Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen die feindliche Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft im japanischen und schweizerischen Recht

Peter-Conradin SCHREIBER*

- I. Einleitung und Einführung in das Thema
- II. Feindliche Übernahmen
 - 1. Feindliche Übernahmen in Japan
 - 2. Feindliche Übernahmen in der Schweiz
- III. Abwehrmaßnahmen
 - 1. Regulierung von Abwehrmaßnahmen
 - 2. Typen von Abwehrmaßnahmen
- IV. Rahmenbedingungen
 - 1. Rahmenbedingungen in Japan
 - 2. Rahmenbedingungen in der Schweiz
- V. Zulässige Abwehrmaßnahmen in Japan
 - 1. Allgemeine Abwehrmaßnahmen
 - 2. Spezifische Abwehrmaßnahmen
 - 3. Pflichten des Verwaltungsrats
 - 4. Fazit Japan
- VI. Zulässige Abwehrmaßnahmen in der Schweiz
 - 1. Allgemeine Abwehrmaßnahmen
 - 2. Spezifische Abwehrmaßnahmen
 - 3. Pflichten des Verwaltungsrats
 - 4. Fazit Schweiz
- VII. Schlussbetrachtung

I. EINLEITUNG UND EINFÜHRUNG IN DAS THEMA

Die Frage nach der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen die feindliche Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft im japanischen und schweizerischen Recht liegt an der Schnittstelle von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Es handelt sich bei den beiden Ländern um sehr unterschiedliche Jurisdiktionen, welche, obwohl beide dem *Civil Law* zugeordnet werden, die Frage

* MLaw Peter-Conradin Schreiber ist Auditor am Bezirksgericht Affoltern des Kantons Zürich. Der vorliegende Beitrag basiert auf der Masterarbeit, welche im Frühjahr 2021 unter der Aufsicht von Prof. Dr. Rolf Sethe, Lehrstuhlinhaber für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, verfasst wurde.

nach der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen auf unterschiedliche Weise lösen. Dies macht einen Rechtsvergleich ebenso lohnend wie auch spannend.

Der Schwerpunkt dieses Beitrags liegt auf dem Recht Japans und speziell dessen Gesellschaftsrecht als Basis für die Beurteilung zulässiger Abwehrmaßnahmen. Die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen eine feindliche Übernahme ist in der Schweiz – wie noch zu zeigen sein wird – ein weniger „offenes“ Thema als in Japan, wo diese Thematik in jüngerer Zeit auch international große Beachtung gefunden hat, aber bis heute nicht eindeutig geklärt ist.

Die nachfolgende rechtsvergleichende Untersuchung fokussiert sich grundsätzlich auf die *Mikroebene*, d.h. die Zulässigkeit *spezifischer Abwehrmaßnahmen*. Im Mittelpunkt stehen dabei die zulässigen Mittel des Verwaltungsrates einer Aktiengesellschaft, dem Einfluss der Aktionäre zu entgehen und diesen zurückzudrängen. Ziel ist es aufzuzeigen und zu vergleichen, auf welche Maßnahmen das Management in den beiden Jurisdiktionen zurückgreifen kann, um erfolgreich eine Übernahme zu verhindern. Da die Möglichkeiten des Verwaltungsrates, auf spezifische Abwehrmaßnahmen zurückzugreifen, nur vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen der jeweiligen Jurisdiktionen verstanden werden können, wird – wo passend – auch auf diese eingegangen.

Als Abwehrmaßnahmen werde alle durch die Organe einer Zielgesellschaft ergriffenen Maßnahmen bezeichnet, die darauf abzielen, die Überoder Einflussnahme eines unerwünschten Aktionärs abzuwehren. Von einer Unternehmensübernahme ist auszugehen, wenn der Erwerber durch den Kauf von Aktien die Kontrolle über die Zielgesellschaft erhält. Bei einem Übernahmeversuch ist das Ziel der Transaktion in der Regel die Kontrollergreifung. Ob es sich um eine feindliche Übernahme handelt, hängt ausschließlich von der Reaktion der Verwaltung der Zielfirma ab. Nimmt der Verwaltungsrat eine negative Haltung gegenüber dem Bieter ein, ist die Übernahme als eine feindliche einzustufen.

Untersuchungsgegenstand des vorliegenden Beitrags sind Abwehrmaßnahmen von Aktiengesellschaften. Hinsichtlich der Jurisdiktion Japans werden die möglichen Abwehrmaßnahmen des Verwaltungsrates einer *offenen kabushiki kaisha* [株式会社, nachfolgend auch KK] untersucht.¹ Das schweizerische Pendant zur *kabushiki kaisha* bildet die Aktiengesellschaft im Sinne des Schweizerischen Obligationenrechts (OR).² Im vorliegenden Beitrag wird grundsätzlich die Terminologie „Gesellschaft“ verwendet; gemeint ist die dabei die jeweilige Aktiengesellschaft der thematisierten Jurisdiktion.

1 Eine Aktiengesellschaft gilt in Japan als „offen“, wenn deren Aktien mindestens hinsichtlich einer Aktiengattung frei übertragbar sind. Art. 2 Nr. v GesG (*Kaishahō* [Gesellschaftsgesetz], Gesetz Nr. 86/2005).

Der Untersuchungsgegenstand beschränkt sich vorliegend auf börsennotierte Gesellschaften. Der Fokus auf solche Gesellschaften ist sinnvoll, da die für feindliche Übernahmen typischen Gefährdungslagen vordringlich bei derartigen Publikumsgesellschaften mit weit gestreutem Anteilsbesitz auftreten.

Im nachfolgenden Abschnitt II. wird die Übernahmelandschaft zunächst in Japan und danach in der Schweiz kurz vorgestellt. Abschnitt III. geht sodann auf die Art der zu untersuchenden Abwehrmaßnahmen und deren Wirkung sowie auf die grundsätzliche Regulierungsbedürftigkeit von Abwehrmaßnahmen ein. Abschnitt IV. setzt sich mit den unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen der jeweiligen Jurisdiktion auseinander. Hiernach werden in den Abschnitten V. und VI. die in Japan und der Schweiz zulässigen Abwehrmaßnahmen analysiert und verglichen. Gegenstand der Untersuchung sind insbesondere die Pflichten des Verwaltungsrats während einer Übernahme, welche vor allem bei der Implementierung und Anwendung von Abwehrmaßnahmen relevant sind (Unterabschnitt V.3. und VI.3.). Die Fazits für die beiden Jurisdiktionen (Unterabschnitt V.4. und VI.4.) sowie die Schlussbetrachtung (Abschnitt VII.) fassen die wesentlichen Erkenntnisse der vorliegenden Rechtsvergleichung jeweils zusammen.

II. FEINDLICHE ÜBERNAHMEN

1. *Feindliche Übernahmen in Japan*

Feindliche Übernahmen in Japan haben nicht nur in der dortigen, sondern auch in der westlichen Literatur vielfache Beachtung gefunden.³ Dabei geht die Mehrheit der Beobachter davon aus, dass seit der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts – und zumindest bis vor kurzem – nahezu keine *erfolgreiche* feindliche Übernahme in Japan stattgefunden hat.⁴ Dies dürfte sich

2 Art. 620 ff. OR. Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (SR 220).

3 Siehe etwa A.K. KOH/M. NAKAHIGASHI/D. W. PUCHNIAK, *Land of the Falling "Poison Pill"*, *University of Pennsylvania Journal of International Law* (2020) 697, 714, mit dem Hinweis auf Japan als meistbedachte Jurisdiktion – neben dem Vereinigten Königreich und den USA – in der englischsprachigen Literatur hinsichtlich feindlicher Übernahmen. Weiter H. ODA, *Japanese Law* (4. Aufl., 2021), 281 ff.; H. BAUM, *Japans zögerlicher Weg zu einem Markt für Unternehmenskontrolle*, in: Baum/Fleckner/Hellgardt/Roth (Hrsg.), *Perspektiven des Wirtschaftsrechts* (2008) 325, 333 ff.; E. COLCERA, *The Market for Corporate Control in Japan* (2007), 97 ff.

4 KOH/NAKAHIGASHI/PUCHNIAK, *supra* Fn. 3, 692 ff.; H. BAUM/M. SAITO, § 7 *Übernahmerecht*, in: Baum/Bälz (Hrsg.), *Handbuch Japanisches Handels- und*

jüngst jedoch geändert zu haben, da nach einer „Abkühlungsphase“ feindlicher Übernahmeversuche inzwischen erfolgreiche feindliche Übernahmetransaktionen beobachtet werden konnten.⁵

Japans Übernahmelandschaft unterscheidet sich maßgeblich in den Zeiten vor und nach dem Zweiten Weltkrieg. In den 1930er Jahren kontrollierten Großaktionäre die Gesellschaften, und ein Management, dessen Leistung nicht zufriedenstellend war, wurde in der Regel von diesen ausgewechselt.⁶ Feindliche Übernahmen kamen relativ häufig vor. Dies änderte sich in der Nachkriegszeit wesentlich durch das gezielte Aufbauen eines (stabilen) Kreises kooperierender Aktionäre durch die Gesellschaften und das System der Lebenszeitanstellung.⁷ Gesellschaften wurden als im „Besitz“ ihrer Angestellten stehend verstanden und die Macht über das Unternehmen konzentrierte sich zunehmend im Management.⁸

Ein Trend zu feindlichen Übernahmeversuchen ist in Japan seit Beginn der japanischen Finanzkrise in den 1990er Jahren und dem im Anschluss daran eingetretenen Rückgang stabiler Unternehmensbeteiligungen zu beobachten, da sich viele Gesellschaften aufgrund der Krise durch das Abstoßen von (nicht rentierenden) Aktienpaketen Liquidität verschaffen mussten.⁹ In der Folge haben sich die japanischen Gerichte mit der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen beschäftigt, worauf vertieft einzugehen ist.

Am Anfang des Trends steht die versuchte Übernahme der *Nippon Hōsō KK* (nachfolgend *Nippon Broadcasting Systems*) durch die *Livedoor KK*,

Wirtschaftsrecht (2011) 317, Rn. 12. Eine Minderheit der Autoren rechnet mit einigen wenigen gelungenen feindliche Akquisitionen. Dies hängt teils auch mit der unterschiedlichen Qualifikation einer Übernahme als feindlich oder freundlich zusammen. Hinsichtlich eines „erfolgreichen“ Beispiels siehe unten in Fn. 83 am Ende.

- 5 Seit dem Jahr 2019 ist in Japan einiges an (feindlicher) Übernahmeaktivität zu beobachten. Siehe dazu N. HANSEN / N. SHIOTA / J. USAMI, In Japan, resistance to hostile takeovers fades (2021), abrufbar unter <https://mergers.whitecase.com/highlights/in-japan-resistance-to-hostile-takeovers-fades#!> und T. NAKAO / H. GOODWIN, Can hostile takeovers drive growth in Japan? (2020), abrufbar unter <https://transactions.freshfields.com/post/102gjp/can-hostile-takeovers-drive-growth-in-japan>.
- 6 E. TAKAHASHI, The History of Japanese External Corporate Governance and the Law in the 19th and 20th Century, *Zeitschrift für Neuere Rechtsgeschichte* (2018) 206, 207 f.
- 7 TAKAHASHI, *supra* Fn. 6, 208 ff. Siehe auch KOH / NAKAHIGASHI / PUCHNIAK, *supra* Fn. 3, 723 f.
- 8 TAKAHASHI, *supra* Fn. 6, 208 ff.; H. BAUM, Marktzugang und Unternehmenserwerb in Japan (Schriftenreihe Recht der Internationalen Wirtschaft Band 48, 1995), 96.
- 9 T. SPIEGEL, Independent Directors in Japan, *ZJapanR/J.Japan.L.* 46 (2018) 85, 112; D. G. GRUENER, Chilled to the Pill: The Japanese Judiciary's Cool Reception of the Poison Pill and Potential Repercussions, *University of Pittsburgh Law Review* 2006. 871, 871 ff.

welche nicht zuletzt aufgrund des gerichtlichen „Nachspiels“ für die an der Übernahme Beteiligten für großes Aufsehen gesorgt hat.¹⁰ Auch wenn *Livedoor* gegen die von *Nippon Broadcasting Systems* implementierte Abwehrmaßnahme, eine selektive Aktienzuteilung an die Tochtergesellschaft *Fuji TV*, gerichtlich erfolgreich vorging, gelang die Übernahme in der Folge nicht. Der CEO von *Livedoor* sowie ein japanischer Shareholder-Aktivist zweifelhaften Rufs und Mitbeteiligter an der versuchten Übernahme wurden zudem, unter anderem wegen des Verstoßes gegen das Insiderverbot, zu Haftstrafen verurteilt.¹¹ Der zweite feindliche Übernahmeversuch mit anschließendem Gerichtsverfahren, der ähnlich Aufsehen erregte wie der *Livedoor*-Fall, war die versuchte Übernahme des Unternehmens *Buru Dokku Sōsu KK* (nachfolgend *Bulldog Sauce*) durch den amerikanischen Hedge Fund *Steel Partners Japan Strategic Fund (Offshore) LP* (nachfolgend *Steel Partners*).¹² Dabei setzte sich der Oberste Gerichtshof Japans zum ersten und – soweit ersichtlich – einzigen Mal explizit mit der Zulässigkeit einer Abwehrmaßnahme auseinander. Im Gegensatz zum *Livedoor*-Fall schützten die gerichtlichen Instanzen durchweg die von dem Management von *Bulldog Sauce* implementierte und mit über 80 % Zustimmung in der Generalversammlung „genehmigte“ Abwehrmaßnahme. Diese sah eine gratis Optionszuteilung zu einem Ausübungspreis von ¥ 1 an alle Aktionäre inklusive *Steel Partners* vor. *Steel Partners* durfte die Optionen jedoch nicht ausüben und wurde stattdessen in bar abgefunden. Ebenfalls prominent war der Fall *Nireko KK v. SFP Value Realization Fund*.¹³ Die Gerichte befassten sich dabei mit der Zulässigkeit einer Abwehrmaßnahme, die nicht während einer laufenden Übernahme, sondern im Hinblick auf eine künftige feindliche Übernahme implementiert wurde. Die wesentlichen Aussagen der Gerichte zur präventiven Implementierung von Abwehrmaßnahmen wurden in der Folge von der *Tokyo Stock Exchange* (TSE) aufgenommen und sind seither für börsennotierte Gesellschaften zu beachten.¹⁴

2. Feindliche Übernahmen in der Schweiz

In der Schweiz haben feindliche Übernahmen weniger Beachtung als in Japan gefunden, obwohl es unbestrittenermaßen erfolgreiche Transaktionen

10 KOH/NAKAHIGASHI/PUCHNIAK, *supra* Fn. 3, 705 ff.; BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 25 ff. und Rn. 136 ff.

11 BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 25 ff.

12 BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 147 ff.

13 KOH/NAKAHIGASHI/PUCHNIAK, *supra* Fn. 3, 713 f.; BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 139.

14 Siehe dazu unten in und bei Fn. 115 und Fn. 116.

gab.¹⁵ Allerdings sind feindliche Übernahmen auch in der Schweiz ein nicht allzu häufiges Phänomen, da Gesellschaften oft von einem stabilen Aktionärskreis beherrscht werden und *freundliche Übernahmen* damit grundsätzlich der einzige mögliche Weg für einen potentiellen Interessenten sind, solche Unternehmen zu erwerben.¹⁶ (Versuchte) feindliche Übernahmen wurden dort vermehrt gegen Ende des 20. Jahrhunderts beobachtet, mit einem erneuten Anstieg zwischen 2005 und 2008.¹⁷ Hervorzuheben sind die versuchte Übernahme von *Saia-Burgess Electronics Holding AG* durch das japanische Unternehmen *Sumida KK*, der Übernahmekampf um die *Schweizerische Industrie-Gesellschaft SIG* oder die versuchte Akquisition der *Implenia AG* durch einen Hedge Fund.¹⁸ Der Trend scheint, obwohl zwischen 2014 und 2018 der viel beachtete Übernahmekampf um die *Sika Schweiz AG* stattfand, in der Zwischenzeit wieder abgenommen zu haben. Interessant wird zu beobachten sein, ob auch in der Schweiz eine Zunahme feindlicher Transaktionen verzeichnet werden kann. Allgemein scheint in Europa aufgrund der aktuellen Pandemie ein Anstieg feindlicher Transaktionen befürchtet zu werden.¹⁹

Die Schweizer Gerichte haben sich bis anhin kaum mit feindlichen Übernahmen und Abwehrmaßnahmen beschäftigt. Im Gegensatz zu Japan hat sich die Schweiz für eine explizite Regulierung der Pflichten einer Zielgesellschaft und insbesondere der Kompetenz des Verwaltungsrates während einer Übernahmesituation entschieden. Dies lässt *per se* wenig Raum für eine klärende Gerichtspraxis. Eine *gerichtliche Praxis* liegt weiter fern, da die Schweiz über eine Übernahmekommission (UEK) verfügt und ein *Gericht* sich daher nur selten mit Abwehrmaßnahmen befasst. Die UEK weist zwar eine Praxis auf, dies jedoch nur insofern, als sie lediglich die vom Ge-

15 R. TSCHÄNI / H.-J. DIEM / M. WOLF, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht (2. Aufl., 2013), 467 ff.

16 Für die Jahre 2018–2020 verzeichnet die Übernahmekommission (UEK) keine einzige feindliche Übernahme im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots. ÜBERNAHMEKOMMISSION, Tätigkeitsbericht 2020, 5, abrufbar unter <https://www.takeover.ch/takeoverboard/report>.

17 R. TSCHÄNI / H.-J. DIEM, Übernahmekämpfe, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (2006) 54, 55 und A. BINDER, M&A-Rechtsentwicklungen – Blicke zurück und nach vorn, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (2010) 1, 15.

18 E. O. MEIER, Due Diligence bei Unternehmenübernahmen (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 286, 2010), 69 f.; TSCHÄNI / DIEM, *supra* Fn. 17, 54 f.

19 Siehe dazu die Vorstöße in Deutschland, wo man sich wegen der Übernahme von durch die Pandemie wirtschaftlich geschwächten Unternehmen durch ausländische Investoren sorgt. S. WIXFORTH, Strategische Infrastruktur statt feindlicher Übernahmen (2020), abrufbar unter <https://www.wsi.de/de/blog-17857-strategische-infrastruktur-statt-feindliche-ubernahmen-23919.htm>.

setz verbotenen Abwehrmaßnahmen konkretisiert.²⁰ Vielmehr stellen aber die zulässige Suche nach einem genehmeren Übernehmer sowie präventive Vorkehrungen die verbleibenden und primären Instrumente des Verwaltungsrates dar, um eine ungewünschte Kontrollübernahme in der Schweiz zu verhindern. Bei beiden Maßnahmen aber ist die Zulässigkeit im Übernahmekampf grundsätzlich nicht Gegenstand eines rechtlichen Streites.

III. ABWEHRMASSNAHMEN

Wie eingangs bereits dargelegt, werden Abwehrmaßnahmen vom Verwaltungsrat eines Unternehmens zwecks Abwehr eines unerwünschten Einflusses eingesetzt. Dabei kann dieser auf verschiedenste Maßnahmen zurückgreifen, welche nachfolgend anhand des japanischen und schweizerischen Rechts vorgestellt werden sollen. Vorweg ist jedoch auf die Frage kurz einzugehen, weshalb es überhaupt einer Regulierung von Abwehrmaßnahmen bedarf.

1. Regulierung von Abwehrmaßnahmen

Der Preis zur effizienten Bündelung von Kapital unter einem zentralisierten Management in Form von Kapitalgesellschaften geht einher mit der Problematik, welche BERLE und MEANS schon 1932 treffend und nicht an Aktualität verlierend formuliert haben: Die Verselbständigungstendenz der *Agents* (Management) und der markante Kontrollverlust, welcher der *Principal* (Aktionär) erleidet.²¹ Hat der Verwaltungsrat einer Gesellschaft freie Hand hinsichtlich der Verwendung von Abwehrmaßnahmen, so verschärft sich dieser Umstand weiter und ein Machtwechsel in der Unternehmensführung ist kaum mehr zu bewerkstelligen. Abwehrmaßnahmen konservieren die Macht und die Unabhängigkeit der Verwaltung; sei dies durch eine Konzentrierung ihrer eigenen Macht oder auch durch die Schaffung eines optimalen Umfelds, welches die Macht der Geschäftsleitung nicht herausfordert.²² Weiter kann ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle für „effiziente“ Märkte sorgen, da das Management von Gesellschaften, welche nicht im Interesse ihrer Aktionäre wirtschaften – dies insb. ausgedrückt in einem tiefen Aktienkurs –, vom Markt ausgeschlossen wird.²³

20 Laut einem Rechtskonsulten der UEK verbleibe, aufgrund der engmaschigen Regulierung, auch für die UEK nahezu kein Spielraum für eine „Praxis“.

21 Die Problematik der Trennung von *Ownership* und *Control*. A. A. BERLE / G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property* (5. Aufl., 2003).

22 Für Letzteres wäre insbesondere an die Platzierung von Aktien bei kooperierenden Aktionären zu denken.

23 So auch das Distriktgericht Tōkyō: DG Tōkyō, 11. März 2005, 判例タイムズ Hanrei Taimuzu 1173 (2005) 149, „会社支配権の争奪は、不適任な経営者を排除し、合理

2. Typen von Abwehrmaßnahmen

a) Allgemeine Abwehrmaßnahmen

Ausgangspunkt hinsichtlich der Beurteilung der zulässigen Maßnahmen des Verwaltungsrates, eine feindliche Übernahme abzuwehren, ist zumal die Einflussnahme der Aktionäre in der Generalversammlung. Ein feindlicher Aktionär kann seinen Einfluss auf die Gesellschaft nur im Rahmen der Generalversammlung aktiv ausüben. Insofern ist es insbesondere entscheidend, *wann* und *wie* Änderungen im Verwaltungsrat einer Gesellschaft herbeigeführt oder statutarische Abwehrmaßnahmen abgeschafft werden respektive wie die Verwaltungsräte sich der Einflussnahme „ihrer“ Aktionäre entziehen können. Dies betrifft das Einberufungs- und Traktandierungsrecht (das Recht, Verhandlungsgegenstände vorzuschlagen), aber auch den Abstimmungsmodus hinsichtlich einer angesetzten Generalversammlung und deren Verhandlungsgegenstände. Weiter ist die Informationslage für einen Übernehmer maßgeblich, da er sein weiteres Vorgehen und insbesondere den Preis, den er für eine Übernahme zu zahlen bereit ist, damit bestimmt.

b) Präventive Abwehrmaßnahmen

Zu den präventiven Abwehrmaßnahmen gehören alle Maßnahmen einer Verwaltung einer Zielgesellschaft, die im Voraus einer feindlichen Übernahme ergriffen werden. Dazu zählen insbesondere ein gestaffelt besetzter Verwaltungsrat und Abgangsentschädigungen, mit dem Ziel, eine Gesellschaft für einen Übernehmer weniger attraktiv zu machen, da dieser seinen Einfluss nur allmählich oder kostspielig geltend machen kann. Aber auch (kommunizierte) Aktien- und Optionsausgabepläne²⁴ und Bestimmungen zu den Aktien, wie z.B. die Vinkulierung oder Stimmrechtsbeschränkungen, stärken die Position des Verwaltungsrates im Vorherein. Eine wichtige Rolle spielt dabei der Aufbau eines Kreises kooperierender Aktionäre.

