

Opting-out

Theorie und Praxis
im schweizerischen Übernahmerecht

Dissertation
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Matthias P. A. Müller
von Zürich

genehmigt auf Antrag von
Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt
und
Prof. Dr. Rolf Watter

Dike Verlag Zürich 2025

Inhaltsverzeichnis

Vorwort und Dank	III
Inhaltsübersicht	V
Literaturverzeichnis	XXVII
Materialienverzeichnis	LV
Abkürzungsverzeichnis	LIX
1. Kapitel: Einleitung	1
I. Einführung in das Thema	1
II. Gegenstand der Untersuchung	4
III. Gang der Untersuchung	6
1. TEIL: GRUNDLAGEN	9
2. Kapitel: Öffentliches Übernahmeangebot als Ausgangslage	10
I. Begriffsdefinition	10
1. Allgemeines	10
2. Öffentliches Übernahmeangebot im Sinne des schweizerischen Finanzmarktrechts	10
II. Die an einem öffentlichen Übernahmeangebot Beteiligten	12
1. Anbieter	12
2. Zielgesellschaft	12
3. Aktionäre der Zielgesellschaft	13
4. Verwaltungsrat der Zielgesellschaft	14
5. Aufsichtsbehörden	15
III. Öffentliches Übernahmeangebot als Instrument zur Erlangung der Kontrolle über kotierte Gesellschaften	15
1. Kontrollerwerbsmethode	15
2. Kontrollbegriff	16
3. Kotierte Aktiengesellschaften als typischer Anwendungsfall	17
4. Erscheinungsformen	17
A. Freundliche und feindliche Übernahmeangebote	17
B. Voll- und Teilangebote	18
C. Bar- und Umtauschangebote	18
D. Freiwillige Angebote und Pflichtangebote	18

3. Kapitel: Das öffentliche Übernahmerecht im Allgemeinen	20
I. Notwendigkeit einer Regelung	20
1. Wirtschaftlicher Hintergrund	20
2. Divergierende Interessenlage unter den an einer Übernahme Beteiligten	22
II. Entstehung des schweizerischen Übernahmerechts: Historische Entwicklungslinien	23
1. Vollständiges Fehlen übernahmerechtlicher Sonderregeln bis im Jahre 1989	23
2. Übernahme-Kodex der Vereinigung der Schweizer Börsen	24
3. Entstehung des öffentlichen Übernahmerechts im Börsengesetz (aBEHG)	28
A. Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen	28
B. Bericht und Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel	28
C. Vernehmlassungsverfahren	29
D. Botschaft und Entwurf des Bundesrats zum Börsengesetz	31
E. Parlamentarisches Verfahren	32
a) Behandlung im Ständerat	32
b) Behandlung im Nationalrat	33
c) Differenzbereinigung	34
F. Inkrafttreten	35
G. Fazit	35
4. Revision und Überführung des Übernahmerechts ins FinfraG	36
III. Methodische und prozessuale Grundlagen	37
1. Systematische Einordnung und Geltungsbereich	37
2. Regelungsnatur	39
A. Unterschiedliche Rechtsnatur	39
B. Bedeutung der Rechtsnatur einer Norm	41
3. Regelungszweck	42
A. Zwecke des FinfraG im Allgemeinen	42
a) Funktionsschutz	43
b) Anlegerschutz	43
B. Zwecke des Übernahmerechts im Speziellen	44
a) Lauterkeit	45
b) Transparenz	45
c) Gleichbehandlung der Aktionäre	46
d) Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes	47
4. Auslegung des Übernahmerechts	48
A. Allgemeines	48
B. Primat des teleologischen Auslegungselementes?	49
C. Bedeutung des historischen Auslegungselementes	52

D. Weitere methodische Aspekte	53
a) Wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise?	53
b) Börsengesellschaftsrecht – harmonische Auslegung?	55
5. Aufsicht	58
A. Instanzenzug und Grundzüge des Verfahrens	58
a) Übernahmekommission als primäres Überwachungsorgan	58
b) FINMA als Oberaufsichtsbehörde	60
c) Beweiswürdigung, Beweismass und Prüfungsumfang	62
B. Verhältnis zwischen Entscheiden der übernahmerechtlichen Aufsichtsbehörden und der Zivilgerichte	63
a) Ausgangslage; Hauptsache und Vorfragen	63
b) Auf Doppelnormen gestützte Entscheide	65
c) Auf entweder klar dem öffentlichen Recht oder klar dem Privatrecht zuzuordnende Normen gestützte Entscheide	66
4. Kapitel: Die Angebotspflicht im Besonderen	68
I. Vorbemerkung	68
II. Regelungsgegenstand	69
III. Regelungsnatur	71
1. Doppelnorm	71
2. Dispositive Norm	72
IV. Regelungszweck	75
1. Schutz der Minderheitsaktionäre	75
A. Präventiver Schutz – Ausstiegsrecht	75
B. Garantie eines fairen Ausstiegspreises	78
2. Anleger- und Funktionsschutz	79
3. Sozialpolitisch motivierter Individualschutz: kein Zweck von Art. 135 FinfraG	81
4. Relativierung des Regelungszweckes durch Statutenklausel: Opting-out bzw. Opting-up	82
V. Angebotspflichtige Personen	83
1. Individuelle Angebotspflicht	83
2. Angebotspflicht beim Handeln in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe	83
VI. Auslösung der Angebotspflicht	84
1. Grenzwertüberschreitung	84
A. Massgeblichkeit der mit Stimmrechten verbundenen Beteiligungspapiere	84
B. Irrelevanz der Form des Stimmkraftzuwachses	84

