

# Vinkulierung – Klärung tut not

Kotiert oder nicht? – Ausschlaggebende Frage für den Erwerb von Namenaktien – Einschränkung der Übertragung von Namentiteln ein Zankapfel der Juristen

DIETER DUBS UND CHARLOTTE WIESER

In der «Finanz und Wirtschaft» vom 22. April hat Chefredaktor Peter Schuppli die mit der Vinkulierung eng verknüpfte Frage der Stimmrechtsbeschränkung mit Hornussen verglichen: Beides seien schweizerische Eigenheiten und die Vinkulierung ohnehin ein alter Zopf. Die Vinkulierung ist in der Tat seit jeher ein Zankapfel der Juristen; während die einen die freie «Übertragbarkeit» von Aktien befürworten, plädieren die anderen für eine umfassende Möglichkeit der Gesellschaft, Erwerber von Namentiteln als «neue» Aktionäre abzulehnen. Im Gesetzgebungsverfahren resultierte der Streit in unterschiedlichen Regelungen für kotierte und nicht kotierte Namenaktien.

Der folgende Beitrag befasst sich nach einer Darstellung der Vinkulierung eingehend mit der Frage, wann ein Unternehmen im Zusammenhang mit der Vinkulierung als kotiert zu qualifizieren ist. Das hat wesentliche und vermutlich nicht jedem Käufer von Namenaktien bewusste Konsequenzen.

## Grundlagen der Vinkulierung

Mit einer Vinkulierung (lat. vinculum = Fessel) kann eine Aktiengesellschaft die Übertragbarkeit der von ihr ausgegebenen Namentitel (Inhaberaktien sind stets «frei» handelbar) beschränken. Juristisch geht es darum, dass der Übergang der Aktionärsstellung oder zumindest – bei kotierten Namenaktien – die Ausübung von Aktionärsrechten von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig sind. Die Vinkulierung geht dabei dergestalt vorstatten, dass die Gesellschaft (genauer ihre Aktionäre) in den jedermann zugänglichen Statuten (abrufbar unter [www.zefix.ch](http://www.zefix.ch)) vorsieht, in welchen Fällen ein Erwerber von Aktien von der Gesellschaft abgelehnt werden kann (respektive unter welchen Voraussetzungen eine Aktie und mithin die Aktionärsstellung übertragen werden kann).

Da jeder Namenaktionär, möchte er die Rechte an der Aktie ausüben, von der Gesellschaft anerkannt werden muss (was einen Eintrag im Aktienbuch des Unternehmens nach sich zieht), hat es die Gesellschaft in der Hand, dem Erwerber die Anerkennung und mithin den Eintrag (wenn auch zu Unrecht) zu verweigern.

## In drei Fällen zulässig

Die Gesellschaft kann mit der Vinkulierung unterschiedliche Ziele verfolgen: Bei nicht kotierten Unternehmen geht es zumeist darum, unliebsame Konkurrenten fernzuhalten, die Gesellschaft im Familienbesitz zu halten oder nur der Gesellschaft aufgrund ihrer politischen Weltanschauung genehme Aktionäre zuzulassen (vgl. das Beispiel der AG für die Neue Zürcher Zeitung im Kasten), für kotierte Unternehmen steht vor allem die Beschränkung der Machtkonzentration bei einem Aktionär im Vordergrund, um Übernahmen zu verhindern bzw. zu einem frühen Zeitpunkt zu erkennen.

Die Vinkulierung von nicht kotierten Namenaktien ist gemäss Gesetz in drei Fällen zulässig: Die Gesellschaft kann in ihren Statuten eine Beschränkung vorsehen, sofern erstens ein wichtiger Grund gegeben ist (Zusammensetzung des Aktionärskreises mit Blick auf die Erhaltung der Selbständigkeit oder die Verfolgung des Gesellschaftszwecks), zweitens der Erwerber der Aktien nicht bestätigt, sie auf eigene Rechnung und im eigenen Namen erworben zu haben (sog. Treuhändervinkulierung, mit der letztlich die Umgehung der Vinkulierungsbestimmungen durch Vorschieben von Stroh Männern verhindert werden soll) oder drittens, wenn die Gesellschaft dem Veräusserer (im Sonderfall des sog. gesetzlichen Erwerbs von Aktien durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung, bei dem die Übertragung nicht beschränkt werden darf, dem Erwerber) anbietet, die Aktien zum wirklichen Wert zu übernehmen.