的な企業経営を可能とするという側面も有しており、一概に否定されるべきものではないところ“ („Beim Wettbewerb um Unternehmenskontrolle sollte auch der Aspekt, inkompetentes Management zu beseitigen und ein effektives Unternehmensmanagement zu ermöglichen, nicht von vornherein ausgeschlossen werden.“).

24 Häufig auch „Giftpillen“ genannt. Im vorliegenden Beitrag wird die Terminologie „Ausgabepläne“ für jegliche Art der von der Gesellschaft angekündigten Aktien- bzw. Optionszuteilung verwendet. Es handelt sich dabei um die kommunizierte Strategie des Verwaltungsrates einer (potenziellen) Zielgesellschaft, wie im Falle einer drohenden feindlichen Übernahme auf den Angreifer reagiert wird. Dabei ist die Abschreckungswirkung einer potenziellen Verwässerung der Beteiligung des Angreifers zentral.

Zentral ist, dass der Verwaltungsrat für den Ernstfall gerüstet sowie ein Abschreckungseffekt gegeben ist.

c) *Ad-hoc-Abwehrmaßnahmen*

Ist der Ernstfall eingetreten und sieht sich eine Gesellschaft mit einer feindlichen Übernahme konfrontiert, kann der Verwaltungsrat einstweilen im Voraus installierte Abwehrmaßnahmen umsetzen. Zentral ist dabei die Ausführung von Ausgabeplänen (unter Ausschluss des Bezugsrechts), um den Anteil eines Angreifers zu verwässern.²⁵ Weiter kann der Verwaltungsrat eine spontane Aktien- und Optionsausgabe zum gleichen Zweck vorsehen. Mit dem Erwerb eigener Aktien kann der Verwaltungsrat wiederum diese kooperierenden Aktionären zuteilen und durch eine erhöhte Nachfrage den Aktienkurs in die Höhe treiben, um so für den Angreifer die Übernahme teurer zu gestalten. Um das Objekt der Begierde für den Angreifer weniger attraktiv zu machen, ist auch eine Veränderung der Aktiva und Passiva der Gesellschaft eine potentielle Abwehrmaßnahme.

IV. RAHMENBEDINGUNGEN

1. *Rahmenbedingungen in Japan*

Hinsichtlich der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen ist in Japan primär das Gesellschaftsrecht und die Rechtsprechung der Gerichte maßgebend.²⁶ Auch macht die TSE spezifische Anforderungen an die Abwehrmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften. Hervorzuheben sind die Zulassungsregeln der Börse in Tōkyō (TSE-Zulassungsregeln) sowie der *Japan's Corporate Governance Code* (JCGC).²⁷ Letzterer wird über einen *Comply-or-explain*-Ansatz umgesetzt, indem die Zulassungsregeln die Gesellschaften verpflichten, allfällige Abweichungen vom JCGC offenzulegen und zu rechtfertigen.²⁸ Die *Financial Services Agency* ist für die Überwachung der Einhaltung der Vorgaben für öffentliche Kaufangebote zuständig.²⁹

25 Wird das Bezugsrecht nicht ausgeschlossen, so wird die Übernahme für den Angreifer (immerhin) teurer. Dies ist natürlich auch der Fall, wenn die Aktien der ausgeübten Optionen vom Angreifer erworben werden.

26 BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 127; BAUM, *supra* Fn. 3, 343.

27 TSE Securities Listing Regulations (as of 16 July 2019), abrufbar unter <https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/index.html> und Japan's Corporate Governance Code: Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, revised 11 June 2021, abrufbar unter <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/>.

28 Regel 436-3 TSE-Zulassungsregeln.

29 BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 47 f.

Hinsichtlich der Regelung über öffentliche Kaufangebote in Japan muss an dieser Stelle ein wichtiger Hinweis erfolgen. Anders als die Schweiz kennt Japan nur ein sehr eingeschränktes Pflichtangebot. In Japan trifft einen Erwerber von Aktien erst ab dem (geplanten) Erreichen einer Schwelle von zwei Dritteln die Pflicht, ein Angebot für alle Aktien einer Gesellschaft zu lancieren.³⁰ Dies macht es einem Angreifer möglich, mit einer relativ geringen Beteiligung die Kontrolle über eine Gesellschaft zu erlangen.³¹ Bei der Analyse der japanischen Rechtslage muss dieser Umstand stets im Auge behalten werden.

2. Rahmenbedingungen in der Schweiz

Im Gegensatz zu Japan wird der Verwaltungsrat in der Schweiz weniger durch die Selbstregulierung der Börse als durch die kapitalmarktrechtliche Legiferierung eingeschränkt. Zentral ist dabei das Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) und die Übernahmeverordnung (UEV).³² Die Schweiz verfügt über die UEK, welche die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote aufgrund der eben genannten Rechtsgrundlagen prüft. Die UEK ist weiter befugt, Abwehrmaßnahmen, die offensichtliche Gesellschaftsrechtsverletzungen darstellen, zu verbieten und zwar unabhängig davon, ob sie

30 Art. 27-2 Abs. 5 FBG (*Kin'yū shōhin torihiki-hō* [Finanzprodukt- und Börsengesetz], Gesetz Nr. 65/2006) i.V.m. Art. 8 Abs. 5 Nr. iii FBG-DVO (*Kin'yū shōhin torihiki-hō shikō-rei* [Durchführungsverordnung zum FBG], Verordnung Nr. 321/1965). Insbesondere kann ein Bieter mit einem öffentlichen Kaufangebot, bis unter die Schwelle von zwei Drittel aller Aktien einer Gesellschaft, Aktien dieser Gesellschaft erwerben, ohne dass er auch die diese Schwelle übersteigenden ihm angebotenen Beteiligungspapiere erwerben muss, sofern er dies in der öffentlichen Ankündigung festgehalten hat (Art. 27-13 Abs. 4 Nr. ii FBG i.V.m. Art. 14-2-2 FBG-DVO). BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 40 ff. und Rn. 107 ff.

31 Zu beachten ist aber, dass für diverse Beschlüsse und insbesondere eine Statutenänderung das Quorum von zwei Drittel der Aktien erforderlich ist. Immerhin kann mit einer Beteiligung von unter zwei Drittel der Aktien „eine Blockade“ in der Generalversammlung erzielt werden. Weiter kann ein Bieter sein öffentliches Kaufangebot zurückziehen, wenn die Zielgesellschaft Abwehrmaßnahmen ergreift. Der Bieter muss dies aber in der öffentlichen Bekanntmachung so festgehalten haben. Art. 27-11 Abs. 1 FBG i.V.m. Art. 14 Abs. 1 Nr. ii und v FBG-DVO i.V.m. Art. 26 Abs. 4 FBG-KVO (*Hakkō-sha igai no mono ni yoru kabuken-tō no kōkai kaisuke no kaiji ni kansuru naikaku-fu-rei* [Kabinettsverordnung zum FBG], Verordnung Nr. 38/1990). Siehe dazu BAUM/SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 98 ff.

32 Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (SR 958.1) und Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (SR 954.195.1).

während eines öffentlichen Kaufangebots beschlossen werden.³³ Wird eine Gesellschaft Ziel eines öffentlichen Kaufangebots, so schränkt das FinfraG den Handlungsspielraum des Verwaltungsrates maßgeblich ein. Letzterem ist es von nun an verboten, die Aktiva und Passiva der Gesellschaft, ohne Genehmigung der Generalversammlung, wesentlich zu verändern.³⁴ Ob die UEK Abwehrmaßnahmen während eines öffentlichen Kaufangebots *grundsätzlich untersagen* kann – unabhängig von einer Genehmigung der Generalversammlung oder einer wesentlichen Veränderung der Aktiva oder Passiva – ist umstritten und hängt davon ab, wie man die Delegationsnorm des FinfraG und die Enumeration in der UEV interpretiert.³⁵

Die eingeschränkte Kompetenz des Verwaltungsrates ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass in der Schweiz ein Aktionär zum Angebot aller Aktien einer Gesellschaft verpflichtet wird, wenn er die Schwelle von einem Drittel der Stimmrechte überschreitet.³⁶ Daher muss der Verwaltungsrat in der Schweiz grundsätzlich nicht mit denselben „Waffen“ ausgestattet werden wie sein Pendant in Japan, um die Interessen seiner Aktionäre zu verteidigen. Da Übernahmen in der Schweiz *per se* teurer als in Japan sind und ein Angreifer ein erhöhtes Preisrisiko trägt, sind *freundliche Transaktion* im Allgemeinen der einzig realistische Weg für einen interessierten Übernehmer. Andererseits ist ein Bieter, welcher bereit ist, alle Aktien einer Gesellschaft zu erwerben, in der Schweiz vom Verwaltungsrat kaum mehr abzuwehren.

33 Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV. Die UEK schreitet jedoch erst bei Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots ein. UEK, Empfehlung 0343/03, E. 2.1.2.2 in Sachen *Implemia AG*.

34 Siehe unten den Unterabschnitt VI.2.f).

35 Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG und Art. 36 Abs. 2 UEV. Da sich die Aufzählung in Art. 36 Abs. 2 UEV gemäß Marginalie auf Art. 132 Abs. 2 FinfraG stützt, welcher (ausschließlich) eine durch den Verwaltungsrat eigenmächtige ergriffene Maßnahme verbietet, die zu einer wesentlichen Veränderung der Aktiva und Passiva einer Gesellschaft führt, ist meines Erachtens die UEK durch die Vorgabe von Art. 132 Abs. 2 FinfraG eingeschränkt. Ebenso F. GERHARD/L. FORRER, *Die Zielgesellschaft – ein erstarrtes Kaninchen vor der Schlange?*, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (2020) 3, 8 f. Im Hinblick auf die Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen ist insbesondere die Frage von Relevanz, ob die UEK allgemein Abwehrmaßnahmen einer Zielgesellschaft verbieten kann, unabhängig von einem allfälligen Generalversammlungsbeschluss. P. BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, (4. Aufl., 2009) § 7 Rn. 192a und Rn. 205 ff., welcher sich auf verbotenen „Vereitelungsmaßnahmen“ bezieht (die nicht zwangsläufig gesellschaftsrechtswidrig sind), hält dies für möglich.

36 Art. 135 Abs. 1 FinfraG.

V. ZULÄSSIGE ABWEHRMAßNAHMEN IN JAPAN

1. *Allgemeine Abwehrmaßnahmen*a) *Einschränkung der Einflussnahme der Aktionäre in der Generalversammlung*aa) *Einberufungs- und Traktandierungsrecht*

Aktionäre die über sechs Monate mindestens 3 % der Stimmrechte kontinuierlich gehalten haben, können vom Verwaltungsrat die Einberufung einer außerordentlichen Generalversammlung verlangen.³⁷ Das Traktandierungsrecht (Vorschlagsrecht für Tagesordnungspunkte auf der Generalversammlung) kommt einem Aktionär zu, der über sechs Monaten ohne Unterbrechung mindestens 1 % der Stimmrechte oder 300 Stimmen innehatte.³⁸ Aktionäre denen mindestens ein Stimmrecht zukommt, können Vorschläge zu den Traktanden (Tagesordnungspunkten) machen.³⁹ Diese Schwellen können in den Statuten herunter-, jedoch nicht heraufgesetzt werden, was eine diesbezügliche Erschwerung der Einflussnahme unzulässig macht.⁴⁰

Der Verwaltungsrat muss dem Antrag zur Einberufung einer außerordentlichen Generalversammlung grundsätzlich sofort nachkommen und die Versammlung innerhalb von acht Wochen ansetzen; anderenfalls kann die Einberufung gerichtlich durchgesetzt werden.⁴¹ Eine Verlängerung dieser Frist, z. B. um Abwehrmaßnahmen umzusetzen oder vorzubereiten, ist unzulässig.⁴² Weiter darf der Verwaltungsrat die Teilnahme der Aktionäre nicht unangemessen durch Festlegung von Datum, Zeit oder Ort erschweren.⁴³

Die Einladung muss, zusammen mit den nötigen Unterlagen,⁴⁴ mindestens zwei Wochen vor der Generalversammlung verschickt werden.⁴⁵ In

37 Art. 297 Abs. 1 GesG.

38 Art. 303 Abs. 2 GesG. Wird eine außerordentliche Generalversammlung beantragt, ist das Einberufungsbegehren zusammen mit den Traktanden (und Vorschlägen zu den Traktanden) beim Verwaltungsrat einzureichen (Art. 297 Abs. 1 GesG).

39 Art. 303 Abs. 1 GesG. Ausgeschlossen ist dieses Recht insbesondere dann, wenn in den letzten drei Jahren ein substantiell gleicher Vorschlag weniger als 10 % der Stimmen erhalten hat.

40 Art. 297 Abs. 1 und Art. 303 Abs. 2 GesG. COLCERA, *supra* Fn. 3, 148 f.

41 Art. 297 Abs. 4 GesG.

42 COLCERA, *supra* Fn. 3, 151. Eine (statutarische) Verkürzung der Frist ist unproblematisch.

43 Art. 298 Abs. 1 GesG. Art. 831 Abs. 1 Nr. i GesG vermittelt den Aktionären diesbezüglich eine Anfechtungsmöglichkeit. Wird die Generalversammlung gerichtlich einberufen, legen die Aktionäre die Modalitäten der Versammlung fest (Art. 298 Abs. 1 [i. V. m. Art. 297 Abs. 4] GesG).

44 Art. 299 Abs. 4 und Art. 301 f. GesG.

diesem Fall scheint eine Verkürzung der Frist nicht möglich, da dies nicht im Interesse der (Minderheits-)Aktionäre wäre.⁴⁶ Zu beachten ist, dass bei einer Gesellschaft ab 1.000 Aktionären eine schriftliche Ausübung des Stimmrechts möglich sein muss, wobei für Gesellschaften mit börsennotierten Aktien diese Schwelle nicht gilt.⁴⁷ Der Traktandensteller muss den Verwaltungsrat mindestens acht Wochen vor der Generalversammlung über sein Begehren informieren, wobei eine kürzere Frist in den Statuten vorbehalten ist.⁴⁸ Eine längere Frist, insbesondere um dem Verwaltungsrat mehr Zeit zu verschaffen, ist unzulässig.⁴⁹

bb) Quorumsbestimmungen

Für eine Statutenänderung ist ein außerordentlichen Generalversammlungsbeschluss notwendig.⁵⁰ Für diesen sind grundsätzlich zwei Drittel der Stimmen der anwesenden Aktionäre in der Generalversammlung erforderlich, und die Mehrheit der absolut berechtigten Stimmen müssen anwesend sein.⁵¹ Die Schwellen für einen außerordentlichen Generalversammlungsbeschluss können heraufgesetzt werden, was einen effektiveren Schutz von in den Statuten verankerten Abwehrmaßnahmen ermöglicht.⁵² Ebenso kann die Schwelle für die Abwahl des Verwaltungsrates statutarisch heraufgesetzt werden, was zusammen mit einer gestaffelten Amtszeit des Verwaltungsrates implementiert werden kann.⁵³

45 Art. 299 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. ii GesG. Eine Ausnahme (mit erneuter Gegen Ausnahme für Generalversammlungen mit schriftlicher oder elektronischer Stimmabgabe) besteht gemäß Art. 299 Abs. 1 GesG für geschlossene Gesellschaften (die Frist beträgt eine Woche) und wiederum für Gesellschaften ohne einen Verwaltungsrat (Verkürzung der Frist auf unter eine Woche möglich).

46 Siehe unten Fn. 204.

47 Art. 298 Abs. 2 GesG und Regel 435 TSE-Zulassungsregeln. Eine elektronische Stimmabgabe kann gemäß Art. 298 Abs. 1 Nr. 4 GesG fakultativ vorgesehen werden.

48 Art. 303 Abs. 2 GesG.

49 COLCERA, *supra* Fn. 3, 151.

50 Art. 309 Abs. 2 Nr. xi i. V. m. Art. 466 GesG.

51 Art. 466 i. V. m. Art. 309 Abs. 2 Nr. xi GesG. Für eine ordentlichen Generalversammlungsbeschluss i. S. v. Art. 309 Abs. 1 GesG ist die Mehrheit der anwesenden Stimmen, wobei mindestens die Hälfte aller Stimmen vertreten sein müssen, notwendig. Anders als in der Schweiz, wird bei den Quoren nicht auf den Nennwert-Kapitalanteil abgestellt, da Japan keine Aktiennennwerte kennt.

52 Art. 309 GesG.

53 Art. 341 GesG. Zur gestaffelten Amtszeit des Verwaltungsrates und der nur (sehr) begrenzten Wirkung als Abwehrmaßnahme unter dem japanischen Recht siehe unten Unterabschnitt V.2.b).

cc) *Stimmrechtsvertretung*

Die Stimmrechtsvertretung ist zulässig, wobei die Anzahl der Vertretungen für einen reibungslosen Ablauf in der Generalversammlung eingeschränkt werden kann.⁵⁴ Statuten können erhöhte Anforderungen an Stimmrechtsvertreter stellen bzw. deren Teilnahme einschränken.⁵⁵ Jeder Aktionär kann Einsicht in das Aktienbuch verlangen, solange dies in Ausübung seiner Aktionärsrechte (insbesondere seines Stimmrechts) und nicht missbräuchlich geschieht.⁵⁶ Eine Verweigerung der Einsicht aufgrund eines Konkurrenzverhältnisses scheint unter der aktuellen Fassung des Gesellschaftsgesetzes (GesG) nicht mehr möglich zu sein.⁵⁷ Dies erleichtert es einem Angreifer einen *Proxy Fight* durchzuführen, da er Zugang zu den Namen und Adressen der Aktionäre erhält.⁵⁸

dd) *Fazit*

Die Einflussmöglichkeiten in der Generalversammlung lassen sich vom Verwaltungsrat in Japan nur begrenzt limitieren. Verfügt der Angreifer über eine – insbesondere im Vergleich zur Schweiz geringe – *qualifizierte Beteiligung*, so kann er eine außerordentliche Generalversammlung einberufen sowie über Traktanden abstimmen lassen und seinen Einfluss *aktiv* in die Gesellschaft einbringen. Hinsichtlich eines Abstimmungskampfes in der Generalversammlung ist grundsätzlich eine Zweidrittelmehrheit entscheidend, wobei mit Hilfe von Stimmrechtsvertretungen das nötige Quorum

54 Art. 310 Abs. 1 und Art. 310 Abs. 5 GesG. Siehe dazu TÖKYŌ KABUKON [東京株 懇], Guideline on Attendance at the General Shareholders Meeting of Japanese Listed Companies by Global Institutional Investors (Executive Summary) (2015) 3, abrufbar unter https://www.kabukon.tokyo/data/data/guidelines/guideline_2015_e.pdf.

55 TÖKYŌ KABUKON, *supra* Fn. 54, 3 f., mit Verweis auf einen Entscheid des Obersten Gerichtshofs von 1976, der den Anwendungsbereich von entsprechenden Statutenbestimmungen limitiert, die eine Einschränkung von Stimmrechtsvertretern vorsehen. Ist eine Störung durch Stimmrechtsvertreter ausgeschlossen und das Stimmrecht der Aktionäre durch das Verbot von Stimmrechtsvertretern gefährdet, entfalten entsprechende Statutenbestimmungen keine Wirkung.

56 Art. 125 Abs. 2 und 3 GesG.

57 M. HARADA / T. NAKAYAMA / Y. OMATA, Chapter 12 Japan, in: Calkoen (Hrsg.), *The Corporate Governance Review* (10. Aufl., 2020) 170, 173. Angaben zum Gesetz oben in Fn. 1.

58 Ein Beispiel ist der gewonnene Kampf von *Ichigo Asset Management* um Aktionärsstimmen gegen *Tokyo Kohketsu*. Der Fond konnte sich durch die Informationen aus dem Aktienbuch mit den Aktionären (brieflich) in Kontakt setzen, um so erfolgreich eine geplante Fusion in der Generalversammlung zu kippen. J. BUCHANAN / D. HEESANG CHAI / S. DEAKIN, *Hedge Fund Activism in Japan* (2012) 188 f.

erreicht werden kann. Der Verwaltungsrat kann aber im Voraus statutarische Hürden installieren, indem die Stimmrechtsvertretung eingeschränkt und das Zustimmungserfordernis heraufgesetzt wird.

b) Einschränkung der Informationsrechte

Zusätzlich zum Einsichtsrecht in das Aktienbuch können Aktionäre, die mindestens 3 % der Stimmen oder Aktien besitzen, Einsicht in die Geschäftsbücher nehmen.⁵⁹ Dies darf – wie bei der Einsichtnahme in das Aktienbuch – verweigert werden, wenn der Aktionär missbräuchlich oder nicht in Ausübung seiner Aktionärsrechte vorgeht.⁶⁰ Die Gesellschaft kann sich jedoch zudem auf ein allfälliges Konkurrenzverhältnis zwischen ihr und einem Unternehmen berufen, mit welchem der Aktionär in Beziehung steht.⁶¹

Weiter kann ein Aktionär mit mindestens 3 % der Stimmen oder Aktien einen Prüfer einsetzen lassen, der Verstöße der Geschäftsführung gegen Gesetz oder Statuten aufdeckt.⁶² Für einen Übernehmer kann dies interessant sein, da der Prüfer Einsicht in die Finanzlage nehmen kann.⁶³ Daneben haben Aktionäre das Recht Einsicht in Statuten,⁶⁴ Generalversammlungsprotokolle,⁶⁵ Verwaltungsratsprotokolle,⁶⁶ Protokolle der Aufsichtsorgane,⁶⁷ das Aktienbuchs⁶⁸ oder das Registers der Optionsinhaber⁶⁹ zu nehmen. Ebenfalls ist für Aktionäre die Jahresrechnung und der Geschäftsbericht einsehbar, wobei letzterer die Maßnahmen zur Abwehr fremden Einflusses im Hinblick auf die Managementpolitik der Gesellschaft offenlegen muss.⁷⁰

59 Art. 433 Abs. 1 GesG.

60 Art. 433 Abs. 2 GesG.

61 Art. 433 Abs. 2 Nr. iii GesG.

62 Art. 358 Abs. 1 und 7 GesG.

63 Dabei kann der Prüfer auch Einsicht in den Betrieb und die Finanzlage von Tochtergesellschaften der Zielgesellschaft nehmen (Art. 358 Abs. 4 GesG.).

64 Art. 31 Abs. 2 GesG.

65 Art. 318 Abs. 4 GesG.

66 Art. 371 Abs. 2 GesG. Für eine KK mit einem Prüfer(rat), einem Prüfungs- Aufsichtsausschuss oder einem Ausschusssystem muss das Gericht zustimmen (Art. 371 Abs. 3 GesG).

67 Art. 394 Abs. 2 GesG (für die Protokolle des Prüfrates), Art. 399-11 Abs. 2 GesG (für die Protokolle des Prüfungs- und Aufsichtsausschusses) und Art. 413 Abs. 3 GesG (für die Protokolle des Ausschusssystem). Auch in diesen Fällen muss die Zustimmung des Gerichts vorliegen.

68 Art. 125 Abs. 2 GesG.

69 Art. 252 Abs. 2 und 3 GesG.

70 Art. 442 Abs. 3 GesG. und Art. 435 Abs. 2 GesG i. V. m. Art. 118 Nr. iii lit. b Ziff. 2 GesG-VO (*Kaisha-hō shikō kisoku* [Durchführungsverordnung zum GesG], Verordnung Nr. 12/2006). Gemäß Art. 437 GesG muss die Jahresrechnung und der

Der JCGC verpflichtet zudem die Gesellschaften, (ergriffenen) Abwehrmaßnahmen offenzulegen und sich gegenüber den Aktionären angemessen zu erklären.⁷¹

Die oben genannten Schwellen können in den Statuten herunter-, da es sich beim Einsichtsrecht aber um ein *Minderheitsrecht* handelt, nicht heraufgesetzt werden.⁷² Dasselbe gilt für eine allgemeine Modifikation bzw. Einschränkung der Informationsrechte. Hinsichtlich des Erhalts von Informationen eines unerwünschten Aktionärs, kann der Verwaltungsrat in Japan somit nur begrenzt Einfluss nehmen. Immerhin ist es ihm im Rahmen der gesetzlichen Verweigerungsgründe möglich, ein entsprechendes Begehren abzulehnen.

