidung über die Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebotes beschränken würden, ohne dass im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Anbieter oder der Inhalt des öffentlichen Kaufangebotes bekannt sind. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft könne die Tragweite eines solchen Beschlusses schwer zu überschauen sein<sup>14</sup>.

Beschliesst die Generalversammlung per Vorabbeschluss Abwehrmassnahmen, so sei gemäss UEK daher vorauszusetzen, dass die Generalversammlung die betreffenden Abwehrmassnahmen wieder aufheben kann. Andernfalls würde sie sich mit einer mit dem Zweck des Übernahmerechts nicht vereinbaren Weise der Möglichkeit entledigen, über ein späteres Angebot frei zu entscheiden. Gemäss UEK läge damit ein Fall der übermässigen

<sup>6</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 9.

<sup>7</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 10.

<sup>8</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 11.

<sup>9</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 12.

<sup>10</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 13.

<sup>11</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 14.

<sup>12</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 15 ff.

<sup>13</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 23 f.

<sup>14</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 28.

Selbstbindung im Sinne von Art. 27 ZGB vor, welcher auch auf Gesellschaftsbeschlüsse Anwendung finde<sup>15</sup>.

Vorliegend kann die auf die Übertragungsvereinbarung anwendbare (zu beschliessende) Statutenbestimmung bis zum 31. Dezember 2018 mit 75 % und danach mit mehr als 50 % der an der entsprechenden Generalversammlung vertretenen Stimmen aufgehoben werden. Die UEK führt diesbezüglich aus, dass das Mehrheitserfordernis von 75 % zwar eine erhebliche Einschränkung der Aufhebungsmöglichkeit bedeute, da die Poolaktionäre mit ihrer Beteiligung von voraussichtlich 27,3 % der Stimmrechte an Kaba einen allfälligen Aufhebungsbeschluss und damit jede missliebige Übernahme verhindern können. Da ab 1. Januar 2019 das einfache Mehr der vertretenen Stimmen zur Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung genügt, sei die Einschränkung der Aufhebbarkeit aufgrund ihrer zeitlichen Beschränkung allerdings als verhältnismässig zu qualifizieren. Einerseits könne dadurch sichergestellt werden, dass der beabsichtigte Zusammenschluss während einer Integrationsphase vollzogen werden kann, ohne dass der Prozess durch einen Kontrollwechsel unterbrochen wird. Andererseits würde den Aktionären für die darauffolgende Phase die Möglichkeit der Aufhebung der fraglichen Statutenbestimmung erhalten bleiben<sup>16</sup>.

In Bezug auf die Vereinbarkeit mit Art. 37 UEV<sup>17</sup> hält die UEK in Bestätigung der bisherigen Praxis fest, dass es unerheblich sei, ob die betreffende Massnahme vor oder nach der Angebotsveröffentlichung ergriffen wird. Zudem sei Art. 37 UEV grundsätzlich auch auf Beschlüsse der Generalversammlung anwendbar. Die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts müsse dabei aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar sein und es sei nicht auf die Unterscheidung Nichtigkeits-/Anfechtungsgrund abzustellen<sup>18</sup>.

Zur Beurteilung, ob Gesellschaftsrecht verletzt sei, sei wiederum das Gesellschaftsinteresse zu berücksichtigen, da Abwehrmassnahmen ohne Effizienzsteigerung für die Gesellschaft nicht sachlich begründet seien und dadurch Gesellschaftsrecht verletzen würden<sup>19</sup>. Daneben sei auch das Gleichbehandlungsgebot eine gesellschaftsrechtliche Schranke für Abwehrmassnahmen<sup>20</sup>.