Die Vinkulierung von kotierten Namenvaloren ist hingegen (neben der Treuhändervinkulierung) auf eine prozentmassige Beschränkung (oftmals gekoppelt mit einer statutarischen Gruppenklausel, die im Falle des gemeinsamen Vorgehens mehrere Aktionäre als einen (Einzel-)Aktionär qualifiziert) limitiert. Die Gesellschaft kann beispielsweise vorsehen, dass kein Aktionär allein oder zusammen mit anderen mehr als 5% der Namenpapiere halten darf (wesentlich ist das Zusammenspiel mit statutarischen Stimmrechtsbeschränkungen, auf die an dieser Stelle aber nicht näher eingegangen wird). Ferner kann die Gesellschaft Aktionäre ablehnen, wenn sie ansonsten den durch Gesetz geforderten Nachweis betreffend die Zusammensetzung des Aktionärskreises nicht mehr erbringen kann; im Zentrum steht hier zumeist die Lex Koller.

## Rechtsfolgen unterschiedlich

Der wesentlichste Unterschied zwischen dem Erwerb von kotierten und dem von nicht kotierten Titeln liegt, abgesehen vom gesetzlich zulässigen Umfang der Vinkulierung, in seinen Rechtsfolgen: Der Erwerber von nicht kotierten Valoren erwirbt so lange keine Rechte (mit Ausnahme des gesetzlichen Erwerbs), bis ihn die Gesellschaft gestützt auf ein entsprechendes Gesuch als Aktionär anerkennt bzw. die vorgesehene Dreimonatsfrist für die Anerkennung oder Ablehnung ungenutzt verstreichen lässt. Lehnt das Unternehmen den Erwerber ab, bleiben sämtliche Rechte – d. h. Mitgliedschaftsrechte (vor allem Recht auf Teilnahme an einer Generalversammlung, auf Einberufung einer solchen oder auf Traktandierung, Stimmrecht) sowie Vermögensrechte (vor allem Recht auf Dividendenzahlung) – beim Veräusserer; der Erwerber der Aktien kann die Aktie nicht kaufen resp. erlangt keine Aktionärsstellung: Er bleibt ein Nichtaktionär, da er zu keinem Zeitpunkt Rechte erworben hat.

Im Unterschied dazu betrifft die Vinkulierung im Fall kotierter Namenaktien nur

## Beispiel NZZ

• **Als Beispiel der Vinkulierung einer «nicht kotierten» Gesellschaft sei die Neue Zürcher Zeitung angeführt. Sie enthält in ihren Statuten wesentliche Beschränkungen der Übertragbarkeit:**

• **§ 1 Abs. 2**

Zweck der Gesellschaft ist, die (...) Neue Zürcher Zeitung als ein von Sonderinteressen unabhängiges politisches, wirtschaftliches und kulturelles Organ von hoher Qualität und freisinnig-demokratischer Grundhaltung herauszugeben.

• **§ 3 Abs. 2**

**a)** Die Aktien dürfen nur an volljährige natürliche Personen übertragen werden.  
**c)** Der Verwaltungsrat kann einen Erwerber von Aktien als Aktionär ablehnen, wenn er keine der folgenden Eigenschaften nachweist:  
– Mitgliedschaft bei der Freisinnig-Demokratischen Partei der Schweiz (FDP) oder der Liberalen Partei der Schweiz (LPS).  
– Bekenntnis zur freisinnig-demokratischen Grundhaltung, ohne Mitglied einer anderen Partei zu sein.  
**d)** Kein Erwerber darf mit mehr als 1% der Aktien im Aktienbuch eingetragen sein.

das Stimmrecht. Unabhängig von einem Anerkennungsentscheid der Gesellschaft erwirbt der Erwerber einer kotierten Aktie – unter Vorbehalt des Stimmrechts – alle mit der Aktie verknüpften Rechte im Zeitpunkt des Vollzugs des Rechtsgeschäfts (börsenmassiger Handel) bzw. im Zeitpunkt der Einreichung des Gesuchs um Anerkennung als neuer Aktionär zuhanden der Gesellschaft (ausserbörslicher Handel). Das Stimmrecht ruht bis zum Entscheid der Gesellschaft über die Anerkennung als Aktionär mit Stimmrecht, was ein entsprechendes Gesuch des Aktionärs voraussetzt.