Da bei einer feindlichen Übernahme grundsätzlich keine *Due Diligence*-Prüfung gestattet wird, kann ein Aktionär, welcher über die nötigen Stimmrechte oder Aktien verfügt, die Unternehmensbewertung mithilfe seines Einsichtsrechts und der öffentlich zugänglichen Informationen durchzuführen versuchen. Wie oben dargelegt muss ein feindlicher Übernehmer in Japan nicht ein *All-in-Risiko* eingehen, um die Kontrolle zu erhalten, sondern kann (zunächst) eine geringe(-re) Beteiligung erwerben, um eine seriöse Unternehmensbewertung durchzuführen. Eine verweigerte *Due Diligence*-Prüfung verfügt daher in Japan nicht über dieselbe „Abwehrwirkung“, wie in der Schweiz.⁷³

2. Spezifische Abwehrmaßnahmen

a) Einführung von Abwehrmaßnahmen

Börsennotierte Gesellschaften treffen hinsichtlich Abwehrmaßnahmen folgende Pflichten, und es wird ihnen von der TSE empfohlen, diese vor Einführung allfälliger Maßnahmen zu konsultieren:⁷⁴

Geschäftsbericht mit der Einladung zur Generalversammlung an die Aktionäre versandt werden.

71 Grundsatz 1.5. JCGC.

72 Vgl. H. KANSAKU/M. BÄLZ, § 3 Gesellschaftsrecht, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (2011) 63, Rn. 80.

73 Siehe dazu unten Unterabschnitt VI.1.b).

74 Die Autoren J. ARMOUR/J. B. JACOBS/C. J. MILHAUPT, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, Harvard International Law Journal (2011) 219, 255, und D. H. WHITTAKER/M. HAYAKAWA, *Contesting “Corporate Value” Through Takeover Bids in Japan*, ZJapanR/J.Japan.L. 23 (2007) 5, 18, gehen wohl von einer *Pflicht* aus. Gemäß persönlicher Anfrage bei der TSE vom April 2021 ist dem nicht so, jedoch wird die vorherige Absprache mit dem Handelsplatz von dieser empfohlen.

- *Publizitätspflicht*: Abwehrmaßnahmen müssen frühzeitig und angemessen offengelegt werden.⁷⁵ Konkret wird von der TSE eine Publikation der Abwehrmaßnahmen in den Medien oder auf der Webseite der Gesellschaft gefordert.⁷⁶ Die Einführung von Abwehrmaßnahmen muss begründet werden.⁷⁷
- *Transparenz*: Der Einsatz und die Abschaffung einer Abwehrmaßnahme müssen transparent ausgestaltet sein und dürfen nicht im willkürlichen Ermessen des Verwaltungsrates liegen.⁷⁸
- *Auswirkungen auf die Märkte*: Der Einsatz von Abwehrmaßnahmen darf nicht zu einer instabilen Preisbildung von Aktien führen oder Investoren unvorhersehbar schädigen.⁷⁹
- *Aktionärsrechte*: Abwehrmaßnahmen müssen die Aktionärsrechte respektieren.⁸⁰

b) Gestaffelter Verwaltungsrat

Die Amtsdauer des Verwaltungsrats einer offenen Gesellschaft kann zwar auf weniger, nicht aber länger als auf zwei Jahre festgesetzt werden.⁸¹ Die (statutarische) Einteilung der Verwaltungsräte in verschiedene Klassen, um eine Staffelung der Wahl bzw. der Amtszeit zu erreichen, scheint in Japan *möglich*, jedoch verpönt zu sein.⁸² Eine Staffelung hat jedoch grundsätzlich beschränkte Wirkung, da ein feindlicher Übernehmer spätestens nach zwei Jahren den Verwaltungsrat regulär vollständig auswechseln kann.⁸³ Verwal-

75 Regel 440 Abs. 1 TSE-Zulassungsregeln und TSE-Leitfaden, 132 (TSE, New Listing Guidebook 1st and 2nd sections 2019, abrufbar unter <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing-on-tse/new/guide/>).

76 TSE-Leitfaden, 134.

77 Ebd.

78 Regel 440 Abs. 2 TSE-Zulassungsregeln und TSE-Leitfaden, 132.

79 Regel 440 Abs. 3 TSE-Zulassungsregeln und TSE-Leitfaden, 133.

80 Regel 440 Abs. 4 TSE-Zulassungsregeln und TSE-Leitfaden, 133.

81 Art. 332 Abs. 1 GesG.

82 G. GOTO, Legally “Strong” Shareholders in Japan, Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law 2014, 125, 133 in Fn. 46; MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, Corporate Value Study Group, Corporate Value Report (2005) 94 f., abrufbar unter https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihou/sei/pdf/houkokusyo_hontai_eng.pdf; COLCERA, *supra* Fn. 3, 146 f.

83 Um trotzdem einen (minimalen) Effekt zu erzielen, sollte eine Zielgesellschaft eine Begrenzung der Verwaltungsratsmitglieder nach oben vorsehen und diese Plätze besetzen, da sonst ein Angreifer bei der nächsten Generalversammlung „seine“ Mitglieder dazu wählt, um so (umgehend) die Kontrolle (durch die Mehrheit im Verwaltungsrat) in der Gesellschaft zu übernehmen. So geschehen im Fall der erfolgreichen (!) feindlichen Übernahme von *Kokusai Kōgyō* durch *Kōshin*. BAUM, *supra* Fn. 8, 99 f.

Verwaltungsräte können überdies jederzeit mit einem (ordentlichen) Generalversammlungsbeschluss abgewählt werden.⁸⁴ Eine diesbezüglich statutarische Erschwerung der Abwahl – sei es mit höherem Quorum oder durch andere Voraussetzungen – ist im japanischen Recht möglich.⁸⁵

Bei einer Gesellschaft mit einem Ausschusssystem oder einem Prüfungs- und Aufsichtsausschuss beträgt die Amtsdauer der Verwaltungsratsmitglieder, welche den jeweiligen Ausschüssen nicht angehören, maximal ein Jahr.⁸⁶ Die Amtszeit der Verwaltungsräte, welche dem Prüfungs- und Aufsichtsausschuss angehören, beträgt hingegen – nicht abänderbar – zwei Jahre.⁸⁷ Deshalb hat eine Gesellschaft mit diesen Organen kaum Spielraum hinsichtlich einer gestaffelten Amtszeit.

c) Abgangsentschädigungen

Soweit ersichtlich gibt es keine Bestimmungen, die eine (übermäßige) Abgangsentschädigung der Verwaltung („golden parachut“) explizit verbieten.⁸⁸ Vorbehaltlich einer statutarischen Regelung entscheidet die Generalversammlung über den Gesamtbetrag der Vergütung des Verwaltungsrats, wobei die individuelle Entschädigung für die einzelnen Verwaltungsräte von diesem als Gremium festgelegt wird.⁸⁹ Die Zustimmung der Generalversammlung muss nicht jährlich vorliegen, sondern nur bei einer Veränderung (des Limits) der (Abgangs-)Entschädigung der Verwaltung.⁹⁰ Ohne

84 Art. 329 Abs. 1 i. V. m. Art. 339 Abs. 1 und Art. 341 GesG.

85 COLCERA, *supra* Fn. 3, 147 f.; S. YAMAGUCHI, Abwehrmaßnahmen börsennotierter Aktiengesellschaften gegen feindliche Übernahmeangebote in Deutschland und Japan (2005) 148 f.

86 Art. 332 Abs. 3 und Abs. 6 GesG.

87 Art. 332 Abs. 3 und Art. 329 Abs. 2 GesG.

88 Siehe aber COLCERA, *supra* Fn. 3, 156, mit Verweis auf K. SUZUKI, Future Prospect of Takeovers in Japan Analyzed from the View of Share-ownership Structures and Laws in Comparison with the United States and the European Union, *Columbia Journal of Transnational Law* 2004, 777, 807, der davon ausging, dass eine (übermäßige) Abgangsentschädigung möglicherweise gegen das seinerzeit im Zivilgesetz verankerte Prinzip verstieß, dass eine Abgangsentschädigung (nur) für geleistete Arbeit bezahlt werden kann. Siehe dazu auch YAMAGUCHI, *supra* Fn. 85, 153 ff. Die relevante gesellschaftsrechtliche Norm, auf welcher das Prinzip basiert, ist heute im GesG (Art. 361) zu finden.

89 Art. 361 Abs. 1 (Nr. i) (und Abs. 3 und Abs. 4) i. V. m. Art. 309 Abs. 1 GesG.

90 S. MCGINTY / D. GREEN, What Shareholders in Japan Say about Director Pay: Does Article 361 of Japan's Companies Act Matter?, *Asian Journal of Comparative Law* 2018, 87, 90 und 97 f., mit dem Hinweis, dass bei einer Reduktion der Verwaltungsräte, immer noch die Gesamtvergütung, ohne (nochmalige) Zustimmung der Generalversammlung individuell an die einzelnen Verwaltungsräte verteilt werden kann.

Zustimmung der Generalversammlung ist ein entsprechender Verwaltungsratsbeschluss, der eine vertragliche (Abgangs-)Entschädigung vorsieht, nicht durchsetzbar.⁹¹ Hat die Gesellschaft einen Vergütungsausschuss, so entscheidet dieser ohne Mitwirkung der Generalversammlung über das Entgelt.⁹² Für die statutarische Verankerung einer Abgangsentschädigung des Verwaltungsrats hinsichtlich einer feindlichen Übernahme ist – auch beim Vorliegen eines Vergütungsausschusses – ein Generalversammlungsbeschluss zwingend notwendig.⁹³ Individuelle (Abgangs-)Entschädigungen ab ¥ 100 Mio. müssen von börsennotierten Gesellschaften offengelegt werden.⁹⁴ Somit kann ein Angreifer abschätzen, was ihn die Auswechslung der Verwaltung kosten würde. In Japan ist also für den Verwaltungsrat die Generalversammlung oder ein allfälliger Vergütungsausschuss die Hürde für die Implementierung eines sogenannten „goldenen Fallschirms“.⁹⁵

d) *Aktien- und Optionsausgabe*

aa) *Schaffung von Aktien und Aktienaussgabe*

Bei einer offenen Gesellschaft entscheidet im Allgemeinen der Verwaltungsrat über die Zuteilung⁹⁶ und die Modalitäten⁹⁷ der Aktienaussgabe und kann im Rahmen des genehmigten Kapitals ohne Mitwirkung der Generalversammlung grundsätzlich zeitlich unbefristet über die Emission entscheiden.⁹⁸ Ein Bezugsrecht steht den Aktionären nicht zu.⁹⁹

Möchte der Verwaltungsrat das genehmigte Kapital erhöhen, stellt dies eine Statutenänderung dar, welche einen außerordentlichen Generalver-

91 MCGINTY / GREEN, *supra* Fn. 90, 98 f.

92 MCGINTY / GREEN, *supra* Fn. 90, 96.

93 MCGINTY / GREEN, *supra* Fn. 90, 88 und 97.

94 Cabinet Office Disclosure Form 2, Art. 57 lit. b.

95 T. KATO / K. KUBO, CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay, *Journal of the Japanese and International Economies* 2006, 1, 4, mit dem Hinweis, dass die Zustimmung in der Generalversammlung hinsichtlich der Vergütung des CEO, falls nicht ein Vergütungsausschuss zuständig ist, im Allgemeinen bloß eine Formalität darstellt. Zum symbolischen Charakter der Generalversammlung in Japan siehe MCGINTY / GREEN, *supra* Fn. 90, 89 und 97; KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 42 und Rn. 129.

96 Art. 202 Abs. 1 und 3 Nr. iii und Art. 204 Abs. 1 GesG.

97 Art. 201 Abs. 1 GesG i. V. m. Art. 199 Abs. 1 GesG.

98 Zur Zeit der Gründung muss mindestens ein Viertel der „genehmigten Aktienanzahl“ effektiv ausgegeben und liberiert worden sein (Art. 37 Abs. 3 GesG). Dies verleiht dem Verwaltungsrat eine erhebliche Flexibilität hinsichtlich der Emission des verbleibenden (genehmigten) Kapitals. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 108; BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 131.

99 KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 112; BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 131.

sammlungsbeschluss bedingt.¹⁰⁰ Werden die Aktien zu einem besonders günstigen Preis ausgegeben, ist ebenfalls ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss erforderlich. Zudem muss der Verwaltungsrat die Umstände einer solchen Aktienaussgabe rechtfertigen.¹⁰¹ Ein Generalversammlungsbeschluss ist entbehrlich, wenn die Aktien an alle Altaktionäre zugeteilt werden.¹⁰² Die Aktionäre müssen über die Aktienaussgabe mindestens zwei Wochen vor der geplanten Emission informiert werden, sodass sie ein allfällig *gewährtes* Bezugsrecht wahrnehmen können.¹⁰³ Die Aktionäre können die Aktienaussgabe anfechten, wenn sie gegen Gesetz oder Statuten verstößt oder *extrem unfair* erfolgt.¹⁰⁴

bb) Optionsausgabe

Auch hinsichtlich der Vergabe von Optionen auf Aktien¹⁰⁵ entscheidet der Verwaltungsrat einer offenen Gesellschaft grundsätzlich in vollem Ausmaß über die Emission, soweit sie sich im Umfang des genehmigten oder vorhandenen Kapitals bewegt.¹⁰⁶ Optionen können kostenlos zugeteilt wer-

100 Art. 113 Abs. 3 i.V.m. Art. 466 i.V.m. Art. 309 Abs. 2 Nr. xi GesG. Die Anzahl der Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals darf das Vierfache der ausgegebenen Aktien nicht übersteigen (Art. 113 Abs. 3 Nr. i GesG).

101 Art. 201 Abs. 1 i.V.m. Art. 199 Abs. 2 und Abs. 3 i.V.m. Art. 309 Abs. 2 Nr. v GesG.

102 Art. 202 Abs. 3 Nr. iii und Abs. 5 GesG. Den Aktionären wird ein Bezugsrecht gewährt. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 109.

103 Art. 201 Abs. 3 und Abs. 4 und Art. 202 Abs. 4 GesG. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 109 ff.

104 Art. 210 GesG. Auch steht den Aktionären die Nichtigkeitsklage innerhalb von sechs Monaten ab Aktienaussgabe offen. Art. 828 Abs. 1 Nr. ii und iii und Abs. 2 Nr. ii und iii GesG. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 115, mit Verweis auf die restriktive Handhabung der Gerichte hinsichtlich der Nichtigkeitsklage.

105 D.h. *Kaufoptionen* oder *Zeichnungsoptionen*. Nach der Legaldefinition von Art. 2 Nr. xxi GesG handelt es sich um „[...] any right which entitles the holder to acquire shares in a Stock Company by exercising the right against such Stock Company“. Aktien können aber insbesondere auch „gezeichnet“ werden. Siehe dazu Art. 236 Abs. 1 Nr. v GesG, welcher explizit den Fall anspricht, dass durch die Ausübung der Option eine Kapitalerhöhung stattfindet. Insofern handelt es sich dann um (die Durchführung) eine(r) bedingte(n) Kapitalerhöhung. Siehe dazu ODA, *supra* Fn. 3, 252, mit dem zutreffenden Hinweis, dass es sich in Japan um ein „comprehensive concept“ der Optionsausgabe handelt.

106 Bzw. sich im Rahmen der genehmigten Aktienanzahl bewegt oder auf vorhandene Aktien bezieht (Art. 236 Abs. 1 Nr. i GesG). Art. 241 Abs. 1 und Abs. 3 Nr. iii und Art. 243 und Art. 240 Abs. 1 i.V.m. Art. 238 Abs. 1 GesG. BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 135.

den.¹⁰⁷ Ein Bezugsrecht steht den Aktionären nicht zu.¹⁰⁸ Ist das Anbieten der Optionen für die Empfänger besonders vorteilhaft, muss der Verwaltungsrat die Gründe dafür darlegen und es ist ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss notwendig.¹⁰⁹ Auch hier ist die Mitwirkung der Generalversammlung entbehrlich, wenn die Optionen an Altaktionäre zugeteilt werden.¹¹⁰ Der Verpflichtung aus den Optionen kann von der Gesellschaft mit der (originären) Ausgabe oder mit der Übertragung von (einem Treuhänder) gehaltenen, eigenen Aktien nachgekommen werden.¹¹¹ Die Information über die Modalitäten der geplanten Emission muss mindestens zwei Wochen vor der geplanten Zuteilung an die Aktionäre erfolgen¹¹² und die Optionsvergabe kann auch hier von den Aktionären angefochten werden, sollte sie *extrem unfair* oder rechtswidrig erfolgen.¹¹³

107 Art. 277 GesG. Dabei handelt es sich um Aktionärsoptionen, die aber nicht unbedingt ohne Gegenleistung ausübbar sind. Zum Begriff Aktionärsoptionen siehe unten in Fn. 252. Zur Unterscheidung zwischen dem zu leistenden Betrag bei der *Zuteilung* und bei der *Ausübung* der Option siehe sogleich in Fn. 109.

108 Art. 241 Abs. 1 und Art. 243 Abs. 1 GesG.

109 Art. 240 Abs. 1 i. V. m. Art. 238 Abs. 3 (und Abs. 1 Nr. ii und iii) i. V. m. Art. 309 Abs. 2 Nr. vi GesG. Der Preis, der (gegebenenfalls) für den Erhalt der Option zu zahlen ist (Art. 238 Abs. 1 Nr. ii und iii und Art. 277 GesG), darf nicht mit dem zu leistenden Betrag (oder Wert) im Falle der Ausübung der Option verwechselt werden (Art. 236 Abs. 1 Nr. ii und iii und Art. 281 GesG). Ebenso S. KOZUKA, The Use of Stock Options as Defensive Measures: The Impact of the 2001 Amendments to the Corporate Law on Corporate Control in Japan, *ZJapanR/J.Japan.L.* 15 (2003) 135, 136 f., der zwischen dem „strike price“ und dem „premium paid for the issuance of the option“ unterscheidet.

110 Art. 241 Abs. 3 Nr. iii und Abs. 5 GesG.

111 D.h. die Optionen können mit bereits *vorhandenem* oder *neu zu schaffendem Kapital* unterlegt werden, indem der Optionsinhaber die Aktien – bei Ausübung der Option – (bloß) *kauft* oder (aber) *zeichnet*. Siehe dazu auch Fn. 105 oben.

112 Art. 240 Abs. 2 GesG.

113 Art. 247 GesG. Meines Erachtens stellt die Voraussetzung, dass ein Generalversammlungsbeschluss im Fall einer Bevorzugung von gewissen Personen notwendig ist i. V. m. der nachträglichen (gerichtlichen) Kontrollmöglichkeit von Art. 247 GesG (bzw. Art. 210 bei der Aktienaussgabe), welche insbesondere dann relevant wird, wenn der Entscheid nicht der Generalversammlung vorgelegt wurde (KOZUKA, *supra*, Fn. 109, 137), einen Ausgleich zum fehlenden Bezugsrecht im japanischen Recht dar. Ähnlich BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 131, hinsichtlich der Ausgabe von Aktien. Den Aktionären und Optionsrechtinhaber steht weiter die Nichtigkeitsklage innerhalb von sechs Monaten ab Optionsausgabe offen. Art. 828 Abs. 1 Nr. iv und Abs. 2 Nr. iv GesG.

*cc) Ausgestaltung als Abwehrmaßnahme**(1) Form*

Die Aktien- und Optionsausgabe ist die häufigste präventive, in Form eines Ausgabeplans, wie auch zeitgleiche Abwehrmaßnahme Japans.¹¹⁴ Einem im Voraus zu einer feindlichen Übernahme kommuniziertes Statement hinsichtlich einer Aktien- oder Optionsausgabe für den Fall eines feindlichen Übernahmeversuchs, wie auch einer entsprechenden statutarischen Verankerung, steht das japanische Gesellschaftsrecht grundsätzlich nicht entgegen.¹¹⁵ Die Vergabe von Optionen, ohne konkrete drohende feindliche Übernahme in Aussicht, die für den Fall eines feindlichen Übernahmeversuchs einen Aktienbezug vorsehen, ist ebenfalls möglich. Die (effektive) Platzierung von Optionen vor einer drohenden feindlichen Übernahme, deren Ausübungspreis signifikant unter dem Marktpreis der Aktie liegt, ist nach Maßgabe der TSE unzulässig.¹¹⁶ Eine Ausnahme besteht für Optionen, die vor Durchführung des Ausgabeplans treuhänderisch gehalten und erst im Rahmen einer Übernahme verteilt werden. In diesem Fall können nämlich alle Aktionäre, auch jene, die nach Implementierung des Ausgabeplans Aktionäre wurden, die Optionen erhalten.¹¹⁷ Weiter kann durch gezielte

114 BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 123 ff. und Rn. 131 ff. In jüngerer Zeit ist aber ein Rückgang dieser Abwehrmaßnahme auszumachen. KOH / NAKAHIGASHI / PUCHNIAK, *supra* Fn. 3, gehen sogar von einem „Aussterben“ aus.

115 Betreffend einer zukünftigen Optionsvergabe wird vielfach von (*Pre-Warning* oder *Advanced-Warning*) *Rights Plans* („Frühwarnsysteme“) gesprochen. Das Szenario für eine Options- oder Aktienaussgabe ist dann gegeben, wenn ein Bieter die von der Gesellschaft vorgegebenen Vorgaben, z.B. die Beantwortung von Fragen oder Respektierung des Unternehmenswertes etc., nicht einhält. Gemäß TSE-Leitfaden, 135 f., muss ein potenzieller Angreifer (wie auch alle anderen Investoren) im vornherein die Vorgaben des Ausgabeplans verstehen und abschätzen können. Zudem müssen die Auswirkungen auf die Aktienmärkte und die Investoren berücksichtigt und eine all-fällige (Möglichkeit der) Beendigung des Ausgabeplans offengelegt werden.

116 TSE-Leitfaden, 129 f. Dabei ist die Gefahr von volatilen Preisbildungen und einer Beeinträchtigung von Investorenrechten, angesichts der Erwartungshaltung aufgrund „der Kommunikation der Maßnahme“ an den Markt, schon vor bzw. ohne die tatsächliche Ausübung der Optionen gegeben. Diese Überlegungen sind offensichtlich von der *Nireko*-Rechtsprechung inspiriert. Gemäß Regel 601 Abs. 1 Nr. 17 TSE-Zulassungsregeln i. V. m. Regel 601 Ziff. 14 Abs. 1 TSE-Vollstreckungsregeln (Enforcement Rules for Securities Listing Regulations [as of 13 August 2019] abrufbar unter <https://www.jpx.co.jp/english/rules-participants/rules/regulations/index.html>) ist eine Optionszuteilung an Nicht-Aktionäre, im Falle einer Ausübungsmöglichkeit der Optionen deutlich unter dem Marktwert, ein Grund zum Delisting.