Vorliegend widerspreche der Vorabbeschluss allerdings weder dem Gesellschaftsinteresse, da die Transaktion vom Verwaltungsrat und der Geschäftsführung der Kaba als im langfristigen Interesse der Gesellschaft gewertet wurde und sich der Verwaltungsrat – welcher sich zur

Bestätigung der Angemessenheit der Transaktion und der Übertragungsvereinbarung zudem auf externe Berater abgestützt hat – nicht im Interessenskonflikt befinde. Hinzu komme, dass die Aktionäre der Kaba über die Transaktion einschliesslich der Übertragungsvereinbarung anlässlich einer ausserordentlichen Generalversammlung abstimmen können. Noch bewirke der Vorabbeschluss eine ungerechtfertigte Ungleichbehandlung, da die Familie Mankel Gruppe nicht in ihrer Stellung als Aktionärin sondern als Drittpartei im Rahmen der Transaktion begünstigt und die Übertragungsvereinbarung durch eine entsprechende Prämie zugunsten von Kaba berücksichtigt werde<sup>21</sup> und die Transaktion nach sachlichen Kriterien im Interesse der Kaba und deren Aktionäre gewürdigt wurde<sup>22</sup>.

Schliesslich hält die UEK fest, dass die Übertragungsvereinbarung keine übernahmerechtlichen Bestimmungen verletze und dass entsprechend antragsgemäss festgestellt werden kann, dass der Abschluss der Übertragungsvereinbarung übernahmerechtlich gültig sei, unabhängig vom Zeitpunkt des Vollzugs. Weiter bestätigt die UEK, dass bei dem Beschluss der Generalversammlung über die Aufhebung des Vorabbeschlusses betreffend die Übertragungsvereinbarung bzw. deren Genehmigung die Stimmrechte aller an der entsprechenden Generalversammlung vertretenen Aktionäre wirksam abgegeben werden können<sup>23</sup>.

### III. Erläuterungen

#### 1. Erweiterter Anwendungsbereich der Angebotspflicht nach Art. 32 ff. BEHG?

Im Hinblick auf das Opting out fällt zunächst die Ausführung der UEK auf, dass aufgrund der komplexen Transaktionsstruktur mit ihren diversen Einflussmöglichkeiten und Vetorechten der Familie Mankel Gruppe sowohl auf Ebene der Kaba als auch auf Ebene der Joint Venture Gesellschaft nicht auszuschliessen sei, dass die Transaktion als Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert werden könne, was wiederum die Frage einer allfälligen Angebotspflicht auslösen würde.

Die UEK anerkennt jedoch gleichzeitig, dass der Vollzug der Transaktion nicht zu einer Überschreitung der ange-

<sup>15</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 29.

<sup>16</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 34.

<sup>17</sup> Art. 37 UEV: Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen, stellen unzulässige Massnahmen im Sinne von Artikel 29 Abs. 3 BEHG dar.

<sup>18</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 36.

<sup>19</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 37.

<sup>20</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 38.

<sup>21</sup> Vorliegend wird der Anteil der Familie Mankel Gruppe an der kombinierten Gruppe – anstelle mit einem industriebezogenen EBITDA Multiplikator von 12 – mit einem EBITDA Multiplikator von 10 bewertet. Die Differenz in der Bewertung entspreche hierbei der Prämie zugunsten von Kaba, welche aufgrund u.A. der Übertragungsvereinbarung, den Vetorechten und der Governance Struktur vereinbart wurde.

<sup>22</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 39 ff.

<sup>23</sup> Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, N 42.

botspflichtigen Schwelle von 33⅓ % der Stimmrechte der Kaba durch die Poolaktionäre führe, da deren Gesamtbeteiligung unmittelbar nach Vollzug der Transaktion 27,3 % der Stimmrechte der Kaba betragen wird. Zudem werde aufgrund der Beschränkung der Anwendbarkeit des Opting out auf eine maximale Gesamtbeteiligung der Poolaktionäre von 33⅓ % der Stimmrechte<sup>24</sup> sichergestellt, dass das Opting out auch nicht dazu eingesetzt werden kann, um nachträglich (nach Vollzug der Transaktion) die angebotspflichtige Schwelle von 33⅓ % der Stimmrechte der Kaba zu überschreiten. Somit ist klar, dass der fragliche Kontrollwechsel in keinem Fall auf der Ebene der Kaba Aktionäre erfolgen wird. Da die Poolaktionäre die Zusammensetzung der Verwaltungsrates im Rahmen ihrer maximalen Gesamtbeteiligung von 33⅓ % der Stimmrechte (zumindest rechtlich) auch nicht kontrollieren, kann auch kein (indirekter) Kontrollwechsel über den Verwaltungsrat der Kaba erfolgen.