C.	Grenzwert	85
a)	Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte	85
b)	Erhöhung der Beteiligung nach Überschreiten des Schwellenwertes von 33⅓ Prozent der Stimmrechte	87
c)	Sonderregelung für übergangsrechtliche Sachverhalte	87
D.	Zeitpunkt der Überschreitung	89
2.	Grenzwertberechnung	90
VII.	Erwerbstatbestände	90
1.	Direkter Erwerb	90
2.	Indirekter Erwerb	91
3.	Erwerb in gemeinsamer Absprache mit Dritten	91
VIII.	Inhalt der Angebotspflicht	93
1.	Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes	93
2.	Gegenstand des Pflichtangebotes	93
3.	Entgelt	94
4.	Angebotspreis	94
A.	Mindestpreisregelung als Kernelement der Angebotspflicht	94
B.	Anwendbarkeit der Mindestpreisregelung	96
C.	Doppelte Preisuntergrenze: Börsenkurs und Preis des vorausgegangenen Erwerbes	96
D.	Best Price Rule	97
E.	Kontrollprämie	97
a)	Ursprüngliche Regelung im Börsengesetz	97
b)	Erfahrungen aus der Praxis	98
c)	Abschaffung der Kontrollprämie	99
d)	Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie mittels Opting-out	101
5.	Bedingungen	101
6.	Fristen	102
IX.	Ausnahmen von der Angebotspflicht	102
1.	Hintergrund sowie Arten von Ausnahmen	102
2.	Rechtsfolgen	103
A.	Befreiung von der Angebotspflicht	103
B.	Auflagen	104
X.	Zum Verfahrensrecht (Aufgaben der Behörden; Vorfragen)	105
1.	Übernahmekommission und FINMA	105
A.	Aufgaben im Allgemeinen sowie Entscheid zum Bestand einer Angebotspflicht im Besonderen	105
B.	Beantwortung von Vorfragen	107

2. Zivilgericht	110
A. Aufgaben im Allgemeinen	110
B. Beantwortung von Vorfragen	111
XI. Folgen bei einer Verletzung der Angebotspflicht	112
1. Suspendierung der Stimmrechte und Erwerbsverbot	112
2. Zivilrechtlicher Erfüllunganspruch	113
3. Strafrechtliche Sanktionierung	114
2. TEIL: DIE STATUTARISCHE FREISTELLUNG VON DER ANGEBOTSPFLICHT: DAS OPTING-OUT	115
5. Kapitel: Übersicht	117
I. Regelungsgegenstand	117
II. Regelungsnatur	118
III. Regelungszweck	122
1. Ratio legis	122
2. Beweggründe für die Einführung eines Opting-out	124
IV. Arten des Opting-out	125
1. Zeitpunkt der Einführung eines Opting-out	125
A. Opting-out vor der Kotierung	125
B. Opting-out während der Übergangsfrist	126
C. Opting-out nach der Kotierung	126
2. Tragweite eines Opting-out	127
A. Generelles Opting-out	127
B. Selektives Opting-out	127
a) Formell selektives Opting-out	127
b) Materiell selektives Opting-out	128
c) Opting-up	129
V. Statistische Häufigkeit, praktische Bedeutung und ökonomische Wirkung des Opting-out	132
1. Statistische Häufigkeit	132
A. Lage in den 1990er Jahren und um die Jahrtausendwende	133
B. Gegenwärtige Lage	134
2. Bedeutung in der Praxis	136
A. Entscheidung des Marktes mehrheitlich zugunsten der Angebotspflicht	136
B. Gründe für diese Marktentwicklung	137
C. Relativierung: statistische Relevanz des Opting-out	138
3. Ökonomische Wirkung	139