117 TSE-Leitfaden, 129 f. Andernfalls würde alle Aktionäre, welche nach der Implementierung des Ausgabeplans bzw. der Verteilung der Optionen (weitere) Beteili-

Aktienplatzierung im Vorfeld ein Kreis kooperierender Aktionäre aufgebaut werden, wobei Kreuzbeteiligungen laut TSE offengelegt werden müssen.¹¹⁸ Ausgabepläne hinsichtlich Optionen, die auch bei einer Auswechslung der Mehrheit des Verwaltungsrats nicht gestoppt werden können, sind gemäß TSE-Zulassungsregeln unzulässig.¹¹⁹ Die Implementierung und die Aktivierung eines Ausgabeplans von bei der TSE börsennotierten Gesellschaften muss publiziert werden.¹²⁰

(2) Entscheidungskompetenz

Wie oben dargelegt, liegt die Aktien- und Optionszuteilung grundsätzlich in der Kompetenz des Verwaltungsrats. Häufig sind aber spezielle zu diesem Zweck gegründete Ausschüsse für die Entscheidung zur effektiven Aktien- oder Optionsausgabe zuständig.¹²¹ Möglich ist auch den Entschluss zur Implementierung und/oder Durchführung eines Ausgabeplans der Generalversammlung zu übertragen.¹²² Wird diese Entscheidung einem (externen) Ausschuss oder der Generalversammlung überlassen, so kann dies in die Beurteilung der Gerichte über die Rechtmäßigkeit der Abwehrmaßnahme einfließen.¹²³ Nach Maßgabe der TSE muss bei der Einführung von

gungen der Gesellschaft erworben haben, der Gefahr einer (ungewissen) Verwässerung ausgesetzt werden. Dies war beim *Nireko*-Fall gegeben und wurde von der Rechtsprechung kritisiert.

118 Grundsatz 1.4 JCGC. Zu beachten ist weiter, dass gemäß Art. 308 Abs. 1 GesG i. V. m. Art. 67 Abs. 1 GesG-VO die Stimmen von Kreuzbeteiligungen ab einer 25 % Beteiligung hinsichtlich der Wahl von Verwaltungsräten und Statutenänderungen eingeschränkt sind.

119 TSE-Leitfaden, 130. Dabei handelt es sich um sogenannte „Dead Hand Type“-Ausgabepläne.

120 Regel 402 Abs. 1 lit. a TSE-Zulassungsregeln i. V. m. Regel 402 Ziff. 1 Abs. 1 TSE-Vollstreckungsregeln und Grundsatz 1.5 JCGC. Laut MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *Takeover Defense Measures in Light of Recent Environmental Changes*, Corporate Value Study Group, Corporate Value Report (2008) 19, abrufbar unter https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/080630TakeoverDefenseMeasures.pdf, kann in diesem Fall angenommen werden, dass ein potenzieller Angreifer das Risiko einer Verwässerung seiner Beteiligung in Kauf genommen hat, was insbesondere eine Barabfindung (für den Angreifer) unnötig machen bzw. (im Hinblick auf die restlichen Aktionäre) eine Verletzung des Gesellschaftsrechts darstellen würde.

121 BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 20 und Rn. 145, mit dem Hinweis auf die teils kuriose Besetzung und zweifelhafte Unabhängigkeit solcher Ausschüsse.

122 MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *supra* Fn. 120, 5 ff. und 8, Nr. vi.

123 Handelt es sich um einen „missbräuchlichen Erwerber“ (wie vom Obergericht im Fall *Bulldog Sauce* festgestellt), kann die Entscheidung vom Verwaltungsrat im al-

Ausgabeplänen der kollektive Wille der Aktionäre, insbesondere durch einen Generalversammlungsbeschluss, berücksichtigt werden, und potentielle Anleger müssen sich in transparenter Weise ein Bild über die einzelnen Entscheidungsprozesse hinsichtlich der Implementierung bzw. Umsetzung eines Ausgabeplans machen können.¹²⁴ Bei einer Aktienzuteilung, welche einen Kontrollwechsel zur Folge hat oder eine Zuteilung von 25 % der Stimmen an eine Drittperson vorsieht, fordert die TSE die Stellungnahme einer unabhängigen Drittpartei hinsichtlich der Verhältnismäßigkeit dieser Maßnahme oder die Zustimmung der Generalversammlung.¹²⁵

(3) Umsetzung

Bei der Umsetzung eines Ausgabeplans, d.h. bei der effektiven Aktien- oder Optionszuteilung, müssen die vorher dargestellten Vorgaben des GesG gleichermaßen eingehalten werden. Dies gilt auch dann, wenn während einer laufenden Übernahme eine *Ad-hoc*-Aktien- oder Optionsausgabe beschlossen wird. Zentral ist dabei das Verbot einer unfairen Zuteilung.

(a) *Nippon Broadcasting Systems v. Livedoor*

Das Obergericht *Tōkyō* hat in Sachen *Livedoor* beispielhaft vier *besondere Umstände* genannt, unteren denen eine selektive Optionsausgabe zur Abwehr eines nicht genehmen Aktionärs zulässig und nicht *extrem unfair* ist:

- *Greenmail*: Der Angreifer möchte die Gesellschaft erpresserisch zum Rückkauf seiner Aktien zwingen.¹²⁶
- *Bereicherung an Kern-Assets*: Der Angreifer möchte sich am geistigen Eigentum, an Geschäftsgeheimnissen, am Know-how oder an Geschäftsbeziehungen der Gesellschaft bereichern.¹²⁷
- *Leveraged Buyout (LBO)*: Der Angreifer möchte die Aktiva der Gesellschaft zur Schuldendeckung verwenden.¹²⁸

leinigen Ermessen gefällt werden. MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *supra* Fn. 120, 15 ff. Siehe sogleich unten V.3.b).

124 TSE-Leitfaden, 135 ff. Maßgeblich ist die *Neutralität* und die *Unabhängigkeit* sowie die *Verantwortlichkeit* und *Zuständigkeit* der *Instanzen*, welche über den Einsatz der Maßnahme entscheiden.

125 Regel 432 TSE-Zulassungsregeln. Dabei kann die TSE im Einzelfall vom festgelegten Prozentsatz abweichen oder bei Dringlichkeit eine Gesellschaft von den Vorgaben gänzlich ausnehmen (Regel 435-2 Ziff. 2 und Ziff. 3 TSE-Vollstreckungsregeln).

126 OG *Tōkyō*, 23. März 2005, 判例タイムズ Hanrei Taimuzu 1173 (2005) 133.

127 Ebd. Das Obergericht bezeichnet ein solches Vorgehen als 焦土化経営 *Shōdo-ka keiei* [„Scorched Earth Management“].

128 OG *Tōkyō*, 23. März 2005, 判例タイムズ Hanrei Taimuzu 1173 (2005) 133.

- *Bereicherung am Kapital*: Der Angreifer möchte durch den Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Aktiva eine erhöhte Dividendenaus-schüttung finanzieren, um so von einer hohen Kurssteigerung zu profitieren.¹²⁹

(b) *Bulldog Sauce v. Steel Partners*

Auch bei der versuchten Übernahme von *Steel Partners* haben sich die Gerichte mit einer allfällig unfairen Optionszuteilung auseinandergesetzt. Während das Distriktgericht *Tōkyō* die Zustimmung der Generalversammlung als wesentlich erachtete, war für das Obergericht – ähnlich den oben genannten vier Kriterien – der „Charakter“ des Hedge Funds, nämlich vorliegend der eines „missbräuchlichen Erwerbers“, zentral.¹³⁰ Der Oberste Gerichtshof schützte das Urteil des Obergerichts, argumentierte aber – ähnlich wie das Distriktgericht – aus einer Aktionärs-Perspektive und ließ insbesondere offen, ob es sich bei *Steel Partners* um einen „missbräuchlichen Erwerber“ handelte.¹³¹

dd) *Fazit*

Die „technischen“ Werkzeuge, um einen Anteil eines Aktionärs zu verwässern, sind in Japan mithin gesellschaftsrechtlich gegeben. Der Verwaltungsrat ist jedoch in der Ausübung dieser Instrumente nicht frei. Sein Handeln hat grundsätzlich zu „Marktkonditionen“ zu erfolgen, und er muss sein Tun an den vom Gesetz vorgegebenen Maßstäben und insbesondere an der Gleichbehandlungspflicht¹³² – jeweils konkretisiert durch die Gerichte – messen lassen.

e) *Erwerb eigener Aktien*

Möchte eine Gesellschaft eigene Aktien erwerben, so kann sie dies in den vom Gesetz aufgelisteten Fällen und mit einem Generalversammlungsbeschluss tun.¹³³ Dies ist insbesondere bei einem statutarischen Rükckerwerbsrecht möglich.¹³⁴ Außerdem kann die Gesellschaft ein öffentliches Kaufan-

129 Ebd.

130 OG *Tōkyō*, 9. Juli 2007, 民集 *Minshū* 61 (2007) 2306 ff. Das Obergericht verwendet den Begriff 濫用的買収者 (*Ranyō-teki baishū-sha*).

131 OGH, 7. August 2007, 民集 *Minshū* 61 (2007) 2215 ff. und insb. 2225.

132 Siehe dazu unten Unterabschnitt V.3.b).

133 Art. 155 GesG i. V. m. Art. 27 GesG-VO. Einer Tochtergesellschaft ist es grundsätzlich verboten, Aktien ihrer Muttergesellschaft zu erwerben (Art. 135 Abs. 1 GesG).

134 Art. 155 Nr. i GesG. Siehe auch den Unterabschnitt V.2.f)cc) unten.

gebot für eigene Aktien lancieren.¹³⁵ Werden die Aktien über die Börse erworben, so kann die Kaufentscheidung – losgelöst vom gesetzlichen *numerus clausus* – statutarisch an den Verwaltungsrat delegiert werden.¹³⁶ Weiter kann der Verwaltungsrat statutarisch zum Rückerwerb befugt werden, wenn seine Amtszeit auf ein Jahr begrenzt ist und die Gesellschaft über einen Abschlussprüfer verfügt.¹³⁷ Das Stimmrecht der (erworbenen) eigenen Aktien ruht.¹³⁸ Das Ermessen des Verwaltungsrates zum Erwerb eigener Aktien wird, wie beim einvernehmlichen Erwerb durch Generalversammlungsbeschluss,¹³⁹ durch den zur Verfügung stehenden ausschüttungsfähigen Betrag limitiert, und der Verwaltungsrat haftet persönlich bei Verletzung dieser Pflicht für den per Ende des Geschäftsjahrs nicht gedeckten Betrag.¹⁴⁰ Der Erwerb eigener Aktien muss in einem Bericht veröffentlicht werden, was eine Gesellschaft – speziell hinsichtlich der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen – beobachtbarer macht.¹⁴¹ Ein eigentliches Limit betreffend den Erwerb eigener Aktien existiert in Japan nicht.¹⁴²

135 Art. 165 Abs. 1 GesG i. V. m. Art. 27-22-2 Abs. 2 i. V. m. Art. 27-2 Abs. 6 FBG.

136 Art. 165 Abs. 2 GesG. Dabei ist zu beachten, dass in diesem Fall die Aktien zu einem Marktpreis erworben werden (müssen). Werden die Aktien von „ausgewählten“ Aktionären, d.h. insbesondere nicht über einen Handelsplatz und einvernehmlich erworben, sieht das GesG umfassende Vorgaben vor. Dabei ist insbesondere ein Verstoß gegen das Verbot der Gewährung von vermögenswerten Vorteilen gemäß Art. 120 GesG heikel. M. YANAGA, Use of Share Options as an Anti-Takeover Defense Measure in Japan, ZJapanR / J.Japan.L. 25 (2008) 63, 83 ff.

137 Art. 459 Abs. 1 Nr. i i. V. m. Art. 156 Abs. 1 GesG. Der Erwerb eigener Aktien, der nur im Rahmen des ausschüttungsfähigen Betrags möglich ist (siehe sogleich bei Fn. 140), stellt einen Fall der Gewinnverwendung dar. Dies erklärt die Einschränkung hinsichtlich Verwaltungsräten, deren Amtsdauer auf ein Jahr begrenzt ist, und Gesellschaften mit einem Wirtschaftsprüfer. So können nämlich Missbräuche vom Wirtschaftsprüfer aufgedeckt und von den Aktionären durch die Nicht-Wiederwahl von Verwaltungsräten sanktioniert werden. G. KOBAYASHI / T. IROME, Share Buy-back Rules under Japanese Corporate Law and Shareholders' Return, ZJapanR / J.Japan.L. 34 (2012) 181, 190.

138 Art. 308 Abs. 2 GesG. Ebenso entfällt das Recht auf Dividende eigener Aktien (Art. 453 GesG).

139 Zum einvernehmlichen Erwerb i. S. v. Art. 155 Abs. 1 Nr. iii i. V. m. 156 Abs. 1 GesG siehe KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 97 und in Fn. 136 oben.

140 Art. 155 Nr. iii i. V. m. Art. 156 Abs. 1 und Art. 165 Abs. 1 und Abs. 2 i. V. m. Art. 461 Abs. 1 (Nr. ii und iii) GesG. Gemäß Art. 465 Abs. 1 Nr. ii und iii GesG haftet der Verwaltungsrat persönlich. Zum ausschüttungsfähigen Betrag siehe Art. 461 Abs. 2 GesG. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 101.

141 Art. 24-6 FBG.

142 Dasselbe gilt für eine Haltefrist eigener Aktien. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 105.

Der Verwaltungsrat in Japan hat die Möglichkeit, die Zahl der verfügbaren Aktien am Markt zu reduzieren und eine Übernahme durch den Aufkauf und die erhöhte Nachfrage für den Angreifer teurer zu machen.¹⁴³ Die alleinige Entscheidungsgewalt setzt aber die vorherige Mitwirkung der Generalversammlung zwingend voraus, außer die Statuten sehen eine entsprechende Delegation an den Verwaltungsrat bereits bei der Gründung vor. Weiter kann man die erworbenen Aktien bewusst kooperierenden Aktionären zuteilen und so den Verpflichtungen aus vorgängig zugeteilten Optionen nachkommen, womit das Stimmrecht dieser Aktien wiederauflebt. In diesem Fall sind dieselben Bestimmungen wie bei der Aktienaussgabe zu beachten.¹⁴⁴ Die Gleichbehandlungspflicht muss bei der (Wieder-) Zuteilung und beim Rückkauf respektiert werden, wobei bei einem Kauf über die Börse oder per öffentliches Kaufangebot grundsätzlich keine Probleme vorliegen.¹⁴⁵

f) Bestimmungen zu den Aktien

aa) Stimmrechtsbeschränkungen

(1) Stimmrechtsbegrenzung

Das GesG sieht Aktien verschiedener Gattungen vor;¹⁴⁶ seien es z.B. Aktien mit einem Stimmrecht hinsichtlich bestimmter Gegenstände oder auch ganz ohne Stimmrecht.¹⁴⁷ Eine entsprechende Statutenbestimmung kann das Stimmrecht, z.B. hinsichtlich der Aktivierung oder Abschaffung von Abwehrmaßnahmen, auf gewisse Gattungen limitieren, jedoch dürfen bei

143 R. WATTER, Unternehmensübernahmen, Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände (1990) § 21 N 791, mit dem Hinweis, dass ein (bloßer) Aufkauf eigener Aktien (ohne Neuplatzierung) für einen Angreifer auch Vorteile haben kann, da seine Beteiligung relativ größer wird.

144 Siehe oben Unterabschnitt V.2.d).

145 Siehe KANSAKU/BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 96, mit dem Hinweis, dass sich die Kontrolle über die Gesellschaft beim Erwerb eigener Aktien (für einzelne Aktionäre problematisch zugunsten der Verwaltung) verändern kann. Eine Geltendmachung eines Verstoßes gegen die Gleichbehandlungspflicht *seitens des Angreifers* scheint unwahrscheinlich, da es nicht im Interesse eines Übernehmers ist, seine Aktien der Gesellschaft anzubieten. Zur Problematik beim *Greenmailing* siehe unten in Fn. 281.

146 Art. 108 Abs. 1 und Abs. 2 GesG. Auch lässt grundsätzlich die TSE die Börsennotierung von verschiedenen Aktiegattungen zu, sofern Aktionärsrechte nicht gefährdet werden. TSE-Leitfaden, 137 und 141 (ff).

147 Art. 108 Abs. 1 Nr. iii GesG. KANSAKU/BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 92b. Eine statutarische Stimmrechtsbegrenzung ist in Japan unzulässig. BAUM, *supra* Fn. 83, 142.

einer offenen Gesellschaft, Aktien mit beschränktem (bzw. ohne) Stimmrecht nie mehr als die Hälfte aller ausgegebenen Aktien ausmachen.¹⁴⁸ Bei der TSE ist eine Börsennotierung von Aktien ohne oder mit reduziertem Stimmrecht grundsätzlich zulässig.¹⁴⁹ Es dürfen jedoch nicht gleichzeitig Aktien mit verschiedenen, d.h. gegebenen, aber abgestuften, Stimmrechten börsennotiert werden.¹⁵⁰ Zusätzlich können Aktiengattungen mit einem *Veto*-Recht hinsichtlich bestimmter Gegenstände ausgestattet werden.¹⁵¹ Dies beschränkt sich laut der TSE aber grundsätzlich auf Fälle, bei welchen sich der Staat ein *Veto*-Recht in einer Gesellschaft, welche öffentliche Funktionen wahrnimmt, vorbehält.¹⁵²

(2) Aktieneinheiten

Aktien können zu einer Aktieneinheit zusammengefasst werden, die jeweils ein Stimmrecht verleiht.¹⁵³ Der Verwaltungsrat muss der Generalversammlung die Gründe für eine statutarische Einführung von Aktieneinheiten darlegen.¹⁵⁴ Erlässt eine Gesellschaft zwei Aktiengattungen, bei denen je eine unterschiedliche Anzahl von Aktien zu einer Einheit zusammengefasst wird, welche jeweils eine Stimme verleiht, liegen (unechte) Aktieneinheiten vor.¹⁵⁵ Dabei ist ein Verhältnis, von gehaltenen Aktien und Stimmrecht,

148 Art. 115 GesG. ODA, *supra* Fn. 3, 247, der auf die Gefahr eines Missbrauchs des Systems von Aktien mit beschränktem oder ohne Stimmrecht hinweist. Ausgeschlossen ist für eine offene Gesellschaft, dass nur bestimmte Aktiengattungen zur Wahl des Verwaltungsrats (und der Prüfer) berechtigen (Art. 108 Abs. 1 Nr. ix GesG).

149 TSE-Leitfaden, 141 ff.

150 Regel 205 Abs. 9-2 lit. b TSE-Zulassungsregeln und TSE-Leitfaden, 142. Begründet wird dies insbesondere mit Transparenzprinzip. Möglich ist die gleichzeitige Börsennotierung von Aktien *mit* und *ohne* Stimmrecht.

151 Die *Veto*-Wirkung wird mit dem Zustimmungserfordernis einer bestimmten Aktiengattung für bestimmte, durch die Statuten festgelegte, Gegenstände erzielt (Art. 108 Abs. 1 Nr. viii GesG).

152 TSE-Leitfaden, 130 f.

153 Art. 188 Abs. 1 GesG. Den Aktionären, die nicht die erforderliche Anzahl für eine Aktieneinheit halten, steht kein Stimmrecht zu (Art. 189 Abs. 1 GesG).

154 Art. 190 GesG.

155 Art. 188 Abs. 1 und 3 GesG. Der TSE-Leitfaden, 158, Frage 2, bezeichnet entsprechende Aktiengattungen, bei welchen im Verhältnis zu einer Aktiengattung mit weniger Stimmrecht („shares with less voting rights“), eine geringere Anzahl an Aktien für eine (stimmverleihende) Aktieneinheit erforderlich ist, explizit als „shares with more voting rights“. Die englische Übersetzung scheint jedoch irreführend. Der japanische Originaltext ist insofern präziser, als er sich explizit auf „一個の議決権を行使することができる数“ („Anzahl erforderlicher Aktien für ein Stimmrecht“ [bzw. Aktieneinheit]) bezieht.

zwischen zwei Aktiengattungen von 1:1000 möglich.¹⁵⁶ Die Börsennotierung von Aktien, welche mit einer geringeren Anzahl eine stimmrechtsverleihende Aktieneinheit bilden als Aktien einer anderen Aktiengattung, ist an der TSE nicht erlaubt.¹⁵⁷ Jedoch kann die Aktiengattung, bei der im Gegensatz zu den Stimmrechtsaktien eine größere Anzahl an Aktien für eine stimmverleihende Aktieneinheit erreicht werden muss, unter bestimmten Voraussetzungen börsennotiert werden.¹⁵⁸ Die Verwendung als Abwehrmaßnahme ist aber ausgeschlossen.¹⁵⁹

bb) Vinkulierung

Das GesG erlaubt eine Vinkulierung von Aktien.¹⁶⁰ Die TSE-Zulassungsregeln verbieten jedoch eine Börsennotierung derartiger Aktien.¹⁶¹ Eine Vinkulierung ist für alle ausgegebenen Aktien wie auch eine Gattung möglich.¹⁶² Die Einführung von verschiedenen Aktiengattungen und daher auch einer Teilvinkulierung wurde erst mit der Einführung des GesG von 2006 möglich. Daher wird in älteren Publikationen ein Übernahmeschutz der

156 Eine Aktieneinheit darf laut Art. 34 GesG-VO nicht mehr als 1000 und 0.5 % aller ausgegebenen Aktien ausmachen. Gemäß dem TSE-Zulassungsregeln soll aber eine stimmverleihende Aktieneinheit 100 Aktien betragen. Regel 205 Art. 9 i. V. m. Regel 427-2 TSE-Zulassungsregeln.

157 TSE-Leitfaden, 142.

158 TSE-Leitfaden, 142 ff. Dabei handelt es sich also um „shares with less voting rights“. Siehe dazu Fn. 155 oben. Die Börsennotierung muss verhältnismäßig sein (II Ziff. 6 Abs. 4 lit. a TSE-Guidelines). D.h. nur im Hinblick auf das allgemeine Aktionärsinteresse, dass sich eine bestimmte Person (aufgrund spezieller Fähigkeiten oder von Wissen) (weiterhin) eine wesentliche Einflussnahme vorbehält und dies nicht auf anderem Weg zu erreichen ist, rechtfertigt sich eine Börsennotierung (TSE-Leitfaden, 144 f.). Dass die Stimmrechtsaktien in den Händen eines Ankeraktionärs bei einem Familienunternehmen der Stabilisierung der Machtverhältnisse dienen, ist laut der TSE unter dem Gesichtspunkt der Aktionärsinteressen *nicht verhältnismäßig* (TSE-Leitfaden, 160, Frage 8). Weiter müssen die Statuten eine Umwandlung der Stimmrechtsaktien vorsehen, wenn sie (zur Zweckerreichung) nicht mehr notwendig sind (II Ziff. 6 Abs. 4 lit. a [a] TSE-Guidelines). Überschreitet ein Aktionär eine bestimmte Schwelle, so müssen die Stimmrechtsaktien ebenfalls in „normale Wertpapiere“ umgewandelt werden (II Ziff. 6 Abs. 4 lit. a [b] TSE-Guidelines). Dabei empfiehlt die TSE eine Schwelle unter 75 % (TSE-Leitfaden, 160, Frage 9). Werden die Aktien übertragen, muss ebenfalls eine Umwandlung stattfinden (II Ziff. 6 Abs. 4 lit. a [c] TSE-Guidelines).

159 II Ziff. 6 Abs. 4 lit. b TSE-Guidelines.

160 KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 86 und Rn. 92c.

161 Eine Ausnahme besteht für eine Vinkulierung aufgrund von Spezialgesetzen. Regel 205 Abs. 10 TSE-Zulassungsregeln i. V. m. Regel 212 Ziff. 10 TSE-Vollstreckungsregeln; TSE-Leitfaden, 70.