Die Frage der UEK, ob die Transaktion als Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziere, kann sich m.E. daher nicht auf einen Kontrollwechsel auf der Ebene der Kaba beziehen, sondern bloss auf einen solchen auf der Ebene der Joint Venture Gesellschaft. Interessanterweise prüft die UEK die Frage des Kontrollwechsels nicht nur im Zusammenhang mit dem Vollzug der Übertragungsvereinbarung<sup>25</sup>, sondern bereits im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Zusammenschluss, unter welchem die Kaba mit 52,5 % die Mehrheit der Stimmrechte an der Joint Venture Gesellschaft halten wird. Wenn die UEK daher trotz der 52,5 % Mehrheit der Kaba die Frage der Kontrolle über die Joint Venture Gesellschaft vor Vollzug der Übertragungsvereinbarung stellt, kann dies nur zwei Gründe haben: Entweder erachtet die UEK auch bei nicht-kotierten (Tochter-)Gesellschaften eine Beteiligung von 33⅓ % der Stimmrechte als Kontrollbeteiligung oder sie qualifiziert die vertraglichen Vetorechte, welche der Familie Mankel Gruppe<sup>26</sup> im Hinblick auf die Joint Venture Gesellschaft gewährt wurden, als kontrollbegründend. In casu muss das die Kontrolle begründende Element die Gewährung der Vetorechte sein. Bei privaten Gesellschaften gibt es keinen Grund, die Kontrolle bereits bei 33⅓ % der Stimmrechte anzusetzen, v.a.

dann nicht, wenn ein anderer Aktionär mehr als 50 % der Stimmrechte hält.

Mit Blick auf den Geltungsbereich des Übernahmerechts<sup>27</sup> vermag die Berücksichtigung des Kontrollwechsels auf Ebene der nicht-kotierten Joint Venture Gesellschaft nun allerdings zu überraschen. Gemäss Gesetzeswortlaut umfasst dieser nur öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an Zielgesellschaften, die ganz oder teilweise in der Schweiz (haupt-)kотиert sind<sup>28</sup>.

Eine mögliche Erklärung wäre, dass die UEK stillschweigend an jene Praxis anknüpft, welche sie im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot auf die Aktien der Clair Finanz Holding AG – einer nicht-kotierten Gesellschaft, die aus einem Spin-off von der kotierten Mövenpick Holding AG stammte – entwickelt hat. Demnach muss «... danach gefragt werden, ob der in concreto zu beurteilende Sachverhalt – allerdings abstrakt betrachtet – wertungsmässig nicht der Situation entspricht, die das Gesetz durch eine ausdrückliche Regelung erfasst hat, und ob sich diese gesetzliche Regelung aber eben im Hinblick auf die Nichteinbeziehung des zu beurteilenden, wertungsmässig gleichgelagerten Sachverhalts, nicht als zu eng erweist [...]. Kommt man zum Schluss, dass eine teleologische Lücke vorliegt, muss die Antwort auf die Rechtsfrage allenfalls praeter verba, sed secundum rationem legis, also zwar ausserhalb des Wortlauts, aber gemäss Sinn und Zweck des Gesetzes, gesucht werden»<sup>29</sup>.

Unter diesem Ansatz würde sich erklären, weshalb die UEK den Kontrollwechsel über das operative Geschäft der Kaba, welches zu 100 % in die nicht-kotierte Joint Venture Gesellschaft eingebracht wird, dem Anwendungsbereich von Art. 32 BEHG unterstellt. Oder in anderen Worten, weshalb die UEK die Statutenbestimmung über das selektive Opting out, die Sachverhalte betrifft, die nicht zu einer Überschreitung von 33⅓ % der Kaba-Stimmrechte durch die Poolaktionäre führen können, als übernahmerechtlich gültig bezeichnet und nicht – mangels Feststellungsinteresse – nicht auf das Gesuch der Poolaktionäre eingetreten ist<sup>30</sup>.

Im Hinblick auf die künftige Praxis der UEK kann m.E. somit nicht ausgeschlossen werden, dass weitere<sup>31</sup> Kon-

<sup>24</sup> Vgl. § 5a Opting out, lit b) der Kaba Statuten nach erfolgter Statutenänderung.