## Nichtaktionäre gibt es nicht

Die Gesellschaft ist auch verpflichtet, den Erwerber als Aktionär ohne Stimmrecht ins Aktienbuch einzutragen (sobald das Gesuch eingegangen und abgelehnt worden ist); einen Nichtaktionär gibt es nicht. Nach einem Verkauf meldet die Veräussererbank zudem den Verkauf der Aktien an die Gesellschaft, die den Verkäufer aus dem Aktienbuch streicht; ihm kommen damit keinerlei Rechte mehr zu. Solange der Erwerber von ausgetragenen Titeln danach kein Gesuch um Anerkennung einreicht (sog. Dispo-Aktionär), stehen ihm die Aktionärsrechte (mit Ausnahme des Stimmrechts) zwar zu, die Gesellschaft weiss aber nicht, an wen sie z. B. die Dividendenzahlung leisten soll.

In der Praxis wird das so gelöst, dass die Gesellschaft die Dividenden an die Bank, bei der die Aktien im Depot liegen, zahlt, die den Betrag an den Aktionär weiterleitet. Dispo-Aktionäre sind jedoch nicht sonderlich beliebt, da das eigentliche Ziel

der Vinkulierung, die Kenntnis über die Zusammensetzung des Aktionärskreises, nicht mehr erreicht werden kann und bei einem hohen Bestand an Dispo-Aktionären und Aktionären ohne Stimmrecht die Beherrschung der Gesellschaft wesentlich verschoben wird.

## Wann kotiert?

Es ist somit entscheidend, ob es sich um den Erwerb von kotierten oder nicht kotierten Aktien handelt. Der Grund für die unterschiedliche Behandlung durch den Gesetzgeber liegt darin, dass im Falle von kotierten Valoren ein Massengeschäft abgewickelt wird, in dem die Papiere allenfalls mehrfach pro Tag den Besitzer wechseln und dieser Handel erschwert, wenn nicht sogar verunmöglicht würde, könnte der Käufer einer Aktie nicht mehr damit rechnen, die Rechte daran zu erwerben. Ein anonymisierter und auf Masse ausgerichteter Handel erfordert somit limitierte und vor allem klar formulierte Einschränkungen des Aktienerwerbs.

Von einer Kotierung im Sinne des Vinkulierungsrechts ist auszugehen, wenn ein organisierter und beaufsichtigter Handel stattfindet und er auf einem Willensentscheid der Gesellschaft beruht. Unbestrittenermassen gelten daher Aktien, die an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden, als kotiert. Die ursprüngliche Trennung zwischen kotiert und nicht kotiert hat in der letzten Zeit aber an Klarheit verloren, finden doch Handelsaktivitäten statt, die genau das umfassen, was der Gesetzgeber im Zusammenhang mit der Vinkulierung als kotierten Handel verstand: ein anonymes Massengeschäft, bei dem der Handel nicht über den direkten Kontakt zwischen Verkäufer und Käufer, sondern über eine Handelsplattform abläuft.

Ein Beispiel für einen solchen Handel ist die Handelsplattform Otc-x ([www.otc-x.ch](http://www.otc-x.ch)). Hier kann der potenzielle Erwerber Aktien von Gesellschaften, denen eine Valorennummer zugewiesen wird und die einen Antrag auf Listing stellen müssen, entweder über die Berner Kantonalbank, welche die Plattform betreibt, oder selbst handeln. Der Erwerber wird durch die Handelsplattform auch darüber informiert, wo der Kurs derzeit steht, welche Volumen gehandelt wurden usw. Ein Unterschied zum Handel an der SIX Swiss Exchange ist nur noch darin zu sehen, dass ein Listing an der SIX Swiss Exchange erhöhte Anforderungen an den Emittenten stellt und dieser unter Aufsicht gestellt ist. Die für die Vinkulierung aber massgebende Unterscheidung, die zwischen einem anonymen Massengeschäft und einem Verkauf unter Bekannten, entfällt.