162 Art. 107 Abs. 1 Nr. i und Art. 108 Abs. 1 Nr. iv GesG.

Vinkulierung von Gesellschaften mit (teil-)börsennotierten Aktien grundsätzlich verneint.¹⁶³ Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Börsennotierung einer Aktiengattung, welche über keine Vinkulierung verfügt, unabhängig davon, ob von derselben Gesellschaft herausgegebene Aktiengattungen vinkuliert sind, möglich ist.

Zur Einführung der Vinkulierung ist ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss nötig, welcher für den Fall, dass eine Vinkulierung für alle ausgegebenen Aktien vorgesehen wird, die Hälfte der stimmberechtigten Aktionäre und zwei Drittel ihrer Stimmen vereinen muss.¹⁶⁴ Über eine Ablehnung eines neuen Erwerbers vinkulierter Aktien entscheidet bei einer offenen Gesellschaft der Verwaltungsrat, wobei das Gesetz hinsichtlich der Gründe für eine Ablehnung keine spezifischen Vorgaben macht.¹⁶⁵ Wird ein Käufer abgelehnt, so muss die Gesellschaft die Aktien selbst erwerben oder einen Käufer bezeichnen.¹⁶⁶ Informiert sie nicht innerhalb von zwei Wochen seit der Anfrage um Übertragung über ihren Entscheid, so gilt die Zustimmung als erteilt.¹⁶⁷

cc) Rükckerwerbsrecht von Aktien

Eine Gesellschaft kann hinsichtlich einer Gattung oder aller Aktien ein statutarisches Rükckerwerbsrecht vorsehen, wenn ein vordefiniertes Ereignis eintritt.¹⁶⁸ Eine solche Statutenbestimmung benötigt die Zustimmung aller Aktionäre bzw. aller Aktionäre der Gattung.¹⁶⁹ In diesem Fall kann eine

163 Siehe aber YAMAGUCHI, *supra* Fn. 85, 110 ff., welcher eine Teilvinkulierung zumindest für fraglich hielt (Fn. 632).

164 Art. 309 Abs. 3 Nr. i GesG. Wird nur hinsichtlich einer Gattung eine Vinkulierung eingeführt, so wird gemäß Art. 111 Abs. 2 Nr. i. i. V. m. Art. 324 Abs. 2 Nr. i GesG ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss der Aktionäre dieser Gattung von zwei Drittel der anwesenden Aktionäre und bei der Anwesenheit von mindestens der Hälfte der in dieser Versammlung stimmberechtigten Aktionäre vorausgesetzt.

165 Art. 136 f. und Art. 139 Abs. 1 GesG. Bis zur Zustimmung der Gesellschaft hat der Erwerber kein Recht auf Eintragung ins Aktienbuch (Art. 134 i. V. m. Art. 133 GesG).

166 Art. 140 Abs. 1 und Abs. 4 GesG.

167 Art. 145 Abs. 1 GesG. Gemäß Art. 145 Abs. 2 GesG gilt die Zustimmung auch als erteilt, wenn die Gesellschaft die Modalitäten über den Kauf der Aktien nicht innerhalb von 40 Tagen dem Aktionär mitteilt.

168 Art. 108 Abs. 1 Nr. vi und Art. 107 Abs. 1 Nr. iii GesG. KANSAKU / BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 92c und Rn. 87. Der Rükckerwerb von Aktien einer bestimmten Gattung kann beispielsweise gegen Aktien anderer Gattung (Art. 108 Abs. 2 Nr. vi lit. b GesG) oder Geld (Art. 108 Abs. 2 Nr. vi lit. a i. V. m. Art. 107 Abs. 2 Nr. iii lit. g GesG) erfolgen.

169 Art. 111 Abs. 1 und Art. 110 GesG.

Gesellschaft z.B. alle Aktien eines Aktionärs zurückkaufen, der eine bestimmte Anteilsschwelle überschreitet, was – falls entsprechend statutarisch verankert – eine starke Abwehrmaßnahme darstellt. Möglich ist auch die Herausgabe einer Aktiengattung, welche aufgrund eines außerordentlichen Generalversammlungsbeschlusses zurückerworben werden kann.¹⁷⁰ Dafür ist der Beschluss einer Statutenänderung notwendig.¹⁷¹ Wie bei jeglichem Erwerb von eigenen Aktien ist ein solcher nur im Rahmen des ausschüttungsfähigen Betrags zulässig.¹⁷²

dd) Fazit

Gesellschaftsrechtlich wäre es möglich, einen Übernahmeschutz durch ein Zustimmungserfordernis hinsichtlich bestimmter Angelegenheiten aufzubauen. Dies funktioniert entweder durch eine Vinkulierung oder mit Hilfe von kooperierenden Aktionären, welche über Aktien mit einem *Veto-Recht* verfügen. Beides wird aber – ebenso wie Gattungen, welche eine unterschiedliche Anzahl für eine Aktieneinheit vorsehen, und Aktiengattungen mit abgestuften Stimmbeschränkungen – von der TSE verboten. Zulässig ist die Börsennotierung *einer Aktiengattung*, die in ihrem Stimmrecht eingeschränkt ist sowie die Vinkulierung einer nicht börsennotierten Aktiengattung. Zudem kann eine Gesellschaft gegebenenfalls auf ein statutarisches Rückerwerbsrecht eigener Aktien zurückgreifen.

g) Veränderung der Aktiva und Passiva

Der Verwaltungsrat entscheidet unabhängig von der Generalversammlung über Kauf und Verkauf von bedeutenden Gesellschaftsaktiva sowie die Aufnahme von erheblichen Passiva.¹⁷³ Findet jedoch eine Übertragung eines *wesentlichen Teils eines Geschäfts* statt, so ist ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss notwendig.¹⁷⁴ Die zwingende Mitwirkung setzt das GesG ab Überschreitung von 20 % des Buchwerts (der Bilanz) an.¹⁷⁵ Eine Geschäftsübertragung liegt vor, wenn ein „zu einem spezifischen Zweck organisiertes Vermögen, dass als organische Einheit funktioniert,

170 Art. 108 Abs. 1 Nr. vii i.V.m. Art. 309 Abs. 2 Nr. iii i.V.m. Art. 171 Abs. 1 GesG. KANSAKU/BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 92f und WHITTAKER/HAYAKAWA, *supra* Fn. 74, 16, mit Verweis auf den möglichen Einsatz als Abwehrmaßnahme.

171 Der Verwaltungsrat muss zusätzlich begründen, wieso ein Rückerwerb durchgeführt werden soll. Art. 171 Abs. 3 GesG.

172 Art. 465 Abs. 1 GesG.

173 Dabei handelt es sich um nicht delegierbare Aufgaben des Verwaltungsrates, über welcher er *als Gremium* entscheiden muss (Art. 362 Abs. 4 Nr. i und ii GesG).

174 Art. 467 Abs. 1 i.V.m. 309 Abs. 2 Nr. xi GesG.

175 Art. 467 Abs. 1 Nr. ii GesG.

inklusive Geschäfts- und anderen Beziehungen von ökonomischem Wert“ übertragen wird.¹⁷⁶ Weiter ist für die Übernahme eines gesamten Geschäfts eines anderen Unternehmens sowie für das Eingehen (und Auflösen) von Verträgen, die eine Gewinn- oder Verlusttragung für andere Unternehmen oder andere vergleichbare wesentliche Verpflichtungen vorsehen, ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss notwendig.¹⁷⁷

Der Verwaltungsrat ist also nicht vollkommen frei, nach seinem Belieben die Gesellschaftsaktiva wesentlich zu verändern. Hinsichtlich einer Aufnahme von Passiva, um die Attraktivität der anvisierten Gesellschaft zu senken, scheint er – bis auf seine Sorgfalts- und Treuepflicht, die er bei sämtlichem Tun beachten muss – jedoch grundsätzlich frei zu sein.¹⁷⁸

3. Pflichten des Verwaltungsrats

a) Sorgfalts- und Treuepflicht

Die Verwaltungsräte müssen ihre Tätigkeit loyal sowie gesetzes- und statutenkonform verrichten.¹⁷⁹ Zudem schreibt der JCGC dem Management vor, die Treuepflicht gegenüber den Aktionären, insbesondere beim Ergreifen von Kapitalmaßnahmen, zu beachten und die Interessen der Altaktionären nicht zu beeinträchtigen.¹⁸⁰ Da Verwaltungsräte im Rahmen eines Auftragsverhältnisses für die Gesellschaft tätig sind, gilt für sie auch eine (gesetzliche) Sorgfaltspflicht.¹⁸¹ Diese Pflichten sind relevant, wenn sich der Verwaltungsrat mit einer nichtabgestimmten Übernahme konfrontiert sieht und nun entscheiden muss, welche Position er gegenüber dem Bieter einnehmen, und ob er Abwehrmaßnahmen ergreifen soll. Dabei hat er sich am Unternehmenswert und den Aktionärsinteressen zu orientieren.¹⁸²

176 OGH, 22. September 1965, 民集 Minshū 19 (1965) 1600. „一定の営業目的のため組織化され、有機的の一体として機能する財産(得意先関係等の経済的価値のある事実関係を含む)“.

177 Art. 467 Abs. 1 Nr. iii und iv GesG.

178 Meines Erachtens könnte aber die Zustimmung der Generalversammlung aufgrund von Art. 467 Abs. 1 Nr. iv GesG nötig sein, da es sich um eine „vergleichbare, wesentliche Verpflichtungen“ handeln könnte. Siehe dazu oben im Text bei Fn. 177. Zur Sorgfalts- und Treuepflicht nachfolgend.

179 Art. 355 GesG.

180 Grundsatz 1.5 und 1.6. JCGC.

181 Art. 330 GesG i. V. m. Art. 644 Zivilgesetz (*Minpō*, Gesetz Nr. 89/1886). Das Konzept der *Business Judgment Rule* wird in Japan teils (von den Gerichten) schon angewendet. J. LEE, *The Current Barriers to Corporate Takeovers in Japan: Do the UK Takeover Code and the EU Takeover Directive Offer a Solution?*, *European Business Organization Law Review* 2017, 761, 772.

182 Siehe sogleich den Unterabschnitt V.3.b).

b) Gleichbehandlungspflicht

Das GesG schreibt einer *Gesellschaft* vor, die Aktionäre entsprechend Anzahl und Eigenschaften der von ihnen gehaltenen Aktien gleich zu behandeln.¹⁸³ Anders als in der Schweiz ist die Pflicht zur Gleichbehandlung an die Gesellschaft und nicht explizit den Verwaltungsrat gerichtet.¹⁸⁴ Der Gleichbehandlungsgrundsatz bindet aber gleichwohl den Verwaltungsrat als geschäftsführendes Organ.¹⁸⁵ Daher ist auch diese Pflicht für jegliches Handeln des Verwaltungsrates – insbesondere auch im Zusammenhang mit Abwehrmaßnahmen – relevant.

Während sich die Gerichte in Sachen *Livedoor* nicht mit der Gleichbehandlungspflicht befassen, war diese in der Rechtsprechung *Bulldog Sauce v. Steel Partners* Streitgegenstand. Die unteren Instanzen verneinten einen Verstoß gegen die Gleichbehandlungspflicht aus denselben Gründen, aus denen sie eine unfaire Optionszuteilung ablehnten. Während das Distriktgericht die Aktionäre und ihre Interessen ins Zentrum stellte, lehnte das Obergericht die Anschauung, wonach hinsichtlich des Unternehmenswerts ausschließlich die Aktionärsinteressen maßgeblich sind, als zu beschränkt und nicht annehmbar ab. Um den Unternehmenswert der japanischen Gesellschaft zu schützen, sei die vorliegend ungleiche, aber sachlich gerechtfertigte Behandlung von *Steel Partners* notwendig gewesen.¹⁸⁶ Der Oberste Gerichtshof stützte das Urteil des Obergerichts, argumentierte aber ähnlich wie das Distriktgericht, indem er maßgeblich auf die Zustimmung in der

183 Art. 109 Abs. 1 GesG. Das GesG kennt aber kein Bezugsrecht der Altaktionäre. Siehe dazu den Unterabschnitt V.2.d) oben. Gemäß Art. 109 Abs. 2 GesG kann eine *geschlossene* Gesellschaft insbesondere hinsichtlich des Stimmrechts und des Rechts auf Dividende (Art. 105 Abs. 1 GesG) eine *statutarische* Abweichung von dem (strikten) Gleichbehandlungsgrundsatz vorsehen. KANSAKU/BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 84.

184 KANSAKU/BÄLZ, *supra* Fn. 72, Rn. 83 ff.; BAUM, *supra* Fn. 3, 344.

185 M. FUJITA [藤田真樹], MBOにおける少数派株主保護 [Schutz der Minderheitsaktionäre bei MBOs], 25, abrufbar unter https://www.jstage.jst.go.jp/article/kla/2011/0/2011_22/pdf. „会社法 109 条 1 項の主体は「株式会社」であるが、株式会社の意思決定や業務を行うのは取締役(会)であるとすれば、109 条 1 項は取締役に對する付随的義務も定めていると考えることができる“ („Auch wenn sich Art. 109 Abs. 1 GesG auf eine Aktiengesellschaft bezieht, wird die Geschäftsführung vom Verwaltungsrat als Gremium wahrgenommen, der die wesentlichen Entscheide fällt. Insofern handelt es sich bei Art. 109 Abs. 1 GesG um eine Nebenpflicht des Verwaltungsrates“).

186 OG Tōkyō, 9. Juli 2007, 民集 Minshū 61 (2007) 2325 f. Laut *Steel Partners* sollte „im Falle, dass eine Ungleichbehandlung anerkannt werden würde, dies nur bei äußerster Notwendigkeit angenommen werden“ („差別的取扱いが認められる場合があるとしても、極めて高水準の必要性及び相当性が要件とされる“). Das Obergericht konterte dies mit der Feststellung, dass es sich beim *Hedge Fund* (eben) um einen „missbräuchlichen Erwerber“ handle „抗告人関係者が濫用的買収者である“.

Generalversammlung abstellte. Für den Obersten Gerichtshof bezweckt das *Gleichbehandlungsgebot* den Schutz des einzelnen Aktionärs, dessen Interessen aber untrennbar mit dem Unternehmenswert der Gesellschaft zusammenhängen.¹⁸⁷ Der Unternehmenswert wiederum wird von den Aktionären als Gesamtheit bestimmt: „Die Entscheidung, ob ein spezifischer Erwerber durch Kontrollübernahme den Unternehmenswert und die gemeinsamen Interessen der Aktionäre gefährdet, liegt letztendlich bei diesen als Empfänger der Erträge der Gesellschaft“.¹⁸⁸

c) *Pflicht zur Stellungnahme*

Das Finanzprodukte- und Börsengesetz (FBG)¹⁸⁹ enthält die einzige explizite gesetzliche Vorgabe an den Verwaltungsrat im Falle einer Übernahme:¹⁹⁰ Eine Gesellschaft, die sich mit einem öffentlichen Kaufangebot konfrontiert sieht, muss eine Stellungnahme abgeben.¹⁹¹ Im Gegenzug darf sie Fragen an den Bieter stellen.¹⁹² Der Bieter muss im Falle einer geplanten Kontrollergreifung, seine zukünftige Managementpolitik bekannt geben.¹⁹³ Die Stellungnahme des Verwaltungsrates wie auch die Antwort des Bieters auf allfällige Fragen müssen veröffentlicht werden.¹⁹⁴ Weiter muss die Gesell-

187 OGH, 7. August 2007, *Minshū* 61 (2007) 2223. „株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため“ („Das Gleichbehandlungsprinzip schützt den einzelnen Aktionär“) und „個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないもの“ („Die Einzelinteressen der Aktionäre sind untrennbar mit einer Steigerung des Unternehmenswertes verknüpft“).

188 OGH, 7. August 2007, *Minshū* 61 (2007) 2224. „特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ“.

189 Angaben zum Gesetz oben in Fn. 30.

190 BAUM / SAITO, *supra* Fn. 4, Rn. 124; BAUM, *supra* Fn. 3, 341 f.

191 Art. 27-10 Abs. 1 FBG i. V. m. Art. 13-2 Abs. 1 FBG-DVO. Ebenso fordert Grundsatz 1.5.1 JCGC eine Stellungnahme im Falle eines Übernahmeangebots. Eine Gesellschaft kann unter Angabe von Gründen ein (unmittelbares) Statement verweigern. Cabinet Office Tender Offer Form 4, Abs. 3 lit. a.

192 Art. 27-10 Abs. 2 Nr. i und Abs. 11 FBG i. V. m. Art. 13-2 Abs. 2 FBG-DVO. Eine Antwort darf unter Angabe von Gründen verweigern werden (Art. 25 Abs. 3 Nr. ii FBG-KVO). Weiter hat der Bieter eines öffentlichen Kaufangebots detaillierte Offenlegungspflichten, wobei ihm jedoch keine – wie unter dem schweizerischen Recht zwingende – Prospektpflicht zukommt.

193 Art. 27-3 Abs. 2 FBG i. V. m. Art. 12 FBG-DVO und Cabinet Office Tender Offer Form 2, Art. 5 Abs. 6(5) lit. a.

194 Art. 27-14 Abs. 1 FBG. Zu den Vorgaben hinsichtlich der Information an die Aktionäre einer Zielgesellschaft siehe auch MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *supra* Fn. 120, 13 ff.

schaft implementierte sowie geplante Abwehrmaßnahmen offenlegen.¹⁹⁵ Eine Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates sieht das japanische Recht nicht vor.¹⁹⁶ Der Verwaltungsrat in Japan ist – anders als in der Schweiz – auch während eines öffentlichen Kaufangebots hinsichtlich der Ergreifung von Abwehrmaßnahmen in seiner Kompetenz nicht eingeschränkt.¹⁹⁷

4. *Fazit Japan*

Ein Übernahmeinteressent, der dem Verwaltungsrat einer in Japan börsennotierten Aktiengesellschaft nicht willkommen ist, scheint als Aktionär zunächst gut aufgestellt zu sein. Die Mitwirkung in der Generalversammlung sowie der Erhalt von Informationen sind grundsätzlich liberal ausgestaltet. In Anbetracht der eingeschränkten Pflichtangebotspflicht erscheint eine Übernahme als nicht übermäßig risikobehaftet. Das beträchtliche Abwehrarsenal, das einem japanischen Verwaltungsrat gesellschaftsrechtlich zur Verfügung steht, wird bei börsennotierten Gesellschaften durch das Regelwerk der TSE maßgeblich eingeschränkt. So ist ein Rückerwerb eigener Aktien zwar möglich, muss aber statutarisch an den Verwaltungsrat delegiert worden sein. Für eine Kontrollergreifung sind Abgangsentschädigungen oder ein gestaffelter Verwaltungsrat in Japan keine wesentlichen Hindernisse. Auch eine Selbstschädigung der Gesellschaft scheint unwahrscheinlich. Für eine wesentliche Veränderung des Gesellschaftsvermögens, ist der Verwaltungsrat – soweit es sich dabei um eine „Geschäftsübertragung“ handelt – auf die Mitwirkung der Generalversammlung angewiesen, und in Anbetracht seiner Pflichten, ist ihm eine die Gesellschaft schädigende Handlung ohnehin nicht zu empfehlen.

Es ist jedoch meiner Meinung nach genau die *Ausgestaltung* dieser Pflichten, welche schließlich eine diskriminierende Behandlung eines Aktionärs ermöglicht und damit eine feindliche Übernahme in Japan verhindert, wenn der Verwaltungsrat entsprechend vorbereitet ist. Hinsichtlich der zentralen Abwehrmaßnahme Japans, der selektiven Optionszuteilung bzw. der selektiven Ausübungsmöglichkeit der Optionen, sei dies per präventiver Implementierung eines Ausgabeplans oder auch bei einer *Ad-hoc*-Optionszuteilung, profitierte der Verwaltungsrat zunächst einmal vom Fehlen eines Bezugsrechts. Ferner wird die Gleichbehandlungspflicht von den

195 Art. 25 Abs. 1 Nr. vi FBG-KVO und Cabinet Office Tender Offer Form 4, Abs. 6.

196 Gemäß Cabinet Office Tender Offer Form 4, Abs. 3 lit. a kann der Verwaltungsrat das öffentliche Angebot zur Annahme empfehlen, es ablehnen oder eine neutrale Position einnehmen.

197 H. KANDA, *Corporate Governance in Japanese Law: Recent Trends and Issues*, *Hastings Business Law Journal* (2015) 69, 71. Siehe schon oben Unterabschnitt IV.2. sowie unten den entsprechenden Unterabschnitt VI.3.c).

Gerichten nicht zwingend im Interesse eines Angreifers ausgelegt. Dasselbe gilt für das Verbot einer *unfairen* Optionszuteilung.

Hinsichtlich der Rechtsprechung ist es aber schwierig, eine klare Linie zu erkennen, wie sich eine diskriminierende Behandlung eines Angreifers rechtfertigen lässt, die nicht gegen das *Gleichbehandlungs-* und *Fairnessgebot* verstößt. Die Praxis hat gezeigt, dass eine unterschiedliche Behandlung der Aktionäre zur Verhinderung einer feindlichen Übernahme *gerechtfertigt werden kann*, wobei sich die Begründungen der Gerichte in Teilen maßgeblich unterscheiden. Insofern lässt sich für Japan kein klares Bild bezüglich der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen zeichnen. Die einzige Entscheidung des Obersten Gerichtshofs zu diesen Fragen scheint von einem (zwingenden) Mitspracherecht der Generalversammlung auszugehen, was den Spielraum des Verwaltungsrates maßgeblich einschränken würde.

VI. ZULÄSSIGE ABWEHRMAßNAHMEN IN DER SCHWEIZ

1. Allgemeine Abwehrmaßnahmen

a) Einschränkung der Einflussnahme der Aktionäre in der Generalversammlung

aa) Einberufungs- und Traktandierungsrecht

In der Schweiz können Aktionäre die 10 % des Aktienkapitals halten, die Einberufung einer außerordentlichen Generalversammlung verlangen; ab einer Beteiligung von 1 Million Schweizer Franken (CHF) ist das Traktandierungsrecht (Vorschlagsrecht für Tagesordnungspunkte auf der Generalversammlung) gewährt.¹⁹⁸ Wie beim GesG können schon mit einer Stimme Vorschläge zu den Traktanden gemacht werden.¹⁹⁹ Diese Minderheitsrechte können auch in der Schweiz i.S. der Aktionäre gelockert, jedoch nicht verschärft werden.²⁰⁰ Anders als in Japan ist das Recht, die anderen Aktionäre

198 Art. 699 Abs. 3 Satz 1 und Satz 2 OR (Schweizerisches Obligationenrecht; Angaben zum Gesetz oben in Fn. 2). Gemäß einem Teil der Lehre sind bei beiden Voraussetzungen beide Rechte alternativ gegeben. D. DUBS/R. TRUFFER, Die Generalversammlung, in: Honsell/Vogt/Watter (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht II (5. Aufl., 2016) Art. 699 OR, Rn. 12, m.w.H. Weiter Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 142 III 16 E. 2.