<sup>25</sup> Der Vollzug der Übertragungsvereinbarung wird explizit in der Opting out-Klausel als von der Ausnahme von der Angebotspflicht betroffen aufgeführt. Er führt zu einer Beteiligung der Familie Mankel Gruppe von über 50 % der Stimmrechte an der Joint Venture Gesellschaft.

<sup>26</sup> Vgl. *Die einmalige Gelegenheit, die Marktposition bedeutend zu stärken*: Informationsbroschüre für die Aktionärinnen und Aktionäre von Kaba zum geplanten Zusammenschluss – Governance-Struktur nach Vollzug der Transaktion – Zwischenholding (DORMA Holding GmbH + Co. KGaA), 20 f. und Anhang 3 und 4, 24 f.

<sup>27</sup> Vgl. hierfür RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2014, N 15 ff.; PASCAL RÜEDI, *Der örtliche und sachliche Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmerechts*, Diss. Bern 2011, N 578 ff.; URS SCHENKER, *Schweizerisches Übernahmerecht*, Bern 2009, 209 ff.

<sup>28</sup> Art. 22 Abs. 1 BEHG.

<sup>29</sup> Empfehlung 188/01 vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz Holding AG, Erw. 1.3.4.

<sup>30</sup> Vgl. zum fehlenden Feststellungsinteresse z.B. die Verfügung 543/01 vom 7. August 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach AG, Erw. 3.

<sup>31</sup> Die UEK hat mit den nachfolgenden Entscheiden eine Praxis entwickelt, unter welcher auch nicht-kotierte Titel unter das Übernahmerecht fallen: Empfehlung 188/01 vom 31. März 2004 i.S. Clair

stellationen von Kontrollwechseln, welche nicht auf der Ebene der kotierten Gesellschaft erfolgen, den Bestimmungen von Art. 32 ff. BEHG unterstehen<sup>32</sup>.

Es fragt sich diesbezüglich jedoch, welche Erfordernisse erfüllt sein müssen, damit eine Transaktion auf Ebene einer Tochtergesellschaft von der UEK potentiell als Implementierung eines Kontrollwechsels bei gleichzeitiger Umgehung der Angebotspflicht qualifiziert wird. Vorliegend scheint die Unterstellung unter die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG gerechtfertigt, da die gesamte Kaba Gruppe, d.h. das gesamte operative Geschäft der Kaba, über die Joint Venture Gesellschaft abgewickelt wird und infolgedessen ein Kontrollwechsel auf Ebene der Joint Venture Gesellschaft einem Kontrollwechsel auf Ebene der Kaba ökonomisch sehr nahe kommt. Die von der UEK beurteilten öffentlichen Angebote auf Aktien von nicht-kotierten Gesellschaften, die aus Spin-offs von kotierten Gesellschaften stammen<sup>33</sup>, geben einen Hinweis darauf, dass sich auch bei Kontrollwechseln über blosser Teile kotierten Gesellschaften die Anwendung des Übernahmerechts rechtfertigt. Bei der Transaktion um die Clair Finanz Holding AG wurden Aktiven im Wert von knapp der Hälfte der Bilanzsumme der konsolidierten Gruppe abgespalten<sup>34</sup> und danach Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebots. Es liegt jedoch an der UEK derartige Kriterien aufzustellen, um Klarheit für die Übernahmepraxis zu erzeugen.

## 2. Zulässigkeit von selektiven Opting outs unter der «aktuellen Praxis» der UEK

Wie bereits durch ein obiter dictum<sup>35</sup> sowie in einem Aufsatz<sup>36</sup> angekündigt, bestätigt die UEK vorliegend erstmals explizit die Zulässigkeit von selektiven Opting outs im Rahmen der «aktuellen Praxis»; dies allerdings nur für Opting outs, die sich auf eine spezifische Transaktion beziehen. Als Voraussetzungen zur Gültigkeit von selektiven Opting outs stützt sich die UEK dabei auf die in Bezug auf generelle Opting outs aufgestellten Kriterien der Transparenz sowie der Zustimmung der Mehrheit der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der Minderheit in der Generalversammlung<sup>37</sup>.