A.	Mangel an empirischen Erkenntnissen	139
B.	Würdigung	141
6. Kapitel:	Voraussetzungen der Einführung eines Opting-out	143
I.	Prozedurale und materielle Voraussetzungen	143
1.	Prozedurale Voraussetzungen gemäss Aktienrecht	144
A.	Statutarische Grundlage als Voraussetzung für ein Opting-out	144
B.	Hinreichend klare, generell-abstrakte oder individuell-konkrete Statutenklausel	145
C.	Ordnungsmässig einberufene Generalversammlung	146
a)	Ordentliche oder ausserordentliche Generalversammlung	146
b)	Einberufung durch den und Antrag des Verwaltungsrates	146
aa)	Einberufung	146
bb)	Form und Frist	147
cc)	Inhalt	147
aaa)	Verhandlungsgegenstände und Anträge	147
bbb)	Nicht gehörig angekündigte Verhandlungsgegenstände	147
ccc)	Bestimmtheit des Verhandlungsgegenstandes bzw. Antrages	148
(1)	Allgemeines	148
(2)	Im Zusammenhang mit dem Opting-out	151
ddd)	Korrektheit der Informationen	154
c)	Einberufungs-, Traktandierungs- und Antragsrecht der Aktionäre	154
aa)	Einberufungsrecht	154
bb)	Traktandierungsrecht	155
cc)	Antragsrecht	155
dd)	Bestimmtheit des Verhandlungsgegenstandes bzw. Antrages	155
aaa)	Allgemeines	155
bbb)	Im Zusammenhang mit dem Opting-out	156
d)	Fazit	157
D.	Rechtmässige Beschlussfassung	158
a)	Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen	158
b)	Exkurs: Keine Kompetenzdelegation an den Verwaltungsrat	161
E.	Handelsregistereintrag	162
F.	Rechtsschutz	164
2.	Materielle Voraussetzungen	165
A.	Gemäss Aktienrecht	165
a)	Vorbemerkung: Geltung des Mehrheitsprinzips	166
b)	Voraussetzungen eines Generalversammlungsbeschlusses im Allgemeinen	168
aa)	Grundsatz: Anfechtung aufgrund der Verletzung rechtlicher Regeln (Art. 706 Abs. 1 OR)	169

bb)	Vom Gesetz erwähnte Spezialtatbestände von Art. 706 Abs. 2	
OR	170
aaa)	Beschränkung oder Entzug von Aktionärsrechten unter Verletzung von Gesetz oder Statuten	170
bbb)	Beschränkung oder Entzug von Aktionärsrechten in unsachlicher Weise	170
ccc)	Durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre	172
ddd)	Aufhebung der Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft ohne Zustimmung sämtlicher Aktionäre	174
c)	Rechtsschutz	174
aa)	Grundsatz: Anfechtungsklage	174
aaa)	Das Anfechtungsrecht als wesentliches Element des Minderheitenschutzes	174
bbb)	Klagelegitimation	174
(1)	Aktivlegitimation	174
(2)	Passivlegitimation	175
ccc)	Klagefrist	176
ddd)	Rechtsfolge einer erfolgreichen Anfechtung	177
bb)	Ausnahme: Nichtigkeitsklage	177
cc)	Im Zusammenhang mit dem Handelsregister	179
aaa)	Kognition der Handelsregisterbehörde	179
bbb)	Registersperre nach ZPO	181
B.	Gemäss Übernahmerecht	183
3.	Besonderheiten mit Bezug auf das Opting-out	185
A.	(Generelles bzw. selektives) Opting-out vor der Kotierung	185
a)	Aktienrechtliche Gültigkeit	185
b)	Übernahmerechtliche Gültigkeit	188
B.	(Generelles bzw. selektives) Opting-out während der Übergangsfrist	189
a)	Aktienrechtliche Gültigkeit	189
b)	Übernahmerechtliche Gültigkeit	190
C.	(Generelles bzw. selektives) Opting-out nach der Kotierung	191
a)	Aktienrechtliche Gültigkeit	191
b)	Übernahmerechtliche Gültigkeit	193
4.	Fazit	195
II.	Entwicklungslinien der Behördenpraxis zum nachträglichen Opting-out im Besonderen	198
1.	Anfängliche Praxis	199
A.	Praxisfälle	199
a)	Flughafen-Immobilien-Gesellschaft	199
b)	Esec Holding AG	200
aa)	Sachverhalt	200