199 Vgl. Art. 700 Abs. 4 OR.

200 B. TANNER, Art. 699 OR, in: Tanner/Bühler/Handschin/Haas/Strub/Bohrer/Kummer (Hrsg.), Die Aktiengesellschaft, Zürcher Kommentar (3. Aufl., 2018) Art. 699 OR, Rn. 19 und Rn. 77. C. KUNZ, Werben um Aktionärsstimmen bei Schweizer Publikumsgesellschaften („Proxy Fights“) (2015) Rn. 136 f., hinsichtlich des Traktandierungsrechts. Zur beschlossenen Aktienrechtsrevision per 2022, welche eine Herabsetzung der Schwellenwerte (insbesondere für Gesellschaften deren Aktien

über Vorschläge zu den Traktanden auf Kosten der Gesellschaft zu informieren, nicht separat normiert, sondern ergibt sich meines Erachtens aus der Form der Einberufung der Generalversammlung.²⁰¹

Der Verwaltungsrat in der Schweiz muss die außerordentliche Generalversammlung innerhalb einer angemessenen Frist einberufen, anderenfalls kann die gerichtliche Einberufung verlangt werden.²⁰² Ein konkretes Zeitlimit für die Ansetzung eines Datums sieht das OR nicht vor.²⁰³ Die Einberufung, d.h. die Mitteilung an die Aktionäre, muss jedoch mindestens 20 Tage vor der Generalversammlung erfolgen.²⁰⁴

Ebenso kann eine ungerechtfertigte Ablehnung des Traktandierungsrechts durch den Verwaltungsrat gerichtlich durchgesetzt werden.²⁰⁵ Auch in der Schweiz darf die Ansetzung der Generalversammlung nicht zu einer unangemessenen Erschwerung der Ausübung der Aktionärsmitwirkungsrechte führen.²⁰⁶ Die Traktanden müssen zu einem angemessenen Zeitpunkt im Voraus vor der Einberufung der Generalversammlung eingereicht, um berücksichtigt zu werden.²⁰⁷ Für eine Premiere und insofern eine Angleichung an das japanische Recht sorgte die COVID-19-Pandemie, da gemäß

an einer Börse notiert sind) vorsieht, siehe Art. 699 und Art. 699b nOR (Neues Obligationenrecht) abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14.html>. Im Gegensatz zum nOR stellt der GesG auf die *anwesenden Stimmen* oder auch auf die *Anzahl anwesender Aktionäre* ab.

201 Art. 700 Abs. 2 OR.

202 Art. 699 Abs. 4 OR.

203 TANNER, *supra* Fn. 200, Art. 700 OR, Rn. 89; R. WATTER / C. RAMPINI, Proxy Fights, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III (2001) 1, 10. Gemäß dem japanischen GesG muss der Verwaltungsrat die Generalversammlung innerhalb von acht Wochen seit dem Eingang des Einberufungsbegehren ansetzen. Siehe oben Unterabschnitt V.1.aa).

204 Art. 700 Abs. 1 OR. Interessant ist meines Erachtens der unterschiedliche Regulierungsansatz der beiden Jurisdiktionen. Während das GesG ein explizites „oberes Limit“ für die Ansetzung der Generalversammlung kennt (acht Wochen), verankert das OR ausdrücklich nur ein „unteres Limit“ (20 Tage). Möglicherweise hatte der jeweilige Gesetzgeber dabei unterschiedliche (Haupt-)Bedenken. Während in Japan allenfalls eine verzögerte Einberufung der (außerordentlichen) Generalversammlung problematischer gesehen wurde (laut COLCERA, *supra* Fn. 3, 151, insbesondere um dem Verwaltungsrat nicht übermäßig viel Zeit zur Vorbereitung von Abwehrmaßnahmen zu gewähren), stand für die Schweiz eine „Überrumpelung“ der Aktionäre im Vordergrund. Japan sieht für Letzteres auch „bloß“ eine Frist von 14 Tagen vor.

205 TANNER, *supra* Fn. 200, Art. 700 OR, Rn. 43.

206 Der Verwaltungsrat darf weiter die Traktandenliste nicht missbräuchlich oder sinnverfälscht – insbesondere durch die Verknüpfung von Traktanden – anfertigen, um so die Abstimmung in der Generalversammlung zu beeinflussen. TANNER, *supra* Fn. 203, Art. 700 OR, Rn. 22 ff. und Rn. 83 ff.

207 Diese Frist ist (aktuell) nicht gesetzlich geregelt.

Notrecht die *schriftliche* oder *elektronische Ausübung* des Stimmrechts zulässig ist.²⁰⁸

bb) Quorumsbestimmungen

Anders als in Japan werden die Statuten grundsätzlich nur mit einem einfachen Mehrheitsbeschluss geändert, unabhängig von der Gesamtanzahl anwesender Stimmen.²⁰⁹ Erhöhte Quoren können mit den dafür zu erreichenden Mehrheiten eingeführt und auch wieder abgeschafft werden.²¹⁰ Diese schützen statutarisch verankerte Abwehrmaßnahmen effektiver vor einer Abschaffung.²¹¹ Für die Einführung einer Vinkulierung oder von Stimmrechtsaktien und für eine (genehmigte) Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts ist ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss notwendig.²¹² Für einen außerordentlichen Generalversammlungsbeschluss sind, in Abwesenheit statutarischer Verschärfungen, zwei Drittel der vertretenen Stimmen und mindestens die Hälfte des vertretenen Nennwert-Kapitals erforderlich.²¹³

208 Art. 27 Abs. 1 lit. a Covid-19-Verordnung 3. Verordnung 3 über Massnahmen zur Bekämpfung des Coronavirus (Covid-19) vom 19. Juni 2020 (SR 818.101.24). Grundsätzlich ist eine physische Präsenz für die Aktionäre in der Generalversammlung unabdingbar (vgl. Art. 689 OR). Möglich ist nach wie vor die Stimmrechtsvertretung. Die Aktienrechtsrevision von 2022 sieht nun die Möglichkeit einer regulären Ausübung des Stimmrechts auf elektronischem Wege (Art. 701c [vgl. auch Art. 701d] nOR) oder auch schriftlich (Art. 701 Abs. 3 nOR) vor.

209 Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 i. V. m. Art. 703 OR.

210 Art. 704 Abs. 2 OR. Dabei sind sowohl Beschluss- wie auch Präsenzquoren erfasst. TANNER, *supra* Fn. 203, Art. 700 OR, Rn. 91 ff. Sieht eine Gesellschaft mit börsennotierten Aktien erhöhte Quoren vor, so muss sie dies im *Corporate Governance* Bericht offenlegen. Anhang Art. 6.2 CG-Richtlinie SIX (Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 18. Juni 2021, Swiss Infrastructure and Exchange) und CG-Leitfaden SIX, Rn. 278 (Leitfaden von SIX Exchange Regulation AG zur Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 1. Januar 2016), jeweils abrufbar unter <https://www.ser-ag.com/de/topics/corporate-reporting.html>.

211 Siehe dazu ausführlich C. L. GEHRER, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen: Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 225, 2003), 195 ff. Das neu eingeführte Quorum muss eine faktische und nicht nur theoretische Wiederabschaffung ermöglichen. UEK, Verfügung 600/01, E. 2.2.1 in Sachen *Kaba Holding* mit Verweis auf das zu beachtenden Verbot der übermäßigen Bindung gemäß Art. 27 Schweizerisches Zivilgesetzbuch (Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 [SR 210]).

212 Art. 704 Abs. 2 OR.

213 Art. 704 Abs. 1 OR.

cc) Stimmrechtsvertretung

Die Stimmrechtsvertretung ist auch in der Schweiz zulässig.²¹⁴ Ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter ist für Gesellschaften mit börsennotierten Aktien zwingend.²¹⁵ Vergleichbar zu Japan kann ein Aktionär Einsicht in das Aktienbuch verlangen, wenn dies zur Ausübung seiner Aktionärsrechte erforderlich ist.²¹⁶ Meines Erachtens ist das Auskunftsrecht aber eingeschränkter als unter dem GesG, da grundsätzlich nur anlässlich der Generalversammlung Auskunft erteilt wird,²¹⁷ und es insbesondere im Zusammenhang mit *Proxy Fights* fraglich ist, inwiefern ein Aktionär Einsicht in das (gesamte) Aktienbuch erhalten wird.²¹⁸

dd) Fazit

Meines Erachtens ist der Verwaltungsrat gegenüber der Einflussnahme eines Aktionärs in der Generalversammlung in der Schweiz besser gerüstet als in Japan. Im Vergleich zu Japan sind die Schwellen für die Einberufung einer außerordentlichen Generalversammlung oder eine Traktandierung höher, was von Bedeutung ist, da sich diese nicht verschärfen lassen.²¹⁹ Auch hinsichtlich eines Abstimmungskampfes scheint der Verwaltungsrat besser aufgestellt zu sein, da eine Einsichtnahme in das Aktienbuch wohl nur sehr eingeschränkt zugelassen wird. Wie in Japan können statutarisch verankerte Abwehrmaßnahmen mit erhöhten Quoren in der Generalversammlung vor einer Beseitigung „geschützt“ werden.

214 Art. 689a OR. Wie unter dem japanischen Recht muss auch die elektronische Vollmachtserteilung an Stimmrechtsvertreter durch die Gesellschaft zugelassen werden (Art. 9 Abs. 1 Ziff. 3 Schweizerische VegüV [Vergütungsverordnung]).

215 Art. 8 i. V. m. Art. 2 Ziff. 3 VegüV.

216 Art. 697 Abs. 3 i. V. m. Art. 697 Abs. 2 OR. Unstreitig ist ein Einsichtsrecht hinsichtlich des eigenen Eintrags des Aktionärs.

217 Art. 697 Abs. 1 OR.

218 Siehe in diesem Zusammenhang Schweizerisches Bundesgericht 1P.128/2003, Urteil vom 15. Juli 2003, E. 3.4.1, wo auf die (zumindest damalige) ablehnende Lehre hinsichtlich eines umfassenden Einsichtsrechts zum Zwecke des Stimmfangs hingewiesen wird. KUNZ, *supra* Fn. 200, Rn. 414 f., hingegen bejaht ein Einsichtsrecht im Rahmen eines Abstimmungskampfes. Subsumiert man das Aktienbuch unter „Geschäftsbücher und Korrespondenzen“ i. S. v. Art. 697 Abs. 3 OR (KUNZ, *supra* Fn. 200, Rn. 407 ff., geht davon aus), ist weiter ein Verwaltungsrat- (oder Generalversammlungs-) Beschluss notwendig, welcher unter Umständen nicht leicht vorliegen wird. Im Streitfall könnte aber eine Einsicht gerichtlich verlangt werden (Art. 697 Abs. 4 OR).

219 Die Aktienrechtsrevision wird diese Schwellen aber senken. Siehe Fn. 200 oben.

b) Einschränkung der Informationsrechte

Dem Aktionär steht, soweit für die Ausübung der Aktionärsrechte erforderlich, ein Auskunftsrecht anlässlich der Generalversammlung über Angelegenheiten der Gesellschaft zu.²²⁰ Auch in der Schweiz darf die Auskunft bei Vorliegen eines Konkurrenzverhältnisses, sofern schutzwürdige Interessen gegeben sind, verweigert werden.²²¹ Der Geschäfts- und Revisionsbericht muss mindestens 20 Tage vor der Generalversammlung am Gesellschaftssitz für die Aktionäre aufgelegt werden.²²² Aktionäre die das Recht auf Auskunft und Einsicht bereits ausgeübt haben, können die richterliche Einsetzung eines Sonderprüfers der Generalversammlung beantragen.²²³ Lehnt die Generalversammlung dies ab, so können Aktionäre welche 10 % des Aktienkapitals oder eine Beteiligung im Nennwert von 2 Millionen CHF halten, die gerichtliche Einsetzung verlangen; müssen aber zusätzlich eine Statuten- oder Gesetzesverletzung darlegen, welche die Aktionäre oder die Gesellschaft geschädigt hat.²²⁴

Das Institut des Sonderprüfers scheint – vorbehaltlich einer Ablehnung durch die Generalversammlung – großzügiger ausgestaltet zu sein als in Japan, da dieser nach dem GesG ausschließlich bei vermuteten Rechtsverstößen zum Einsatz kommt.²²⁵ Lehnt die Generalversammlung hingegen das Vorgehen des Aktionärs ab, ist die Schwelle für den gerichtlichen Einsetzungsantrag unter japanischem Recht niedriger.²²⁶ Ebenso wie in Japan kommen den Aktionären ein Informationsrecht hinsichtlich der Statuten,²²⁷

220 Art. 697 Abs. 1 und Abs. 2 OR.

221 Art. 697 Abs. 2 OR. R. H. WEBER, Rechte und Pflichten der Aktionäre, in: Honsell / Vogt / Watter, *supra* Fn. 198, Art. 697 OR, Rn. 8 ff.

222 Art. 696 (Abs. 1) OR. An der SIX (*Swiss Infrastructure and Exchange*) börsennotierte Gesellschaften müssen in ihrem (jährlichen) Geschäftsbericht Angaben zur ihrer *Corporate Governance* machen (Art. 4 CG-Richtlinie SIX). Gemäß Anhang Art. 7 CG-Richtlinie SIX müssen Kontrollwechselklauseln und statutarische Regeln hinsichtlich eines *Opting out* oder *Opting up* offengelegt werden. Nach Rücksprache mit dem SER ist die generelle Offenlegung von Abwehrmaßnahmen nicht explizit vorgeschrieben, aber „i.S. der RLCG“. Der Geschäftsbericht ist für börsennotierte Gesellschaften zu veröffentlichen (Art. 49 Abs. 1 KR-SIX [Kotierungsreglement vom 21. Oktober 2021, Swiss Infrastructure and Exchange, abrufbar unter https://www.ser-ag.com/de/resources/laws-regulations-determinations/regulation_s.html]). Weiter muss eine Gesellschaft mit börsennotierten Aktien Halbjahresberichte publizieren (Art. 50 Abs. 1 KR-SIX).

223 Art. 697a Abs. 1 OR.

224 Art. 697b OR.

225 Siehe den Unterabschnitt V.1.V.1.b) oben.

226 Ebd.

227 Art. 936 Abs. 2 OR und Art. 43 Abs. 1 lit. b HRegV (Schweizerische Handelsregisterverordnung).

Generalversammlungsprotokolle,²²⁸ der Jahresrechnung²²⁹ und des Geschäftsberichts²³⁰ zu. Hinsichtlich der Verwaltungsratsprotokolle besteht aber nur ein sehr eingeschränktes Einsichtsrecht.²³¹

Der Verwaltungsrat kann auch in der Schweiz die Informationsrechte der Aktionäre – mit der Ausnahme eines unkooperativen Verhaltens auf deren Seite – nicht weiter beschränken, als es der gesetzliche Rahmen vorgibt.²³² Jedoch kommt der Verweigerung der *Due Diligence* in der Schweiz in Anbetracht des Pflichtangebotes eine zentrale Rolle als Abwehrmaßnahme zu, und ein unerwünschter Aktionär kann sein (Preis-)Risiko mit den gesellschafts- sowie kapitalmarktrechtlichen Informationsquellen wohl nur begrenzt vermindern.²³³

2. Spezifische Abwehrmaßnahmen

a) Gestaffelter Verwaltungsrat

Die maximale Amtsdauer für den Verwaltungsrat beträgt gemäß OR sechs Jahre, und eine gestaffelte Wahl kann statutarisch vorgesehen werden.²³⁴ Gesellschaften mit börsennotierten Aktien entzieht die Schweizerische Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) aber jeglichen Spielraum, da die Amtsdauer der Verwaltungsräte gesetzlich auf ein Jahr begrenzt wird.²³⁵

228 Art. 702 Abs. 3 OR.

229 Die Jahresrechnung ist Teil des Geschäftsberichts (Art. 958 Abs. 2 OR), welcher den Aktionären zur Einsicht vor der ordentlichen Generalversammlung aufgelegt werden muss. Dazu zählt auch eine allfällige Konzernrechnung (Art. 963 ff. OR).

230 Siehe Fn. 222 oben.

231 Öffentlich einsehbar sind grundsätzlich nur die hinsichtlich der Handelsregistereinträge relevanten Informationen (Art. 23 HRegV). Ist die Anmeldung von allen Verwaltungsräten unterzeichnet, müssen die Protokolle, auf denen die eintragungsrelevante Tatsache basiert, nicht eingereicht werden (Art. 23 Abs. 3 HRegV).

232 Insbesondere sind Generalversammlungsbeschlüsse, welche die (zwingenden) Informationsrechte der Aktionäre beschränken, nichtig (Art. 706b OR). WEBER, *supra* Fn. 221, Art. 697 OR, Rn. 1, „Das Informationsrecht ist ein [...] unentziehbares, im Einzelfall aber beschränkbares Recht“.

233 U. SCHENKER, *Due Diligence* bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten, in: Tschäni, *supra* Fn. 203, X (2008) 129, 130 ff., der auf die (faktische) Wirkung einer verweigerten *Due Diligence* als Abwehrmaßnahme hinweist. Eine verweigerte *Due Diligence* stellt jedoch niemals einen absoluten Schutz vor einer feindlichen Übernahme dar. Ein entschlossener Angreifer, der vom Nutzen der Übernahme überzeugt ist, wird sich kaum von dem Risiko abschrecken lassen.

234 Art. 710 OR und für den Verwaltungsratspräsidenten Art. 712 OR.

235 Art. 3 Abs. 2 VegüV und Art. 4 VegüV (Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November [SR 221.331])

b) *Abgangsentschädigungen*

Wie in Japan stimmt die Generalversammlung jährlich über die Gesamtvergütung des Verwaltungsrates ab.²³⁶ Explizit unzulässig sind Abgangsentschädigungen.²³⁷ Abgangsentschädigungen werden im Rahmen der Auflösung eines Vertragsverhältnisses und nicht leistungs- oder ausgleichsbasierend ausbezahlt.²³⁸ Im Gegensatz zu Japan sind jegliche Abgangsentschädigungen für den Verwaltungsrat einer börsennotierten Gesellschaft – auch bei Mitwirkung der Generalversammlung – ausgeschlossen. Entschädigungen für einen bloßen Kontrollwechsel, ohne eine Auflösung des Auftragsverhältnisses des Verwaltungsrates, sind *de lege lata* (noch) zulässig.²³⁹

c) *Aktien- und Optionsausgabe*

aa) *Schaffung von Aktien und Aktienaussgabe*

In der Schweiz wird zwischen einer Aktienaussgabe im Rahmen einer ordentlichen und einer genehmigten Kapitalerhöhung unterschieden, je nachdem ob der Verwaltungsrat abhängig oder unabhängig von der Generalversammlung, dann jedoch mit vorheriger Ermächtigung, vorgehen kann. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung wird sie von der Generalversammlung beschlossen und der Verwaltungsrat führt sie innerhalb von drei Monaten durch.²⁴⁰ Per außerordentlichem Generalversammlungsbeschluss kann der

sowie Art. 95 Abs. 3 lit. a BV (Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 [SR 101]).

236 Ebenso stimmt die Generalversammlung über die Vergütung der Geschäftsleitung und eines allfälligen Beirats ab (Art. 18 Abs. 3 VegüV und Art. 95 Abs. 3 lit. a BV). Für die Festlegung der individuellen Vergütung ist grundsätzlich – wie in Japan – der Verwaltungsrat selbst zuständig. Zu den Offenlegungspflichten der SIX siehe Anhang Art. 4.4 und 7.2 CG-Richtlinie SIX und CG-Leitfaden SIX, Rn. 193 ff. und Rn. 293 ff.

237 Art. 20 Ziff. 1 VegüV und Art. 95 Abs. 3 lit. b BV.

238 Zum Begriff Abgangsentschädigung siehe A. KUMMER, Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten im Bereich von „Say on Pay“ (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 348, 2019) Rn. 359 ff.

239 Gemäß dem Wortlaut von Art. 20 Ziff. 3 VegüV und Art. 95 Abs. 3 lit. b BV sind „Provisionen [oder Prämien] für die Übernahme oder Übertragung von Unternehmen oder Teilen davon durch die Gesellschaft oder durch Unternehmen, die durch die Gesellschaft direkt oder indirekt kontrolliert werden“ verboten. Der Wortlaut bezieht sich mithin bloß auf Übernahmen, welche die Gesellschaft *selbst durchführt*, und nicht auf Fälle, in denen die Gesellschaft das Ziel einer Übernahme ist. *De lege ferenda* bezieht sich Art. 735c Ziff. 6 nOR nur noch auf „Provisionen für die Übernahme oder Übertragung von Unternehmen oder Teilen davon“, womit wohl auch Kontrollwechsel-Prämien für Gesellschaften (mit börsennotierten Aktien) unzulässig werden.

240 Art. 650 OR.

Verwaltungsrat zur Durchführung der genehmigten Kapitalerhöhung ermächtigt werden.²⁴¹ Diese Ermächtigung ist aber auf zwei Jahre befristet, und der genehmigte Nennbetrag darf die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen.²⁴² Weiter steht den Aktionären ein Bezugsrecht zu, das nur aus wichtigem Grund und nur mit einem außerordentlichen Generalversammlungsbeschluss aufgehoben werden darf.²⁴³ Der Bezugsrechtsausschluss darf niemanden unsachlich benachteiligen oder begünstigen und muss möglichst schonend sein.²⁴⁴ Ein Verstoß hiergegen kann von den Aktionären angefochten werden.²⁴⁵ Der Bezugsrechtsausschluss kann bei der genehmigten Kapitalerhöhung an den Verwaltungsrat delegiert werden.²⁴⁶ In diesem Fall ist der Verwaltungsrat an die von der Generalversammlung (generell-)abstrakt genannten „wichtigen Gründe“ gebunden.²⁴⁷

bb) Optionsausgabe

(1) Optionszuteilung im Rahmen bedingter Kapitalerhöhung

Weniger liberal als unter dem GesG ist in der Schweiz auch die Optionsausgabe ausgestaltet. Das OR sieht eine bedingte Kapitalerhöhung vor.²⁴⁸

241 Art. 651 (f.) und Art. 704 Ziff. 4 OR. Gemäß Anhang Art. 2.2 lit. a CG-Richtlinie SIX muss der Umfang und die Dauer der Ermächtigung zur Durchführung der genehmigten Kapitalerhöhung im Geschäftsbericht der Gesellschaft offengelegt werden.

242 Art. 651 Abs. 1 und Abs. 2 OR. Hinzuweisen ist auf die Einführung des Kapitalbands in der kommenden Revision des Aktienrechts (Art. 653s nOR). Statutarisch kann der Verwaltungsrat zukünftig ermächtigt werden, das Aktienkapital innerhalb des „Kapitalbands“ zu verändern. Diese Ermächtigung ist auf fünf Jahre befristet (Art. 653s Abs. 1 nOR), und das Aktienkapital darf höchstens um die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals erhöht werden (Art. 653s Abs. 2 nOR).

243 Art. 650 Abs. 2 Ziff. 8, Art. 652b und Art. 704 Abs. 2 Ziff. 6 OR.

244 Art. 652b Abs. 2 OR. Es ist insbesondere der Grundsatz der (relativen) Gleichbehandlung der Aktionäre zu respektieren. BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 2 Rn. 269 und Rn. 289.

245 Art. 706 (Ziff. 1 – 3) OR. Beschlüsse des Verwaltungsrates können nicht angefochten werden, sondern lediglich *gültig* oder *nichtig* sein. Art. 714 i.V.m. Art. 706b OR. Dafür steht den Aktionären aber – wenn auch wohl wenig effizient – die Verantwortlichkeitsklage i.S.v. Art. 754 OR offen.

246 Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 121 III 219 E. 1 d)(cc). Dabei müssen gemäß Anhang Art. 2.2 lit. c CG-Richtlinie SIX die Modalitäten des Bezugsrechtsausschlusses im Geschäftsbericht der Gesellschaft offengelegt werden. Siehe dazu CG-Leitfaden SIX, Rn. 90.