## Wann den Kaufpreis zahlen?

Für den Erwerber sind die Folgen wie dargestellt aber einschneidend: Erwirbt er im anonymisierten Massengeschäft nicht kotierte Aktien, müsste er die Zahlung des Kaufpreises so lange zurückhalten können, bis die Gesellschaft ihn (in der Regel durch Beschluss des Verwaltungsrats) als

Aktionär anerkannt hat und ihm somit die mit der Aktie verbundenen Rechte zuerkennt. Zahlt er den Kaufpreis vor diesem (positiven) Anerkennungsentscheid, was die Regel und gerade Grundlage des anonymisierten Massengeschäfts ist, da keine Verhandlungen mit dem Veräusserer stattfinden, riskiert er eine Zahlung ohne Rechtsgrund. Werden der Erwerbspreis und die Aktien geliefert, müssen diese Leistungen (Aktienlieferung und Bezahlung des Erwerbspreises) dann rückabgewickelt werden, wenn die Gesellschaft die Übertragung der Aktien ablehnt.

Da die Gesellschaft oft erst Wochen oder sogar Monate nach dem Austausch der Leistungen über die Anerkennung eines Aktionärs entscheidet, kann es Streit darüber geben, wie sich die Rückzahlung im Falle der Ablehnung der Übertragung berechnet, wenn der «Kurs» der Aktie zwischenzeitlich gesunken ist. Aus rechtlicher Sicht ist es klar: Da die Aktien nicht rechtsgültig übertragen wurden resp. nicht erworben werden konnten, fehlt der Rechtsgrund für die geleistete Zahlung für die Aktien, und dieser «Erwerbspreis» ist – ebenso wie die Aktien – zurückzugeben, unabhängig von zwischenzeitlich allenfalls eingetretenen Kursveränderungen.

## Chance Aktienrechtsrevision

Im Sinne des Verkehrs- und Vertrauensschutzes und unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck der Unterscheidung ist daher nicht auf die formelle Kotierung abzustellen, sondern darauf, ob es sich um ein Massengeschäft handelt oder nicht. Bei einem wie auf Otc-x organisierten Handel ist Ersteres der Fall, da ein börsenähnlicher Handel angeboten wird: Es geht nicht mehr um den Kauf einer Aktie vom guten Bekannten, sondern um den Kauf einer Aktie von Mr. X.

Sachgerecht wäre es, wenn gestützt auf irgendwelche Handlungen der Gesellschaft ein anonymisierter Handel in Namenaktien stattfindet, die Vinkulierungsregeln für kotierte Namenaktien zur Anwendung käme. Das würde die Transaktionssicherheit gewährleisten, aber statutarische Ablehnungsgründe unwirksam machen, die über das hinausgehen, was bei kotierten Gesellschaften zulässig ist.

Wenn zum Beispiel der Otc-x Handel als kotiert im Sinne der aktienrechtlichen Vinkulierungsordnung gelten sollte, wären die Vinkulierungsbestimmungen vieler Gesellschaften ungültig, deren Namentitel auf dieser Plattform gehandelt werden, so zum Beispiel einzelne Vinkulierungsgründe der AG für die Neue Zürcher Zeitung (insbesondere die Beschränkung der Aktionäre auf natürliche Personen – d. h., der Ausschluss juristischer Personen als Aktionäre wäre dann von Gesetzes wegen verboten). Zu hoffen ist, dass die Aktienrechtsrevision neben anderen Rechtsfragen der Vinkulierung (insbesondere der Problematik der Dispo-Aktien) auch den Begriff «kotiert» klärt.

*Dr. Dieter Dubs ist Partner, Dr. Charlotte Wieser Associate von Bär & Karrer, Zürich.*