bb)	Erwägungen der Übernahmekommission	202
cc)	Verfahren vor und Erwägungen der EBK	203
c)	Adval Tech Holding AG	205
d)	SGF Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.	206
e)	HPI Holding AG	208
f)	Golay-Buchel Holding S.A.	208
g)	4M TECHNOLOGIES HOLDING	209
B.	Fazit: Ungültigkeit des nachträglichen Opting-out bei formeller oder materieller Selektivität	210
C.	Kritik	211
a)	Zur grundsätzlichen (Un-)Zulässigkeit eines selektiven Opting-out	211
aa)	Zweifelhafte Methodologie der Übernahmekommission	211
bb)	Argumentum a fortiori: Schutz der Minderheitsaktionäre	212
cc)	Extreme in der Auslegung der Übernahmekommission beim materiell selektiven Opting-out	212
dd)	Massgeblichkeit von Art. 706 OR	214
b)	Zur Sonderversammlung	215
2.	Lockerung der Praxis ab 2010	217
A.	Reaktion der Übernahmekommission auf die anfängliche Kritik	217
B.	Praxisfälle	217
a)	CI Com S.A.	217
b)	COS Computer Systems AG	220
c)	Advanced Digital Broadcast Holdings S.A.	222
d)	LEM Holding S.A.	223
e)	BT&T Timelife AG	224
C.	Fazit: Primat der Anfechtung nach Aktienrecht	226
D.	Anbahnung einer erneuten Verschärfung der Praxis	227
a)	Einfaches Mehr gegen den Willen der Minderheitsaktionäre	227
b)	Weitere Argumente für eine Praxisverschärfung	229
3.	Entwicklung der Praxis seit 2012	230
A.	Erstfall: Advanced Digital Broadcast Holdings S.A.	230
a)	Sachverhalt	231
b)	Erwägungen der Übernahmekommission	233
aa)	Allgemeine Erwägungen	233
bb)	Subsumtion	235
B.	Bestätigung und Konkretisierung der Praxis	237
a)	Anwendung der neuen Praxis auch auf vor dieser Praxisänderung beschlossene Opting-out-Klauseln	237
aa)	Perfect Holding S.A.	237
bb)	LEM Holding S.A.	238
aaa)	Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019	238
bbb)	Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020	241

b)	Ausdehnung der neuen Praxis auf nachträgliche Opting-up-Klauseln – der Fall Leclanché S.A.	242
c)	Zulässigkeit des formell selektiven Opting-out sowie dessen Zulässigkeit als Bedingung einer Kontrolltransaktion – der Fall Kaba Holding AG	243
aa)	Sachverhalt	244
aaa)	Beteiligte Akteure	244
bbb)	Ablauf der Transaktion	244
ccc)	Nachträgliches Opting-out	245
ddd)	Übertragungsvereinbarung	246
bb)	Erwägungen und Subsumtion	246
4.	Fazit	249
7. Kapitel:	Aktuelle Behördenpraxis zum nachträglichen Opting-out	251
I.	Tatsächliche Ausgangslage der inhaltlichen Prüfung	251
II.	Prüfungsprogramm der Übernahmekommission	253
1.	Gültigkeitsvoraussetzungen	253
A.	Transparenzerfordernis	253
a)	Erster Prüfungsschritt	253
b)	Zweck	254
c)	Materieller Umfang der Informationen	255
d)	Formelle Anforderungen an den Informationsprozess	255
e)	Rechtsfolge fehlender Transparenz: übernahmerechtliche Ungültigkeit des Opting-out	257
B.	«Mehrheit der Minderheit»	258
a)	Zweiter Prüfungsschritt	258
b)	Zweck	259
c)	Minderheitsaktionäre	261
d)	Gang der Abstimmung und Ermittlung des Abstimmungsergebnisses	263
e)	Wirkung in Verbindung mit erfülltem Transparenzerfordernis: Vermutung der «Richtigkeit» bzw. «Unrichtigkeit»	264
f)	Vorbehalt besonderer und aussergewöhnlicher Umstände	265
aa)	Widerlegung der Vermutung der Nicht-Benachteiligung der Minderheitsaktionäre	266
bb)	Widerlegung der Vermutung der Benachteiligung der Minderheitsaktionäre	266
2.	Zusammenfassung	266
III.	Zulässigkeit des selektiven Opting-out	267
IV.	Zeitlicher Anwendungsbereich	269
1.	Vorbemerkung: Einführung einer Praxisänderung im Allgemeinen	270

2.	Grundsatz: Anwendbarkeit der Gültigkeitsvoraussetzungen der aktuellen Praxis auf früher eingeführte Opting-out-Klauseln	271
3.	Nichtanwendbarkeit der Gültigkeitsvoraussetzungen bei zeitlich vor der aktuellen Praxis erfolgten Kontrollwechseln	272
V.	Überleitung	274
8. Kapitel:	Würdigung der aktuellen Behördenpraxis zum nachträglichen Opting-out	277
I.	Zuständigkeit zur Beurteilung der Gültigkeit eines nachträglichen Opting-out	277
1.	Auffassung der Übernahmekommission und der FINMA – ein Stück in zwei Akten	278
A.	Erster Akt: Gültigkeit des Opting-out als Frage des Aktienrechts?	278
B.	Zweiter Akt: Gültigkeit des Opting-out als Frage des Übernahmerechts	280
a)	Argumentation der Übernahmekommission	280
b)	Ausübung der Prüfung durch die Übernahmekommission in der Praxis	282
2.	Stellungnahme	283
A.	Problem der Auffassung der Übernahmekommission: Rechtsunsicherheit	283
B.	Prüfungszuständigkeit des Zivilgerichtes	285
a)	Wille des Gesetzgebers: Aktionärsschutz (ausschliesslich) gemäss Art. 706 OR	286
b)	Vorrang der privatrechtlichen Rechtsdurchsetzung	290
c)	Keine gesetzliche Grundlage für Prüfungszuständigkeit der Übernahmekommission	291
d)	Trennung der Zuständigkeiten der Aufsichtsorgane und des Zivilgerichts	292
e)	Wirkung des Doppelnormcharakters der Opting-out-Vorschrift auf die Prüfungszuständigkeit	295
f)	Rechtssicherheit und Effizienz des Übernahmeverfahrens als Erfordernisse des Marktes	297
C.	Prüfungsverfahren und Koordination der Zuständigkeiten von Übernahmekommission und Zivilgericht	298
3.	Fazit	301
II.	Praktikabilität der Anfechtungsklage	303
1.	Meinungsstand	303
2.	Bedeutung der Anfechtungsklage für Minderheitsaktionäre	306
A.	Anfechtungsklage als Kernstück des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes	306
B.	Im Zusammenhang mit dem Opting-out	308
3.	Kosten im Anfechtungsprozess als Hindernis des Minderheitenschutzes?	311