247 Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 121 III 219 E. 1 d) cc). Ähnlich insofern auch MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *supra* Fn. 120, 17: Der Verwaltungsrat soll zum alleinigen Vollzug der Abwehrmaßnahmen berechtigt sein, wenn er sich an die von der Generalversammlung genehmigten Voraussetzungen hält.

248 Art. 653 OR.

Hierbei findet eine schrittweise Kapitalerhöhung zum Zeitpunkt der jeweiligen Ausübung der zugeteilten Optionen statt.²⁴⁹ Eine bedingte Kapitalerhöhung kann, unter Festlegung einer Grenze für den Maximalbetrag, an den Verwaltungsrat delegiert werden.²⁵⁰ Dabei ist der Verwaltungsrat zeitlich nicht eingeschränkt.²⁵¹ Die Ausgabe von Optionen unterlegt durch bedingtes Kapital, ist auf Aktionäre sowie Gläubiger (von Obligationen) und die Arbeitnehmer der Gesellschaft beschränkt.²⁵² Sind die Optionen als Wandel- oder Optionsanleihen ausgestaltet, steht den bisherigen Aktionären ein materiell dem Bezugsrecht entsprechendes Vorwegzeichnungsrecht²⁵³ zu, welches aus wichtigem Grund – falls an den Verwaltungsrat delegiert auch von diesem – ausgeschlossen werden kann.²⁵⁴ Ebenfalls muss ein Ausschluss möglichst schonend und ohne unsachliche Begünstigung oder Benachteiligung erfolgen.²⁵⁵ *De lege lata* ist keine direkte (selbstständige) Optionszuteilung an Dritte, welche durch bedingtes Kapital unterlegt ist, möglich.²⁵⁶ Weiter darf das bedingte Nennwertkapital das bisherige Aktienkapital um nicht mehr als die Hälfte übersteigen.²⁵⁷

(2) Optionszuteilung im Rahmen vorhandenen Kapitals

Möchte eine Gesellschaft eine Zuteilung von Optionen auf eigene Aktien gegenüber Dritten vornehmen, welche keine Aktionäre sind, müssen die Anteilsscheine vorher durch eine Drittpartei gezeichnet und bis zur Aus-

249 Gemäß Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, 797, eine sich „laufende, tropfenweise [...] vollziehende Kapitalerhöhung“.

250 Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 121 III 219 E. 5 a).

251 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 2 Rn. 208.

252 Der Gesetzeswortlaut sieht bloß eine Optionsausgabe an *Gläubiger von (neuen) Obligationen* oder *Arbeitnehmer* vor. Dabei wird jedoch von der h.L. eine Gesetzeslücke angenommen und die Bestimmung auch auf (Alt-)Aktionäre ausgedehnt. BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 2 Rn. 196 ff. und Rn. 309; G. G. ZINDEL / P. R. ISLER, Allgemeine Bestimmungen, in: Honsell / Vogt / Watter, *supra* Fn. 198, Art. 653 OR, Rn. 18.

253 Werden ausschließlich Optionen zugeteilt ohne eine damit verbundene Anleihe, steht den Aktionären ein Bezugsrecht (und nicht ein Vorwegzeichnungsrecht) zu. BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 2 Rn. 328.

254 Art. 653c (Abs. 2) OR. Auch hier ist der Verwaltungsrat an die von der Generalversammlung vorgegebenen „wichtigen Gründe“ gebunden. Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 121 III 219 E. 5 b).

255 Art. 653c Abs. 3 OR.

256 Optionen sind aber grundsätzlich von den (Alt-)Aktionären handel- und an Dritte veräußerbar. Art. 653 (Abs. 1) nOR sieht die freie Ausgabe von Optionen an Dritte explizit vor.

257 Art. 653a Abs. 1 OR.

übung der Optionen von dieser oder der Gesellschaft gehalten werden.²⁵⁸ Damit einher geht ein zwingender Bezugsrechtsausschluss und allenfalls die Beachtung der Vorgaben hinsichtlich des Erwerbs eigener Aktien.²⁵⁹

Eine Optionsvergabe unterlegt mit eigenen zurückgekauften Aktien, kann zwar ohne Mitwirkung der Generalversammlung und Beachtung des Bezugsrechts durchgeführt werden. Ebenso kommen aber dort die Bestimmungen über den Erwerb eigener Aktien und insbesondere die Gleichbehandlungspflicht zur Anwendung.²⁶⁰

cc) *Ausgestaltung als Abwehrmaßnahme*

Anders als in Japan spielt die Aktien- und Optionsausgabe als Abwehrmaßnahme im Übernahmekampf in der Schweiz keine zentrale Rolle.²⁶¹ Von gewisser Relevanz ist aber auch dort der Aufbau eines Kreises kooperierender Aktionäre durch den Verwaltungsrat, was, soweit die gesetzlichen Vorgaben eingehalten werden, möglich ist.²⁶² Unterhält eine Gesellschaft Kreuzbeteiligungen, muss dies von den an der *Swiss Infrastructure and Exchange* (SIX) börsennotierten Gesellschaften offengelegt werden.²⁶³

Der Einsatz einer Aktien- und Optionsausgabe zur Abwehr unerwünschten Einflusses ist lediglich im Rahmen einer genehmigten oder bedingten Kapitalerhöhung praktikabel, da die ordentliche dafür zu schwerfällig er-

258 Zum Festübernahmeverfahren, bei welchem das Bezugsrecht grundsätzlich gewahrt wird, siehe BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 2 Rn. 24 ff.

259 Zum Erwerb eigener Aktien siehe unten Unterabschnitt VI.2.d).

260 Siehe dazu unten die Unterabschnitte VI.2.d) und VI.3.b).

261 Zu erwähnen ist der Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 91 II 309 E. 6 f., in welchem sich eine Gesellschaft eines Aktionärs zu „entledigen versuch[t]e“, der ein Konkurrenzunternehmen eröffnet hatte. In diesem Fall wurde vom Schweizerischen Bundesgericht explizit der Gleichbehandlungsgrundsatz als verletzt erachtet. Weiter auch Schweizerisches Bundesgericht 4A_43/2007, Urteil vom 11. Juli 2007, E. 5. Gemeinsam ist beiden Entscheidungen, dass jeweils die Schädigung eines *Minderheitsaktionärs* geltend gemacht wurde. In Japan sind es primär *Übernahmekandidaten*, die abgewehrt werden sollen.

262 P. C. REICHMUTH, Die Pflichten des Verwaltungsrates einer Zielgesellschaft: Eine Analyse der Rolle des Verwaltungsrates im Übernahmekontext unter Berücksichtigung seiner Pflichten im Vorangebotsstadium (Zürcher Studien zum Privatrecht 302, 2020) Rn. 175 f.; U. SCHENKER, Der Erwerb von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften (Walderwyss Rechtsanwälte 2014, abrufbar unter <https://www.walderwyss.com/de/publikationen>), 176 und 181.

263 Gemäß Anhang Art. 1.3 CG-Richtlinie SIX müssen Kreuzbeteiligungen, die eine Stimmrechts- oder Kapitalschwelle von 5 % überschreiten, offengelegt werden. Weiter auch CG-Leitfaden SIX, Rn. 80 ff.

scheint.²⁶⁴ Die Implementierung eines Ausgabeplans und dessen Umsetzung wie auch die zeitgleiche Aktien- und Optionsausgabe scheinen grundsätzlich aber nicht ausgeschlossen zu sein. Fraglich ist jedoch die Zulässigkeit einer solchen Abwehrmaßnahme insbesondere hinsichtlich eines allfälligen Bezugsrechtsausschlusses, da ein „wichtiger Grund“ als Legitimation zur Abwehr einer feindlichen Übernahme umstritten ist.²⁶⁵ Ob eine entsprechende Maßnahme dem Gleichbehandlungsgrundsatz standhält, ist weiter zu bezweifeln.²⁶⁶

Des Weiteren ist der Handlungsspielraum des Verwaltungsrates während eines laufenden öffentlichen Kaufangebots durch das Übernahmerecht eingeschränkt. Eine Aktien- und Optionszuteilung ohne Genehmigung durch die Generalversammlung darf nicht zu einer wesentlichen Änderung der Aktiva oder Passiva der Gesellschaft führen.²⁶⁷ Da die Generalversammlung den Verwaltungsrat aber stets zum Bezugsrechtsausschluss ermächtigen und die wichtigen Gründe zumindest abstrakt umschreiben muss, ist meines Erachtens die Relevanz dieser Bestimmungen hinsichtlich einer Aktien- und Optionszuteilung, zumindest im Falle eines Bezugsrechtsausschlusses, fraglich. Ferner verbietet das Übernahmerecht (grundsätzlich) eine vom Verwaltungsrat *eigenmächtig* vorgenommene Zuteilung von Optionen oder eigener Aktien während eines öffentlichen Kaufangebots.²⁶⁸ Ob auch dies nur unter Vorbehalt einer wesentlichen Transaktion verboten sein soll, ist umstritten und hängt davon ab, wie man die Kompetenz der UEK interpretiert.²⁶⁹ Dies spielt meines Erachtens im Ergebnis aber ebenfalls keine Rolle. Unabhän-

264 Die Ausnahme wäre das eben erwähnte Aufbauen eines Netzes kooperierender, d. h. genehmer Aktionäre.

265 Als Legitimationsgrund für ein in „*finanzieller Hinsicht ungenügendes Übernahmeangebot*“ F. GERHARD, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (2006) 286, 294. Bejahend wohl auch C. B. BÜHLER, Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU (Veröffentlichung aus dem Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und dem Europa Institut 21, 2003) 32 f. Differenziert: R. TSCHÄNI / H.-J. DIEM / T. GABERTHÜEL, Öffentliche Kaufangebote (4. Aufl., 2020) Rn. 799. Dagegen: GEHRER, *supra* Fn. 211, 85 ff. und 212 ff. Das Bezugsrecht muss bei einer Aktien- oder Optionsausgabe nicht zwangsläufig ausgeschlossen werden, um als Abwehrmaßnahme zu dienen. Siehe oben in Fn. 25. Weiter ist ein Bezugsrechtsausschluss bei einer Publikums-gesellschaft weniger gravierend als bei einer Gesellschaft, deren Aktien weniger einfach erhältlich sind. Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 121 III 219 E. 2.

266 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 7 Rn. 225a.

267 Siehe weiter unten Unterabschnitt VI.2.f).

268 Art. 36 Abs. 2 lit. e und lit. f UEV.

269 In UEK, Empfehlung 0343/03, E. 2.2.4.5 f. in Sachen *Implemia AG* ging die UEK davon aus, dass nur eine *qualitative* oder *quantitative* Aktienzuteilung (*eigener Aktien*) an einen „genehmen Aktionär [...]“ unzulässig ist. Dieser Entscheid erging

gig eines allfälligen Bezugsrechtsausschlusses dient wohl nur eine wesentliche Zuteilung von Aktien oder Optionen als effektive Abwehrmaßnahme, und somit bleibt der Verwaltungsrat in jedem Fall auf die Mitwirkung der Generalversammlung angewiesen.²⁷⁰

dd) Fazit

Prima facie scheint auch in der Schweiz zumindest eine Ausgestaltung der Aktien- und Optionsausgabe als Abwehrmaßnahme wie in Japan nicht unmöglich zu sein. Doch ist ein Schweizer Verwaltungsrat eingeschränkter und auf die Mitwirkung der Generalversammlung stärker angewiesen als sein japanisches Pendant. Dort ist der Verwaltungsrat im Rahmen des genehmigten Kapitals zeitlich unbefristet zur Ausgabe von drei Vierteln der Aktien befugt. Eine Aktienaussgabe ohne (auch vorgängige) Mitwirkung der Generalversammlung scheint – um die schweizerische Terminologie zu verwenden – die „ordentliche Kapitalerhöhung“ in Japan zu sein. Im Unterschied zur Schweiz muss der Verwaltungsrat in Japan auch nicht ein allfälliges Bezugsrecht der Aktionäre respektieren bzw. ist nur auf einen Generalversammlungsbeschluss angewiesen, falls er eine besonders vorteilhafte Ausgabe an Nicht-Aktionäre vorsieht. Weiter wird er auch nicht durch die Zweckvorgabe der Generalversammlung hinsichtlich einer Aktienaussgabe beschränkt. Am ehesten scheint in der Schweiz eine (selektive) Ausgabe von (gratis) Aktionärsoptionen im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung als Abwehrmaßnahme geeignet; dies insbesondere, da selbige nicht zeitlich limitiert ist. Möchte der Verwaltungsrat aber das Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre einschränken, so ist er wiederum – und ungeachtet eines möglicherweise laufenden öffentlichen Kaufangebots – auf einen Generalversammlungsbeschluss angewiesen. Eine reine Optionszuteilung an Dritte ist *de lege lata* in der Schweiz unmöglich. Gemeinsam ist aber beiden Jurisdiktionen, dass eine Aktien- und Optionsausgabe gewissen gesetzlichen Vorgaben, insbesondere der Gleichbehandlungspflicht entsprechen muss, wobei diese in der Schweiz restriktiver zu sein scheint als in Japan.

d) Erwerb eigener Aktien

Der Erwerb eigener Aktien ist in der Schweiz bis zu einer Schwelle von 10 % des Nennwerts des Aktienkapitals möglich.²⁷¹ Dabei können aber

aber vor Erlass von Art. 36 Abs. 2 lit. e UEV und in Anwendung von lit. d. Zur allgemeinen Diskussion hinsichtlich der Kompetenz der UEK siehe Fn. 35.

270 Die *Umsetzung* eines Ausgabeplans aufgrund von bereits zugeteilten Optionen muss meines Erachtens auch während eines öffentlichen Kaufangebots eines „feindlichen Erwerbers“ und unabhängig von der Transaktionsgröße möglich sein, da sich dabei die Gesellschaft verbindlich (bzw. vertraglich) zur Ausgabe von Aktien verpflichtet hat. Siehe dazu TSCHÄNI / DIEM / GABERTHÜEL, *supra* Fn. 265, 788 m. w. H.

effektiv bis zu 30 % der Aktien zurückgekauft und gehalten werden.²⁷² Wie unter dem GesG sind die Mittel zur Finanzierung eines Erwerbs eigener Aktien auf den ausschüttungsfähigen Betrag beschränkt.²⁷³ Ebenso ruht das Stimmrecht von gehaltenen eigenen Aktien.²⁷⁴ Im Gegensatz zum GesG ist der Verwaltungsrat gemäß OR für den Rückerwerb ohne Ermächtigung der Generalversammlung bzw. statutarische Grundlage zuständig.²⁷⁵ Die Aktien können ebenfalls von den Aktionären direkt verhandelt, an der Börse oder durch ein öffentliches Kaufangebot erworben werden.²⁷⁶ Hinsichtlich der Beachtung der Gleichbehandlungspflicht des Verwaltungsrates beim Erwerb und der Platzierung eigener Aktien, geltend die diesbezüglichen Ausführungen zur der japanischen Rechtslage hier entsprechend.²⁷⁷ Laut dem Rundschreiben der UEK darf der öffentliche Erwerb eigener Aktien und deren darauffolgende Vernichtung die Kontrollverhältnisse in der Gesellschaft nicht wesentlich verändern.²⁷⁸ Weiter ist der Verwaltungsrat bei einem Rückerwerb während eines öffentlichen Kaufangebots, der die Aktiva oder Passiva wesentlich beeinflusst, auf die Mitwirkung der Generalversammlung angewiesen.²⁷⁹

Die Differenzen zwischen den beiden Jurisdiktionen hinsichtlich einer Grenze für den Rückerwerb (Schweiz 10 %) und der grundsätzlichen Zuständigkeit der Generalversammlung (Japan) sind meines Erachtens bei der Verwendung als Abwehrmaßnahme nicht wesentlich. Eine Gesellschaft in Japan kann schon bei ihrer Gründung eine statutarische Delegation an den Verwaltungsrat vorsehen. Demgegenüber scheint die Grenze unter dem OR – diese kann bis zu 30 % der Aktien betragen – als nicht zentral. Meiner Meinung nach ist für beide Länder die *Gleichbehandlung* der Aktionäre – sei es bei einem Rückkauf oder einer (Wieder-)Zuteilung – die eigentliche

271 Art. 659 Abs. 1 OR. Japan sah ursprünglich ebenfalls ein ähnliches Limit von 10 % vor. ODA, *supra* Fn. 3, 300.

272 Gemäß Art. 656b Abs. 2 OR ist das Partizipationskapital dazuzuzählen, welches laut Art. 656b Abs. 1 OR 200 % des Aktienkapitals entsprechen darf. Mit Inkrafttreten der Gesetzesrevision wird aber das Aktienkapital (ausschließlich) auf Grundlage der ausgegebenen Aktien berechnet (Art. 656b Abs. 5 Ziff. 1 nOR).

273 Art. 659 Abs. 1 OR.

274 Art. 659a Abs. 1 OR. Das Recht auf Dividende ruht ebenso.

275 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 4 Rn. 225 und Rn. 235.

276 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 4 Rn. 226 und Rn. 253.

277 Siehe oben bei Fn. 145.

278 UEK, UEK-Rundschreiben Nr. 1. Rückkaufprogramme, Rn. 10, abrufbar unter <https://www.takeoverpractice.ch/praxiskommentar/uek-rundschreiben-1>.

279 Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 36 Abs. 2 lit. e UEV. Auch hier kann auf die Diskussion verwiesen werden hinsichtlich der Kompetenz der UEK, einen „geringfügigen“ Rückerwerb von eigenen Aktien – ohne Genehmigung der Generalversammlung – zu verbieten. Siehe oben Unterabschnitt IV.2.

Hürde für den Verwaltungsrat bei der Verwendung eigener Aktien als Abwehrmaßnahme.²⁸⁰ Diesbezüglich scheint das OR die Pflicht des Verwaltungsrates aber strenger auszugestalten als das GesG.²⁸¹ Da der Eigenerwerb erst in Verbindung mit der Zuteilung der Aktien an kooperierende Aktionäre seine effektive Wirkung als Abwehrmaßnahme entfaltet, ist der Verwaltungsrat in der Schweiz im Vergleich zu seinem Pendant in Japan insoweit benachteiligt.²⁸²

e) *Bestimmungen zu den Aktien*

aa) *Stimmrechtsbeschränkungen*

(1) *Stimmrechtsbegrenzung*

Auch das OR sieht verschiedene Arten von Aktien vor.²⁸³ Aktien ohne Stimmrecht sind zwar unzulässig, jedoch können stimmrechtslose Partizipationsscheine geschaffen werden.²⁸⁴ Weiter kann das (in der Generalversammlung vertretene) Stimmrecht, als Ausnahme vom Kapitalbeteiligungsprinzip,²⁸⁵ *pro Person* statutarisch begrenzt werden.²⁸⁶ Bei der Anwendung und insbesondere bei der Gewährung von Ausnahmen von der Stimm-

280 Dies wird durch die mögliche „Neutralisierung“ des Limits hinsichtlich des Erwerbs eigener Aktien und der Einschränkung beider Jurisdiktionen, dass eigene Aktien ausschließlich durch den ausschüttungsfähigen Betrag finanziert werden dürfen, akzentuiert (vgl. Art. 671a OR). Dies alles geht nur unter der Annahme, dass die Aktien wieder zu einem mit dem *Kauf vergleichbaren Preis* verkauft werden.

281 Siehe dazu unten Unterabschnitt VI.3.b). Zu erwähnen ist zudem die bereits „erfolgreiche“ Praktizierung von *Greenmail* in Japan, bei welchem eine Verletzung der Gleichbehandlungspflicht immanent ist. Ob dies primär aufgrund der Apathie japanischer Aktionäre oder einer lascheren gesetzlichen Regelung (siehe dazu Fn. 318 unten) möglich war, sei jedoch dahingestellt. BAUM, *supra* Fn. 83, 96 ff.

282 Die Liberalisierung des Rückerwerbs eigener Aktien in Japan, sollte die Gesellschaften explizit vor dem Erwerb ihrer Beteiligungen durch nicht genehme Investoren schützen. KOBAYASHI / IROME, *supra* Fn. 137, 182.

283 Im Gegensatz zum japanischen Recht, welches nur (noch) Namensaktien kennt, sieht das OR auch die Schaffung von Inhaberaktien vor (Art. 622 Abs. 1 OR). Die Anonymität der Inhaberaktie ist aber umstritten und aufgrund der Empfehlungen des *Global Forum* hinsichtlich der Geldwäscherei- und Steuerdeliktbekämpfung hat die Schweiz nun die Ausgabe von Inhaberaktien stark eingeschränkt.

284 Art. 656a OR. Partizipationsscheine werden insofern als (*relatives*) *Pendant* zu den stimmrechtslosen Aktien verstanden: Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983, 771, „Partizipationsscheine werden [...] als stimmrechtslose Aktien ausgestaltet“.

285 Art. 692 Abs. 1 OR.

286 Art. 692 Abs. 2 OR. Dies stellt aber insofern keine (spezifische) *Bestimmung zu den Aktien* dar.

rechtsbegrenzung ist der Verwaltungsrat an den Gleichbehandlungsgrundsatz gebunden.²⁸⁷ Aufgrund des gesetzlichen Mindeststimmrechts sind Aktien mit Stimmrecht nur hinsichtlich bestimmter bzw. limitiert auf bestimmte Angelegenheiten wie auch das Zusammenfassen von mehreren Aktien zu einer stimmberechtigten Aktieneinheit in der Schweiz verboten.²⁸⁸

(2) *Stimmrechtsaktien*

Zulässig sind aber unechte Stimmrechtsaktien.²⁸⁹ Im Gegensatz zu Japan beträgt das max. Verhältnis des verliehenen Stimmrechts zur Anzahl gehaltener Aktien zwischen Stamm- und Stimmrechtsaktien 1:10, und bei gewissen Entscheiden entfällt das Stimmrechtsprivileg.²⁹⁰ Zur Einführung von Stimmrechtsaktien ist ein außerordentlicher Generalversammlungsbeschluss notwendig.²⁹¹ Während Partizipationsscheine dem Verwaltungsrat eine Finanzierung ohne Einflusseinbuße ermöglichen, sind Stimmrechtsaktien ein zweischneidiges Schwert, da sie – falls in falsche Hände geraten – für eine *feindliche Machtkonzentration* sorgen.²⁹²

287 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 12 Rn. 470. Blankovollmachten, die den Verwaltungsrat ermächtigen, nach freiem Ermessen Ausnahmen vorzusehen, sind nichtig. BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 12 Rn. 482; A. BIERI, Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 303, 2011) Rn. 689.

288 Jedem Aktionär kommt, auch wenn er nur eine Aktie besitzt, mindestens eine Stimme zu (Art. 692 Abs. 2 OR). Ein Generalversammlungsbeschluss, der dagegen verstößt, ist nichtig (Art. 706b Ziff. 1 OR). Siehe dazu BIERI, *supra* Fn. 287, Rn. 365 ff., gemäß dem „das Stimmrecht im Umfang einer Stimme pro Aktionär der Gestaltungsautonomie der Gesellschaft entzogen“ wird. Gegen eine Zulässigkeit von in ihrem Stimmrecht limitierten Aktien spricht meiner Meinung nach auch, dass Aktien mit einem *Veto-Recht* laut h. L. in der Schweiz verboten sind. Siehe dazu sogleich unten das Fazit zum Unterabschnitt VI.2.e)cc).