In dem eingangs erwähnten Aufsatz haben die Autoren festgehalten, dass das Gleichbehandlungsgebot formell selektiven Opting outs zwar gewisse Schranken setze, zeitlich befristete Opting outs und solche, die sich auf eine bestimmte Transaktion beziehen, unter diesem Gesichtspunkt aber wohl zulässig seien<sup>38</sup>. Daran anknüpfend nimmt die UEK vorliegend eine Abwägung zwischen der Ungleichbehandlung der Aktionäre und dem Gesellschaftsinteresse an der Transaktion vor, wobei sie sich in Bezug auf die Feststellung des Gesellschaftsinteresses einzig auf die Beurteilung der Transaktion durch den Verwaltungsrat der Kaba stützt.

Es ergibt sich somit als zusätzliche Voraussetzung von im Rahmen von Transaktionen einzuführenden selektiven Opting outs, dass die durch das in Frage stehende Opting out begründete Ungleichbehandlung der Aktionäre durch ein entsprechendes Gesellschaftsinteresse zu rechtfertigen ist. Ob zu dessen Nachweis tatsächlich stets die Beurteilung der Transaktion durch die Organe der betreffenden Gesellschaft ausreichend ist, ist m.E. fraglich.

Darüber hinaus lässt die UEK die Frage unbeantwortet, ob neben den formell selektiven auch materiell selektive Opting outs zulässig sind.

## 3. Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen der Generalversammlung zu Abwehrmassnahmen

Anhand der vorliegenden Verfügung beschäftigt sich die UEK zudem mit der in der Lehre kontrovers diskutierten Frage, ob Beschlüsse der Generalversammlung betreffend Abwehrmassnahmen im Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG, welche vor der Veröffentlichung eines Angebots gefasst werden, zulässig sind<sup>39</sup>.

Die UEK bestätigt die vorherrschende Lehre, wonach aufgrund des klaren Wortlauts von Art. 29 Abs. 2, 2. Satz BEHG die Generalversammlung jederzeit, also vor sowie nach Veröffentlichung des Angebotes, Abwehrmassnahmen gültig beschliessen kann. In Anerkennung der in der Lehre vorgebrachten Kritik<sup>40</sup> an Vorabbeschlüs-

Finanz Holding AG; Empfehlung 365/01 i.S. Eichhof Getränke Holding AG vom 5. Mai 2008; Verfügung 406/01 vom 17. März 2009 i.S. Hammer Retex Holding AG. Vgl. zudem zum Ganzen RÜEDI (FN 27), N 590 ff.

<sup>32</sup> Anderer Ansicht: RÜEDI (FN 27), N 633, gemäss welchem «offensichtlich und nicht bestreitbar» ist, dass für den Verkauf von Aktiven und Passiven der 5. Abschnitt des BEHG nicht anwendbar ist.

<sup>33</sup> Vgl. FN 31.

<sup>34</sup> Vgl. Angebotsprospekt der Carlton-Holding AG vom 17. Juni 2004, 4.

<sup>35</sup> Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 i.S. Advanced Digital Broadcast Holding, Erw. 4.1.

<sup>36</sup> LUC THÉVENOZ/LUKAS ROOS, Opting out, in: RUDOLF TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich/Basel/Genf 2014, 49 f.

<sup>37</sup> Erstmals aufgestellt in: Verfügung 518/01 vom 11. Oktober 2012 i.S. Advanced Digital Broadcast Holding; Bestätigt in: Verfügung

594/01 vom 5. März 2015 i.S. Sika AG; Verfügung 539/01 vom 24. Juni 2013 i.S. Logan Capital AG; Verfügung 531/01 vom 26. April 2013 i.S. Perfect Holding SA; Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 i.S. Leclanché S.A. mit Bezug auf Opting ups.

<sup>38</sup> THÉVENOZ/ROOS (FN 35), 49 f.; dabei halten sie zudem fest, dass ein «Opting out, welches die Angebotspflicht (zeitlich unbefristet und unabhängig von einer bestimmten Transaktion) zu Gunsten einer bestimmten Person wegbeding, mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung unvereinbar» sei.

<sup>39</sup> Von der UEK als sog. Vorabbeschlüsse zu Abwehrmassnahmen bezeichnet.