A. Problemaufriss	311
B. Kostenvorschuss?	312
C. Kostenverteilung?	314
4. Fazit	316
III. Zu den Voraussetzungen der Prüfung eines nachträglichen Opting-out im Einzelnen	317
1. Bedeutung der Verweisung auf Art. 706 OR in Art. 125 Abs. 4 FinfraG	318
A. Zur Methode der Verweisung im Allgemeinen	318
B. Natur und Reichweite der Verweisung von Art. 706 OR in Art. 125 Abs. 4 FinfraG	320
a) Ausdrückliche echte Verweisung	320
b) Nachträgliches Opting-out als notwendige Einschränkung von Aktionärsrechten	322
C. Im Zusammenhang mit dem gegenwärtigen Prüfungsschema der Übernahmekommission	324
a) Prüfungszuständigkeit	324
b) Bindung der Übernahmekommission an Lehre und Rechtsprechung zu Art. 706 OR	325
c) Art. 126 Abs. 3 FinfraG als materiellrechtliche Grundlage?	329
D. Fazit und Überleitung	330
2. Das Opting-out im Lichte der Gründe der aktienrechtlichen Anfechtungsklage im Allgemeinen	330
A. Sekundäre Bedeutung von Art. 706 Abs. 1 sowie Abs. 2 Ziff. 1 und Ziff. 4 OR	331
B. Im Vordergrund: Gleichbehandlung der Aktionäre und Sachlichkeitsgebot (Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 OR)	331
a) Bezug zum Zweck der Angebotspflicht	332
b) Gesellschaftsinteresse als massgebliches Kriterium	332
c) Beurteilung des Gesellschaftsinteresses	337
aa) Hauptrolle des Verwaltungsrates	337
bb) Einschätzungsprärogative des Verwaltungsrates?	340
3. Die Gültigkeitsvoraussetzungen der Übernahmekommission im Lichte der Gründe der aktienrechtlichen Anfechtungsklage	343
A. Transparenz	343
a) Aktienrecht	343
aa) Anforderungen nach dem Gesetz	343
bb) Stellungnahme zur Praxis der Übernahmekommission	345
b) Finanzmarktrecht	348
aa) Keine spezifische Grundlage im Gesetz	348
bb) Ableitung aus Art. 1 Abs. 2 FinfraG in Verbindung mit Art. 1 UEV?	349

aaa)	Besonderer Stellenwert der Transparenz in der Entscheidfindung	349
bbb)	Übernahmerechtliche Informationspflichten zum Schutz der Aktionäre	350
ccc)	Information der Aktionäre: Unterschiede zwischen konkreter Übernahmesituation und Situation bei Einführung des Opting-out	352
ddd)	Anfechtungsklage als Kern des Minderheitenschutzes – aber verdächtig im Übernahmerecht?	355
eee)	Fazit	357
cc)	Exkurs: Grundlage in der Transparenzpflicht der Börsen? . . .	358
B.	«Mehrheit der Minderheit»	358
a)	Aktienrecht	360
aa)	Gesetzliche Sonderversammlungen als Ausnahme – Grundsatz des Mehrheitsprinzips	360
bb)	Freiwillige Sonderversammlung	361
cc)	Enthaltung der von einem Opting-out profitierenden Aktionäre	365
dd)	Qualifiziertes Quorum	366
ee)	Fazit	367
b)	Finanzmarktrecht	368
aa)	Keine spezifische Grundlage im Gesetz	368
bb)	Praxis der Übernahmekommission	369
aaa)	Ableitung aus Art. 126 Abs. 3 in Verbindung mit Art. 125 Abs. 4 FinfraG?	369
(1)	Auffassung der Übernahmekommission bzw. der FINMA	369
(2)	Stellungnahme	370
bbb)	Ableitung aus Art. 1 Abs. 2 FinfraG in Verbindung mit Art. 1 UEV?	372
c)	Ermittlungs- und Abgrenzungsprobleme	374
aa)	Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit»	374
bb)	Abgrenzung: Kreis der (nicht) Stimmberechtigten bei der «Mehrheit der Minderheit»	377
aaa)	Kontrollierender Aktionär	378
bbb)	Antragstellender Aktionär	381
ccc)	Mit dem potentiellen Kontrollerwerber verbundene Minderheitsaktionäre	382
ddd)	Fazit	382
d)	Vermutung der «Richtigkeit» bzw. «Unrichtigkeit»	383
aa)	Dogmatische Grundlagen der tatsächlichen Vermutung	383
aaa)	Sätze der Lebenserfahrung	383
bbb)	Wirkungen einer tatsächlichen Vermutung	384
ccc)	Ermessensspielraum des Gerichtes bzw. der Behörde . . .	386
ddd)	Anwendungsfälle	386
eee)	Würdigung und Überleitung	386