289 Art. 693 OR. Die Statuten können das Stimmrecht unabhängig vom Nennwert nach der Zahl der jedem Aktionär gehörenden Aktien festsetzen, so dass auf jede Aktie eine Stimme entfällt. Aktien mit einem geringeren Nennwert als andere Aktien der Gesellschaft, verfügen somit über eine erhöhte Stimmkraft relativ zu ihrem Nennwert.

290 Art. 693 Abs. 2 und Abs. 33 OR. DUBS / TRUFFER, *supra* Fn. 198, Art. 704 OR, Rn. 3, weisen darauf hin, dass das „Kapitalquorum“ von Art. 704 OR insofern auch das Stimmprivileg der Stimmrechtsaktien relativiert.

291 Art. 704 Ziff. 2 OR.

292 Dieses Risiko muss (theoretisch) auch beim Aufbau eines Kreises kooperierender Aktionäre bzw. bei gewissen Ausgabeplänen berücksichtigt werden.

bb) Vinkulierung

Anders als in Japan ist eine Vinkulierung für börsennotierte und nicht-börsennotierte Aktien möglich.²⁹³ Im Gegensatz zum GesG gibt das OR die zulässigen Ablehnungsgründe abschließend vor. Bei nicht börsennotierten Aktien kann ein Erwerber insbesondere hinsichtlich der wirtschaftlichen Selbstständigkeit und der Zusammensetzung des Aktionärskreises im Hinblick auf den Gesellschaftszweck abgelehnt werden.²⁹⁴ Für börsennotierte Aktien sieht das OR grundsätzlich nur eine Prozentvinkulierung vor.²⁹⁵ Aber auch bei dieser ist der Verwaltungsrat in seinem – falls gegebenen – Ermessen nicht frei, sondern muss sich an den Gleichbehandlungsgrundsatz halten.²⁹⁶ Lehnt die Gesellschaft einen neuen Erwerber von börsennotierten Aktien nicht innerhalb von zwanzig Tagen und von nicht-börsennotierten Aktien nicht innerhalb von drei Monaten seit dem Gesuch ab, so gilt die Zustimmung als erteilt.²⁹⁷ Verweigert der Verwaltungsrat die Zustimmung, so verbleibt das Eigentum an *nicht-börsennotierten* Aktien – anders als in Japan – beim verkaufswilligen Aktionär, der sich bis zu einer allfälligen Zustimmung nicht von seiner Beteiligung trennen kann.²⁹⁸ In der Schweiz ist eine Vinkulierung von *börsennotierten* Aktien hingegen mit einer (statutarischen) Stimmrechtsbegrenzung vergleichbar, da der Übergang des Eigentums zwar nicht verhindert, jedoch die vollständige Stimmrechtsausübung beschränkt werden kann.²⁹⁹ Eine nachträgliche Vinkulierung muss per außerordentlichem Generalversammlungsbeschluss in den Statuten verankert werden.³⁰⁰

cc) Fazit

Zumindest auf den ersten Blick scheint der Verwaltungsrat in der Schweiz seinem japanischen Pendant hinsichtlich des Abwehrens fremden Einflus-

293 Art. 685a ff. OR. Art. 685d OR für börsennotierte und Art. 685b OR für nicht-börsennotierte Aktien.

294 Art. 685b Abs. 1 und Abs. 2 OR.

295 Art. 685d Abs. 1 OR. D.h. ein Erwerber kann nur *aufgrund* und *soweit* er den Prozentsatz übersteigt, von der Gesellschaft abgelehnt werden. Zweck ist dabei eine (minimale) Streuung des Aktienbesitzes. Gemäß BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 6 Rn. 47 f. handelt es sich dabei um eine „*Stimmrechtsvinkulierung*“, da auch ein von der Gesellschaft abgelehnter Erwerber Eigentum an den Aktien erwirbt.

296 So auch der Hinweis des Kantonsgericht Zug A3 2015 27, Urteil vom 27. Oktober 2016, E. 8.3, beim *Sika*-Fall.

297 Art. 685c Abs. 3 und Art. 685g OR.

298 Art. 685c Abs. 1 OR.

299 Art. 685f OR.

300 Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR.

ses durch Bestimmungen zu den Aktien unterlegen zu sein. Im Gegensatz zur TSE lässt aber die SIX die Börsennotierung von vinkulierten Aktien zu.³⁰¹ Ebenso ist eine statutarische Stimmrechtsbegrenzung möglich.³⁰² Hervorzuheben ist, dass der Verwaltungsrat in der Schweiz auch während eines laufenden öffentlichen Kaufangebots hinsichtlich seiner wohl wichtigsten Waffe, der Vinkulierung und einer statutarischen Stimmrechtsbegrenzung, nicht durch das Kapitalmarktrecht eingeschränkt wird.³⁰³ Die Abwehrwirkung einer *bloßen Stimmrechtsbegrenzung*³⁰⁴ ist aber insofern zu relativieren, als der Angreifer – auch wenn in seinem Stimmrecht begrenzt – eine *Beteiligung an der Gesellschaft erwirbt*. Diese ermöglicht es ihm – je größer seine Beteiligung wird – Druck auf den Verwaltungsrat aufzubauen, für den es zunehmend schwieriger wird, seine Position an der Spitze der Gesellschaft bzw. die Aufrechterhaltung der Stimmrechtsbegrenzung zu rechtfertigen.³⁰⁵ Weiter wird die Stimmmacht des Angreifers mit jedem weiteren Zukauf relativ größer, da sein – zwar beschränktes – Stimmrecht einem immer kleiner werdenden „Nenner“ gegenübersteht.³⁰⁶ Hinsichtlich einer *statutarischen Stimmrechtsbegrenzung* vermittelt die Kapitalbeteiligung für den Angreifer die (theoretische) Möglichkeit, die Gesellschaft hinsichtlich gewisser Beschlüsse in der Generalversammlung lahmzulegen.³⁰⁷ Aktien mit einem *Veto-Recht*,³⁰⁸ sowie ein statutarisches Rückkäuferrecht auf eigene Aktien sind unzulässig,³⁰⁹ wobei erstere für eine Gesellschaft mit börsennotierten Aktien auch in Japan ausgeschlossen sind.

301 Gemäß Art. 21 Abs. 2 KR-SIX muss aber die „Handelbarkeit“ von vinkulierten Aktien gewährleistet werden. Weiter sieht die SIX Offenlegungspflichten hinsichtlich der Börsennotierung von vinkulierten Aktien vor. Siehe dazu Anhang Art. 2.4 und Art. 2.6 CG-Richtlinie SIX und CG-Leitfaden SIX, Rn. 99 und Rn. 105 ff.

302 Anhang Art. 6.1 CG-Richtlinie SIX und CG-Leitfaden SIX, Rn. 265 ff.

303 Das Ermessen des Verwaltungsrats wird aber wesentlich durch den Gleichbehandlungsgrundsatz eingeschränkt. Siehe dazu unten Unterabschnitt VI.3.b).

304 D.h. einer *statutarischen Stimmrechtsbegrenzung* oder einer *Vinkulierung von börsennotierten Aktien*.

305 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 6 Rn. 58 f. und Rn. 133.

306 Siehe dazu BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 6 Rn. 131 ff., mit einem illustrativen Beispiel in Rn. 133.

307 Nicht vergessen werden darf aber, dass ein Angreifer (vorbehaltlich eines *Opting outs*) gemäß Art. 135 Abs. 1 FinfraG beim Überschreiten der Schwelle von 33 1/3 der Stimmrechte zum Vollangebot verpflichtet ist.

308 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 12 Rn. 364. P. NOBEL, *Stimmrechtsaktien und andere bevorzugte Aktien*, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 2017, 576, 580, lässt die Möglichkeit zumindest offen.

309 R. SANWALD, *Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH* (Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht Band 280, 2009), 227 f.

f) *Veränderung der Aktiva und Passiva*

Der Verwaltungsrat entscheidet als Exekutivorgan über die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva einer Gesellschaft und ist – zumindest unter dem OR – nicht auf die Mitwirkung der Generalversammlung angewiesen.³¹⁰ Jedoch muss auch er sein Handeln an den aktienrechtlichen Vorgaben und Pflichten orientieren und ist somit insbesondere nicht frei, eine die Gesellschaft schädigende Handlung vorzunehmen.³¹¹ Wird die Gesellschaft Ziel eines öffentlichen Kaufangebotes, so wird der Handlungsspielraum der Verwaltung stark eingengt. Der Verwaltungsrat darf in diesem Fall nicht eigenmächtig den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft wesentlich verändern, wobei die UEK dies vermutungsweise ab einem Wert oder Preis von über 10 % der Bilanzsumme oder der Ertragskraft annimmt.³¹² Weiter ist es dem Verwaltungsrat während dieser Zeit verboten, die vom Bieter bezeichneten Betriebsteile oder immateriellen Werte zu belasten oder zu veräußern.³¹³

3. *Pflichten des Verwaltungsrats*

a) *Sorgfalts- und Treuepflicht*

Wie das GesG kennt auch das OR eine Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates.³¹⁴ Anders als in Japan steht der Verwaltungsrat in der Schweiz nicht in einem (reinen) Auftragsverhältnis zur Gesellschaft.³¹⁵ Meines Erach-

310 Die Mitwirkung der Generalversammlung ist jedoch zwingend, wenn Transaktionen zu einer *faktischen Liquidation* der Gesellschaft führen (Art. 736 Ziff. 2 i. V. m. Art. 704 Abs. 2 Ziff. 8 OR). Gleiches gilt hinsichtlich einer faktischen Zweckänderung der Gesellschaft (Art. 704 Abs. 2 Ziff. 1 OR). Dies erinnert meiner Meinung nach an das Zustimmungserfordernis der Generalversammlung unter dem GesG betreffend die *Übertragung eines wesentlichen Teils eines Geschäfts*. Siehe dazu den Unterabschnitt V.2.V.2.g) oben.

311 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 7 Rn. 194 und Rn. 226 ff.

312 Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV. Die 10 % Schwelle ist indes nicht starr zu verstehen. UEK, Empfehlung 0343/03, E. 2.1.1.2 in Sachen *Implenia AG*.

313 Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 36 Abs. 2 lit. b UEV.

314 Art. 717 Abs. 1 OR. Dabei ist das Gesellschaftsinteresse zentral. „Die Mitglieder des Verwaltungsrates [...] müssen [...] die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren“. U. SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht (2009) 568, bezeichnet „Die Bindung des Verwaltungsrates [...] an das Unternehmensinteresse [als] die wesentliche Schranke für Abwehrhandlungen“.

315 BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 13 Rn. 88 (ff.), geht von einem „auftragsähnlichen Innominatkontrakt“ aus. Ob die auftragsrechtliche Sorgfaltspflicht gemäß Art. 398 (Abs. 1 und Abs. 2) OR nun kumulativ neben Art. 717 Abs. 1 OR zu Anwendung kommt, ist aber wohl ohne Belang, da für Letztere ein strengerer Maßstab gilt.

tens unterscheidet sich die schweizerische Sorgfalts- und Treuepflicht *prima facie* aber nicht wesentlich von jener in Japan. Auch der Verwaltungsrat in der Schweiz muss sich hinsichtlich der Anwendung von Abwehrmaßnahmen am Gesellschaftsinteresse orientieren, und beide Jurisdiktionen kennen jedenfalls im Grundsatz das Konzept der *Business Judgment Rule*, anhand dessen eine Verletzung der Sorgfaltspflicht zu prüfen ist.³¹⁶

b) *Gleichbehandlungspflicht*

Das OR statuiert eine *relative Gleichbehandlungspflicht* gegenüber den Aktionären und bindet den Verwaltungsrat explizit.³¹⁷ Diese Pflicht ist insbesondere im Zusammenhang mit der Anwendung der unter schweizerischem Recht wohl wichtigsten (spezifischen) Abwehrmaßnahmen, der Vinkulierung und der statutarischen Stimmrechtsbegrenzung, relevant. Meines Erachtens ist diese Pflicht in der Schweiz restriktiver, und Abweichungen sind schwieriger zu rechtfertigen als unter japanischem Recht.³¹⁸ Dies erklärt sich meiner Meinung nach nicht zuletzt – und insbesondere im Kontext mit Abwehrmaßnahmen – dadurch, dass das japanische Recht kein Bezugsrecht und allgemein eine stärkere Trennung von *Ownership* und *Control* vorsieht als das schweizerische Recht.

Den Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft, welche von mehreren öffentlichen Kaufangeboten betroffen ist, trifft eine *Gleichbehandlungspflicht* hinsichtlich der Bieter.³¹⁹

c) *Pflicht zur Stellungnahme*

Wie unter dem FBG ist der Verwaltungsrat auch in der Schweiz im Falle eines öffentlichen Kaufangebots zur Abgabe einer Stellungnahme ver-

316 UEK, Empfehlung 0343/03, E. 2.1.1.4 in Sachen *Implenia AG*. Zur schweizerischen *Business Judgment Rule* siehe A. CHRISTEN, „Quo vadis, BJR?“, Aktuelle Juristische Praxis (2015) 123, 123 ff.; BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 13 Rn. 581 ff. Zur japanischen *Business Judgment Rule* siehe oben in Fn. 181.

317 Art. 717 Abs. 2 OR.

318 Gemäß MINISTRY OF TRADE AND ECONOMY, *supra* Fn. 82, 85, „it is unreasonable to strictly and rigidly interpret the principle of shareholder equality“ hinsichtlich der Verwendung von verschiedenen Aktiengattungen und Ausübungskonditionen von Optionen.

319 Art. 133 FinfraG i. V.m. Art. 48 ff. UEV. Zentral ist dabei die Pflicht, den Bietern die gleichen Informationen zu Verfügung zu stellen (Art. 49 Abs. 1 UEV). Insbesondere ist bei Gewährung einer *Due Diligence* diese auch dem Konkurrenten einzuräumen. UEK, Empfehlung 0294/03, E. 1.2.4 in Sachen *SIG Holding AG*. Im Leitentscheid Schweizerisches Bundesgericht 133 II 232 E. 3 bestätigt.

pflichtet.³²⁰ Ebenso wie in Japan muss der Verwaltungsrat geplante oder bereits ergriffene Abwehrmaßnahmen offenlegen.³²¹ Anders als in Japan verfügt der Verwaltungsrat in der Schweiz nicht über das (explizite) Recht, Fragen an den Angreifer zu stellen, doch ein detaillierter, für den Bieter obligatorischer Angebotsprospekt sorgt gleichwohl für die nötige Transparenz.³²² Wie schon oben dargelegt ist der Verwaltungsrat in der Schweiz während eines laufenden öffentlichen Kaufangebots stark in seiner Kompetenz eingeschränkt, was teilweise als eine Art *kapitalmarktrechtliche Neutralitätspflicht* verstanden wird, obwohl der Verwaltungsrat durchaus das Angebot *ablehnen kann* und dies gegebenenfalls auch *muss*.³²³

4. Fazit Schweiz

Im Vergleich zu Japan sind die Mitwirkungs- und Informationsrechte der Aktionäre weniger liberal ausgestaltet, was einer potentiellen Zielgesellschaft in der Schweiz zugutekommt. Da ein Angreifer aufgrund des schweizerischen Pflichtangebots ein hohes (Preis-)Risiko trägt, scheint die *Einschränkung der Information* und insbesondere die Verweigerung der *Due Diligence* ein wichtiges präventives und zulässiges Abwehrmittel des Verwaltungsrates in der Schweiz zu sein.

Die Zulässigkeit von spezifischen Abwehrmaßnahmen beschränkt sich im Übrigen ebenfalls ausschließlich auf *vorbeugende Vorkehrungen*. Eine Vinkulierung von Aktien sowie die statutarische Stimmrechtsbegrenzung können – *falls vorgesehen* – im Übernahmekampf *angewendet* werden. Diese Maßnahmen werden aber wesentlich durch die Pflichten des Verwal-

320 Art. 132 Abs. 1 FinfraG und Art. 30 ff. UEV. Der Bericht des Verwaltungsrates setzt sich aus einem *informativen* und *wertenden* Teil sowie einer (allfälligen) *Empfehlung* zusammen. UEK, Empfehlung 0343/03, E. 1.2.1.1 in Sachen *Implenia AG*. Der Verwaltungsratsbeschluss muss offengelegt und begründet werden (Art. 30 Abs. 4 UEV).

321 Art. 31 Abs. 2 UEV und Art. 35 UEV.

322 Art. 127 FinfraG i. V. m. Art. 17 UEV. Hervorzuheben ist Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV, wonach der Bieter im Angebotsprospekt „die grundsätzlichen Absichten des Bieters betreffend die Zielgesellschaft“ offenlegen muss. Dies entspricht der japanischen Regelung von Art. 27-3 Abs. 2 FBG, gemäß welcher ein Unterbreiter eines öffentlichen Kaufangebots, der die Kontrolle der Zielgesellschaft angestrebt, seine zukünftige Management-Politik bekannt geben muss.

323 Gemäß Art. 30 Abs. 3 UEV kann der Verwaltungsrat das Angebot *empfehlen*, *ablehnen* oder auch, nach Aufzeigen der Vor- und Nachteile des Angebots, eine *neutrale Haltung* einnehmen, was im Wesentlichen der japanischen Regelung entspricht. BÖCKLI, *supra* Fn. 35, § 7 Rn. 184 ff. und zustimmend SCHENKER, *supra* Fn. 314, 413 f. wie auch REICHMUTH, *supra* Fn. 262, Rn. 85 ff., gehen von einem „Fairnessgebot“ aus.

tungsrates, die sein Ermessen erheblich einschränken, sowie durch den *möglichen Aufbau einer Beteiligung* seitens des Angreifers relativiert. Ein Rückerwerb und eine Wiedertzuteilung eigener Aktien sind dem Verwaltungsrat ebenfalls aufgrund seiner Pflichten gegenüber den Aktionären nur sehr eingeschränkt möglich. Ein gestaffelter Verwaltungsrat sowie Abgangsentschädigungen fallen als Abwehrmittel für eine börsennotierte Gesellschaft außer Betracht.

Wird eine Gesellschaft Ziel eines öffentlichen Kaufangebotes, so wird der Verwaltungsrat in der Schweiz maßgeblich in seiner Kompetenz eingeschränkt. Jegliches Handeln, das den Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft wesentlich verändert, muss während dieser Zeit von der Generalversammlung genehmigt werden. Hinsichtlich einer selektiven Aktien- und Optionsausgabe scheint diese Einschränkung aber nicht als zentral, da der Verwaltungsrat aufgrund des Gesellschaftsrechts *a priori* auf die Mitwirkung der Generalversammlung angewiesen bleibt.

Es ist festzuhalten, dass die zulässigen Abwehrmittel des Verwaltungsrates in der Schweiz während einer Übernahme sehr begrenzt und von der Mitwirkung der Generalversammlung abhängig sind. Einem entschlossenen Angreifer wird der Verwaltungsrat kaum etwas – außer einem „Übernahmekonkurrenten“ – entgegenzusetzen können. Dies ist eine Entscheidung, die der Gesetzgeber bewusst und insbesondere mit Blick auf das Pflichtangebot getroffen hat.

VII. SCHLUSSBETRACHTUNG

Beim Vergleich der beiden Jurisdiktionen fällt Folgendes auf: Der Verwaltungsrat in Japan verfügt über mehr zulässige und auch effektivere Abwehrmaßnahmen als sein Pendant in der Schweiz. Dies verwundert vor dem Hintergrund der sehr unterschiedlichen Ausgestaltung des Kontrollwerbs in den beiden Ländern zunächst nicht. Die Antwort auf die Frage, welche Abwehrmaßnahmen einer Aktiengesellschaft zulässig sind, hängt meiner Meinung nach weiter davon ab, wie die Kompetenz der Generalversammlung im Übernahmekontext ausgestaltet ist. Auch wenn die Aktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien über einen Kontrollwechsel entscheiden, so ist es doch der Verwaltungsrat, der als oberstes geschäftsführendes Organ eine diesbezügliche Weichenstellung vornimmt. Verfügt der Verwaltungsrat über ausreichende Mittel, einen Angreifer abzuwehren, ohne auf die Genehmigung der Generalversammlung angewiesen zu sein, so wird die Entscheidung der Aktionäre faktisch vorweggenommen. Dabei muss ein Verwaltungsrat in Japan grundsätzlich weniger Rücksicht auf das *Mitwirkungsrecht* der Aktionäre nehmen als sein Pendant in der Schweiz. In der Schweiz sind die Aktionäre *umfassender* in ihren Rechten geschützt als in

Japan, wo meines Erachtens eine ausgeprägtere Trennung von *Ownership* und *Control* herrscht. Bei der Implementierung von Abwehrmaßnahmen und insbesondere hinsichtlich einer Aktien- und Optionsausgabe scheint aber auch der Verwaltungsrat in Japan von der Mitwirkung der Generalversammlung nicht gänzlich frei zu sein.

ZUSAMMENFASSUNG

*Ein Vergleich der Regelung von Abwehrmaßnahmen im japanischen und im schweizerischen Recht zeigt, dass der Verwaltungsrat eines in Japan börsennotierten Unternehmens über mehr zulässige und auch effektivere Abwehrmaßnahmen als sein Pendant in der Schweiz verfügt. Dies verwundert vor dem Hintergrund der sehr unterschiedlichen Ausgestaltung des Kontrollerwerbs der beiden Jurisdiktionen zunächst nicht. Die Antwort auf die Frage, welche Abwehrmaßnahmen einer Aktiengesellschaft zulässig sind, dürfte ferner davon abhängen, wie die Kompetenz der Generalversammlung im Kontext einer Übernahme ausgestaltet ist. Auch wenn die Aktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien über einen Kontrollwechsel entscheiden, so ist es doch der Verwaltungsrat, als oberstes geschäftsführendes Organ, der diesbezüglich eine Weichenstellung vornimmt. Verfügt der Verwaltungsrat über ausreichende Mittel einen Angreifer abzuwehren, ohne auf die Genehmigung der Generalversammlung angewiesen zu sein, so wird die Entscheidung den Aktionären faktisch vorweggenommen. Dabei muss ein Verwaltungsrat in Japan grundsätzlich weniger Rücksicht auf das Mitwirkungsrecht der Aktionäre nehmen als sein Pendant in der Schweiz. In der Jurisdiktion Schweiz sind die Aktionäre umfassender in ihren Rechten geschützt als in Japan, wo eine ausgeprägtere Trennung von *Ownership* und *Control* zu beobachten sein dürfte. Bei der Implementierung von Abwehrmaßnahmen und insbesondere hinsichtlich einer Aktien- und Optionsausgabe scheint aber auch der Verwaltungsrat in Japan von der Mitwirkung der Generalversammlung nicht gänzlich frei zu sein.*

SUMMARY

A comparison of anti-takeover defenses in Japan and Switzerland shows that Japanese boards of directors have a greater array of more effective defensive measures at their disposal than their Swiss counterparts. Seen against the background of the two jurisdictions' very different regulations regarding the mandatory bid and acquisition of control rules, this does not come as a surprise. The defensive measures available to a stock company depend, furthermore, on how the authority of the shareholders' meeting is construed in the context of a takeover. Even if the shareholders ultimately decide on a change

of control by selling their shares, it is the board of directors, as the highest executive body of the company, that sets the course in this regard. If the board of directors has sufficient means to fend off a hostile bid without relying on the shareholders' approval, the shareholders' decision is effectively preempted. In this regard, the board of directors in Japan need not show as much consideration for shareholders' rights of participation as a Swiss board must. Switzerland protects these rights more comprehensively. In Japan, the separation of ownership and control seems to be more pronounced. Nonetheless, in implementing defensive measures, and especially in issuing shares and share options, boards of directors in Japan still do not seem to be completely free from shareholder participation.