<sup>40</sup> Vgl. bspw. HANS CASPAR VON DER CRONE, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: RUDOLF TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000; JRENA FRAUENFELDER, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art 29 BEHG, Diss. Zürich 2001; CAROLA LEA GEHRER, Statuarische Abwehrmassnahmen gegen Über-

sen, müssen diese, im Sinne einer Gültigkeitsvoraussetzung<sup>41</sup>, jederzeit mit der Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen aufhebbar sein. Ein Vorabbeschluss, der der Gültigkeitsvoraussetzung nicht entspricht, würde die Generalversammlung in einer mit dem Zweck des Übernahmerechts nicht zu vereinbarenden Weise der Möglichkeit entledigen, über ein späteres Angebot frei zu entscheiden. Die Gültigkeitsvoraussetzung relativiert die UEK dann sogleich wieder. Sie lässt nämlich Einschränkungen der Aufhebbarkeit zu, solange diese verhältnismässig sind. Die in casu beabsichtigte zeitliche Staffelung des Quorums für die Aufhebung des Vorabbeschlusses (75 % der vertretenen Stimmen bis 31. Dezember 2018, danach 50 % der vertretenen Stimmen) erachtet die UEK als verhältnismässig.

Dies mag zu erstaunen. Die Aufhebbarkeit des Vorabbeschlusses unter den nach Vollzug der Transaktion bestehenden Beteiligungsverhältnissen wird bis zum 31. Dezember 2018 faktische gänzlich ausgeschlossen sein. Das heisst mit anderen Worten, dass Kaba bis Ende 2018 dem Unternehmenskontrollmarkt<sup>42</sup> gänzlich entzogen sein wird. Vor dem Hintergrund, dass ein funktionierender Unternehmenskontrollmarkt den Aktionären eine gewisse Gewähr dafür leistet, dass ein Unternehmen möglichst effizient geführt wird, da ein konstanter Übernahmepressure das Management zu besseren Leistungen anhält<sup>43</sup>, ist es fraglich, ob gerade ein Ausschluss von Kaba aus dem Unternehmenskontrollmarkt für die Dauer der Umsetzung des beabsichtigten Zusammenschlusses gerechtfertigt ist. Es ist nicht einzusehen, weshalb gerade die effiziente Umsetzung von Unternehmenszusammenschlüssen der Kontrolle der Aktionäre entzogen werden soll. Daran kann auch der Umstand nichts ändern, dass die Aktionäre der Kaba über die Umsetzung der Transaktion anlässlich der Generalversammlung entscheiden können<sup>44</sup>. Wie die UEK in ihrer Verfügung festhält, kann auch ein Gesellschafterbeschluss zu einer übermässigen Selbstbindung nach Art. 27 ZGB führen, und die Zustimmung zu einer solchen heilt die Übermässigkeit der Bindung nicht.

nahmen – Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, SSHW 2003, 33; JAKOB HÖHN/CHRISTOPH LANG/SEVERIN ROELLI, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011, N 71.

<sup>41</sup> Neben der Voraussetzung gemäss Art. 37 UEV.

<sup>42</sup> Gemäss Empfehlung 293/02 vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer AG, Erw. 3.2.2, besteht der Zweck des Börsengesetzes unter anderem darin, die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten (Art. 1 BEHG). Im Hinblick auf die Regulierung öffentlicher Kaufangebote steht dabei die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes im Vordergrund, da Übernahmeangebote «das Werkzeug» des Unternehmenskontrollmarktes darstellen. Vgl. dazu auch HÖHN/LANG/ROELLI (FN 39), N 18 ff.

<sup>43</sup> Empfehlung 67/01 vom 13. Juli 2000 i.S. Intersport PSC Holding AG, Erw. 2.3.

<sup>44</sup> Vgl. Fazit der UEK in N. 43 der Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 i.S. Kaba Holding AG, gemäss welchem die UEK folgert, dass es nicht Sache der UEK sei, zu entscheiden, ob die Transaktion im Interesse der Kaba und des jeweiligen Aktionärs liegt.