bb) Tatsächliche Vermutung im Zusammenhang mit der Beurteilung eines Opting-out	388
aaa) Aktienrecht	388
(1) «Richtigkeitsvermutung»?	388
(2) Stellungnahme	390
bbb) Finanzmarktrecht	394
(1) Praxis der Übernahmekommission: keine tatsächliche Vermutung im rechtstechnischen Sinne	394
(2) Ausfluss allgemeiner übernahmerechtlicher Prinzipien?	394
(3) Meinungsstand in der Lehre	395
(4) Stellungnahme	397
e) Vorbehalt besonderer und aussergewöhnlicher Umstände	398
aa) Massgeblichkeit von Art. 706 OR (hier vertretener Ansatz)	399
bb) Stellungnahme zur Praxis der Übernahmekommission	399
4. Fazit	403
9. Kapitel: Gestaltungsmöglichkeiten eines Opting-out	407
I. Selektives Opting-out	408
1. Zulässigkeit des selektiven Opting-out	408
A. Kernfrage: Lückenhaftigkeit des Gesetzes oder beredtes Schweigen des Gesetzgebers?	408
B. Auslegung von Art. 125 Abs. 3 und 4 bzw. Art. 135 Abs. 1 FinfraG	412
a) Methode der Auslegung von Rechtsnormen	412
b) Sprachlich-grammatikalisches Auslegungselement	413
aa) Zum Stellenwert des Wortlauts	413
bb) Der Wortlaut von Art. 125 Abs. 3 und 4 bzw. Art. 135 Abs. 1 Satz 2 FinfraG	414
c) Systematisches Auslegungselement	416
aa) Bedeutung	416
bb) Beurteilung im vorliegenden Fall	416
d) Historisches Auslegungselement	420
aa) Quellen, die im Rahmen des historischen Auslegungselements zu beachten sind	420
bb) Zum Stellenwert des historischen Auslegungselements	421
cc) Beurteilung im vorliegenden Fall	422
aaa) Botschaft des Bundesrates zum Börsengesetz	422
bbb) Debatte in den eidgenössischen Räten	422
ccc) Würdigung der Materialien	422
e) Teleologisches Auslegungselement	425
aa) Bedeutung	425
bb) Beurteilung im vorliegenden Fall	426
aaa) Selektivität als Natur des Opting-out	426
(1) Irrelevanz im Hinblick auf den Minderheitenschutz	426

(2) Formell selektives Opting-out: Schluss a maiore ad minus?	427
bbb) Widerstreitende Normzwecke: Opting-out und Zweckartikel des FinfraG?	428
(1) Minderheitenschutz	429
(2) Gleichbehandlung	429
(3) Transparenz	432
(a) Im Zusammenhang mit der Einführung eines Opting-out	432
(b) Im Zusammenhang mit dem Bestehen eines Opting-out	433
(c) Fazit	435
C. Auslegungsergebnis	435
2. Das selektive Opting-out im Lichte der aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Gültigkeitsvoraussetzungen	439
A. Aktienrecht	439
B. Übernahmerecht	440
3. Exkurs: Kreis der selektiv Begünstigten	442
II. Befristetes Opting-out	444
1. Aktienrecht	445
2. Übernahmerecht	445
A. Meinungsstand und Überblick	445
B. Dauer der Frist	446
C. Transparenz	447
D. Minderheitenschutz	448
3. Fazit	449
III. Bedingtes Opting-out	449
1. Aktienrecht	450
A. Grundsätzliche Zulässigkeit der Verknüpfung von Beschlüssen und Statutenbestimmungen mit Bedingungen	450
B. Aufschiebend bedingtes Opting-out	452
C. Auflösend bedingtes Opting-out	453
2. Übernahmerecht	454
A. Bedingungen im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot	454
a) Arten von Bedingungen	454
b) Restriktive Zulassung von Bedingungen	454
B. Bedingungen im Zusammenhang mit einem Opting-out	455
a) Fehlende Praxis der Übernahmekommission	455
b) Meinungsstand in der Lehre	456
c) Stellungnahme	458

aa) Möglicher Ansatz der Übernahmekommission	458
bb) Hier vertretener Ansatz	458
aaa) Generelle Zulässigkeit einer bedingte Opting-out-Klausel	458
bbb) Insbesondere kein Widerspruch zur	
finanzmarktrechtlichen Transparenzordnung	459
ccc) Schranke der Unlauterkeit	459
3. Fazit	462
IV. Exkurs: Wegbedingung «nur» der Mindestpreisregel	462
10. Kapitel: Rechtsfolgen eines Opting-out	465
I. Rechtsfolgen eines gültigen Opting-out	465
1. Keine Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebotes im	
Allgemeinen	465
2. Nichtanwendung der Mindestpreisvorschriften	465
A. Grundsatz	465
B. Zur Möglichkeit einer Bezahlung einer Kontrollprämie	466
a) Verschärfung der Unterschiede von Minderheitsaktionären in	
Gesellschaften mit bzw. ohne Angebotspflicht	467
b) Fall Pretium AG als besonderes Beispiel	468
aa) Sachverhalt	468
bb) Erwägungen der Übernahmekommission	469
c) Stellungnahme	470
3. Anwendung der übrigen übernahmerechtlichen Bestimmungen	471
II. Rechtsfolgen eines ungültigen Opting-out	473
1. Geltung der Angebotspflicht	473
A. Opting-out vor der Kotierung und Opting-out während der	
Übergangsfrist	473
B. Nachträgliches Opting-out	473
a) Primat der aktienrechtlichen Anfechtungsklage (hier vertretener	
Ansatz)	473
b) Autonome Beurteilung nach Übernahmerecht (Ansatz der	
Übernahmekommission)	474
aa) Grundsatz	474
bb) Frage der übernahmerechtlichen Unwirksamkeit im Fall	
geänderter Absichten des Kontrollaktionärs	476
c) Frage der Geltung der Fünfjahresfrist	477
2. Exkurs: Löschung oder Heilung der Opting-out-Klausel	479
11. Kapitel: Spezialthemen	482
I. Opting-out und Vinkulierung (Fall Sika AG)	482
1. Sachverhalt und Prozessgeschichte	482

2.	Erwägungen	485
A.	Erwägungen zur Gültigkeit des Opting-out für Saint-Gobain trotz bestehender Vinkulierungsbestimmung	485
B.	Exkurs: Erwägungen zum Verhältnis von Lauterkeitsrecht und Opting-out	486
3.	Stellungnahme	488
A.	Zur Gültigkeit des übergangsrechtlichen Opting-out	488
B.	Zum Verhältnis von Opting-out und Vinkulierung	488
C.	Exkurs: Zum Verhältnis von Opting-out und Lauterkeitsrecht	490
II.	Opting-out und Fusion	490
1.	Anwendbarkeit der Angebotspflicht im Fusionskontext	491
A.	Ratio legis: Argument für die Anwendbarkeit	491
B.	Erschöpfende <i>lex specialis</i> : Argument gegen die Anwendbarkeit	492
C.	Stellungnahme	492
2.	Opting-out als Gestaltungsvariante	493
III.	Opting-out und Spaltung (Fall Walter Meier AG)	496
1.	Sachverhalt	496
2.	Erwägungen	497
3.	Stellungnahme	498
IV.	Opting-out und Sanierung	498
1.	Ausnahme von der Angebotspflicht im Sanierungsfall	499
A.	Interessenabwägung zwischen Sanierung und Minderheitenschutz	499
B.	Voraussetzungen für die Gewährung einer Sanierungsausnahme	500
a)	Sanierungsbedarf	501
b)	Sanierungseignung	502
c)	Subsidiarität der Sanierungsmassnahme	502
2.	Nicht-Entstehung der Angebotspflicht in Sanierungszusammenhängen mit Opting-out	503
A.	Ausgangslage	503
B.	Praxis der Übernahmekommission	504
a)	COS Computer Systems AG	504
b)	Leclanché S.A.	504
aa)	Sachverhalt	504
bb)	Erwägungen der Übernahmekommission	506
c)	MCH Group AG	508
aa)	Sachverhalt und Prozessgeschichte	508
bb)	Erwägungen der Übernahmekommission	509
d)	Swiss Steel Holding AG	511
aa)	Sachverhalt	511
bb)	Erwägungen der Übernahmekommission	513