Während die UEK einige wichtige Fragen im Zusammenhang mit der Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen beantwortet, bleiben einzelne Punkte ungeklärt resp. ergibt sich eine Reihe von Fragen für die Praxis:

- Vor dem Hintergrund, dass die UEK die Zulässigkeit von Einschränkungen der jederzeitigen Aufhebbarkeit von Vorabbeschlüssen transaktionsspezifisch auf ihre Verhältnismässigkeit prüft, erscheint es fraglich, ob Einschränkungen der jederzeitigen Aufhebbarkeit von Vorabbeschlüssen, die nicht im Zusammenhang mit einer konkreten Transaktion getroffen werden, überhaupt möglich sind.
- Unbeantwortet bleibt die Formfrage. Der vorliegende Vorabbeschluss wird bei Genehmigung durch die Generalversammlung zwar zum Statuteninhalt, aber die UEK äussert sich nicht zu einer generellen Notwendigkeit der Aufnahme des Vorabbeschlusses in die Statuten. M.E. sind derartige Vorabbeschlüsse zu deren Gültigkeit klar in die Statuten aufzunehmen<sup>45</sup>. Dafür spricht alleine schon das Transparenzgebot des Übernahmerechts.
- Zuletzt sei noch zu bemerken, dass sich die UEK auch nicht zum Erfordernis der Bestimmtheit der Vorabbeschlüsse äussern musste. M.E. hat der Vorabbeschluss, dessen Umsetzung dem Verwaltungsrat obliegt, einem hohen Masse an Bestimmtheit zu genügen<sup>46</sup>. Nicht genügend bestimmte Vorabbeschlüsse, deren Umsetzung dem Verwaltungsrat obliegen, können ansonsten als gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen in Sinne von Art. 29 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 36 UEV qualifiziert werden.

#### 4. Zur Anwendbarkeit von Art. 37 UEV und dessen Auslegung im Falle einer Ungleichbehandlung der Aktionäre

Die UEK bestätigt zudem erstmals, dass Art. 37 UEV auch auf Beschlüsse der Generalversammlung allgemein und wie vorliegend insbesondere auch auf Vorabbeschlüsse anwendbar ist. Als Voraussetzung zu deren Gültigkeit kommt somit hinzu, dass diese nicht offensichtlich gegen Gesellschaftsrecht verstossen.

<sup>45</sup> Gleicher Ansicht bspw. PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, 843; STEPHAN WERLEN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Diss. Zürich 2001, 274; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG): Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Diss. Basel 1998, 291 f.

<sup>46</sup> Diese Ansicht vertritt ebenfalls die wohl herrschende Lehre. Vgl. bspw. BÖCKLI (FN 44), 843; SCHENKER (FN 27), 621; DIETER DUBS, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, 51; FRAUENFELDER (FN 39), 130.

Im Hinblick auf die diesbezügliche Prüfung bestätigt die UEK einerseits ihre bisherige Praxis<sup>47</sup>. Gleichzeitig fügt sie als neues «Prüfungskriterium» das Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre hinzu, was im Hinblick darauf, dass vorliegend die Familie Mankel Gruppe auch in ihrer Funktion als Aktionärin der Kaba von der Abwehrmassnahme profitieren wird, begrüßenswert ist.

#### IV. Bedeutung für die Praxis

Wie obenstehend erläutert, bestätigt die besprochene Verfügung einerseits die Zulässigkeit formell selektiver Opting outs im Zusammenhang mit spezifischen Transaktionen und führt zur Klärung der bisher kontrovers diskutierten Frage, ob und unter welchen Umständen Vorabbeschlüsse der Generalversammlung zu Abwehrmassnahmen zulässig sind. Gleichzeitig wirft die vorliegende Verfügung allerdings auch eine Vielzahl von Fragen auf, insbesondere ob die im 5. Abschnitt des BEHG statuierte Angebotspflicht in gewissen Fällen auch auf Kontrollwechsel in nicht-kotierten Tochtergesellschaften von kotierten Gesellschaften Anwendung findet.

---

<sup>47</sup> Vgl. bspw. Verfügung 540/01 vom 25. Juli 2013 i.S. Schmolz + Bickenbach AG, Erw. 9; Empfehlung 343/03 vom 20. Dezember 2007 i.S. Implenia AG, Erw. 2.1.1.4; Empfehlung 249/05 vom 23. August 2005 i.S. Saia-Burgess Electronics AG, Erw. 1.3.3.