aaa)	Zum beabsichtigten Opting-out	513
bbb)	Zur Sanierungssituation	515
C.	Stellungnahme	517
V.	Wiederherstellung der Angebotspflicht – Opting-in und Opting-down	521
1.	Opting-in	521
A.	Begriff	521
B.	Voraussetzungen der Einführung	522
a)	Aktienrecht	522
b)	Übernahmerecht	524
C.	Rechtsfolge eines gültigen Opting-in	526
D.	Zulässigkeit eines selektiven Opting-in	529
a)	Geschlossenes System oder massgeschneiderter Minderheitenschutz?	529
b)	Heranziehung der Wertungen des Rechts der Vinkulierung	530
c)	Rechtsschutz	531
E.	Statutarische Modifikation des Opting-in bzw. Zulässigkeit eines «massgeschneiderten Opting-in» (Fall Schindler Holding AG)	532
a)	Vorbemerkung	532
b)	Sachverhalt	533
c)	Erwägungen der Übernahmekommission	536
d)	Auseinandersetzung in der Lehre und Stellungnahme	539
aa)	Zustimmende Äusserungen im Schrifttum	539
bb)	Kritik und Stellungnahme	540
aaa)	Vermischung verschiedener Normkomplexe und Kompetenzanmassung der Übernahmekommission	540
bbb)	Widersprüche bei der teleologischen Auslegung	542
ccc)	Mangelnde Transparenz und Rechtssicherheit?	544
2.	Opting-down	545
A.	Begriff	545
B.	Voraussetzungen der Einführung	545
a)	Aktienrecht	546
b)	Übernahmerecht	546
C.	Rechtsfolge eines gültigen Opting-down	547
VI.	Auslegung einer Opting-out-Klausel	548
1.	Allgemeines zur Statutenauslegung	548
2.	Anwendung auf eine Opting-out-Klausel	550
VII.	Nichtigkeit eines Opting-out	551
1.	Nichtigkeitstatbestände	552
A.	Nichtigkeit aufgrund eines Verstosses gegen zwingendes Aktienrecht bzw. aufgrund einer Verletzung von zwingendem Recht ausserhalb des Aktienrechts	552

B.	Nichtigkeit aufgrund einer Verletzung einer den Kapitalschutz bezweckenden Gesetzesbestimmung	553
C.	Nichtigkeit aufgrund formeller Mängel	554
a)	Scheinbeschlüsse	554
b)	Nichtbeschlüsse	554
c)	Formell fehlerhafte Beschlüsse	554
2.	Anwendung auf das Opting-out	555
A.	Verstoss gegen das FinfraG bzw. das zwingende Aktienrecht	555
a)	Opting-out: Verstoss gegen das FinfraG?	555
b)	Opting-out als qualifizierte Verletzung des Austrittsrechts eines Aktionärs?	556
B.	Verletzung einer den Kapitalschutz bezweckenden Gesetzesbestimmung?	557
C.	Nichtigkeit aufgrund formeller Mängel	557
a)	Verwaltungsrat und antragstellender bzw. beherrschender Aktionär als potentielle «Mängelverursacher»	558
b)	Im Falle des Verwaltungsrats als Antragsteller	559
c)	Im Falle des Aktionärs als Antragsteller bzw. des Kontrollaktionärs	562
3.	Fazit	564
VIII.	Vereinbarkeit mit dem europäischen Recht	564
1.	Europäisches Übernahmerecht	566
A.	Historisches	566
B.	Generelle Angebotspflicht in der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie	567
C.	Unterschiedliche Regelung in den Mitgliedstaaten	568
2.	Europarechtskompatibilität des Opting-out	570
A.	Meinungsstand	570
B.	Stellungnahme	570
a)	Schutz der Minderheitsaktionäre durch das Aktienrecht	570
b)	Gestaltungsspielraum in der EU-Übernahmeangebots-Richtlinie	571
c)	Stellenwert der Europarechtskompatibilität	572
aa)	Allgemeines	572
bb)	Ausführungen zur Vereinbarkeit des Opting-out mit dem europäischen Recht bzw. zur Europakompatibilität in den Botschaften zum Börsengesetz und zum FinfraG	573
d)	Fazit	573
IX.	Zukunft des Opting-out	574
1.	Kritik – Abschaffung des Opting-out	575
2.	Stellungnahme: Beibehaltung des Opting-out	577
A.	Hinreichende Transparenz bzw. Publizität	577
B.	Keine ökonomisch nachteilige Wirkung des Opting-out	578

C. Aktien- und übernahmerechtlicher Rechtsschutz	578
D. Flexibilität: Anpassung an die spezifischen Struktur- und Marktbedingungen einer Gesellschaft	579
E. Fazit und Ausblick	581
F. Exkurs: Opting-up	583
3. TEIL: SCHLUSSBETRACHTUNGEN UND ZUSAMMENFASSUNG . . .	585
12. Kapitel: Schlussbetrachtungen	586
I. Würdigung der Erkenntnisse	586
II. Handlungsbedarf de lege ferenda?	589
13. Kapitel: Zusammenfassung	592