

Inhaltsübersicht

| | |
|---|------------|
| Inhaltsverzeichnis..... | II |
| Abkürzungsverzeichnis | XX |
| Literaturverzeichnis..... | XXV |
| Erster Teil: Grundlagen für die Behandlung des koordinierten Aktionärsverhaltens..... | 1 |
| § 1 Einleitung | 1 |
| § 2 Ökonomischer Rahmenbezug | 3 |
| § 3 Rechtsquellen | 58 |
| Zweiter Teil: Koordiniertes Aktionärsverhalten im schweizerischen Börsenrecht | 85 |
| § 1 Übersicht | 85 |
| § 2 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Offenlegung von Beteiligungen | 86 |
| § 3 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Angebotspflicht..... | 181 |
| § 4 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei öffentlichen Angeboten..... | 266 |
| § 5 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Meldung nach Art. 31 BEHG | 289 |
| § 6 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG | 295 |
| Dritter Teil: Rechtsvergleichende Betrachtung der Regelung des koordinierten Aktionärsverhaltens | 301 |
| § 1 Vereinigte Staaten von Amerika..... | 301 |
| § 2 Europäische Union | 334 |
| § 3 Bundesrepublik Deutschland | 355 |
| § 4 Grossbritannien | 394 |
| Vierter Teil: Zusammenfassung | 428 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|----------------------------|-----|
| Inhaltsverzeichnis..... | II |
| Abkürzungsverzeichnis..... | XX |
| Literaturverzeichnis..... | XXV |

Erster Teil: Grundlagen für die Behandlung des koordinierten Aktionärsverhaltens 1

§ 1 Einleitung 1

§ 2 Ökonomischer Rahmenbezug 3

I. Einleitung..... 3

II. Neue Institutionenökonomik und die Ökonomische Analyse des Rechts..... 3

A. Forschungsfelder und Entstehung der Neuen Institutionenökonomik 3

B. Ausgewählte Grundzüge der Neuen Institutionenökonomik..... 5

1. Transaktionskosten und Transaktionskostenansatz..... 5

a. Begriff und Arten von Transaktionskosten..... 5

b. Das COASE-Theorem und die Allokationswirkung des Rechts..... 6

c. Minimierung der Transaktionskosten als Ziel 6

ca. Herrschende Lehre 6

cb. Kritische Lehrmeinungen 7

cc. Stellungnahme 7

2. Das anwendbare Menschenmodell..... 8

a. Der *homo oeconomicus* 8

b. Theorie der eingeschränkten Rationalität 9

c. Stellungnahme..... 9

3. Ökonomische Vertragstheorien: Die Prinzipal-Agent-Theorie..... 10

a. Vorbemerkung: Die Aktiengesellschaft als Geflecht von Verträgen 10

b. Prinzipal-Agent-Beziehungen im Allgemeinen und in der Publikumsgesellschaft 10

c. Agenturkosten und deren Minimierung 11

d. Mix von Massnahmen und der Unternehmenskontrollmarkt im Besonderen .. 12

C. Die Ökonomische Analyse des Rechts 14

1. Grundlagen und Ziele..... 14

2. Der anwendbare Wertungsmaßstab..... 15

a. KALDOR-HICKS-Effizienz mit Generalkompensation 15

b. Vorrang der Allokationseffizienz gegenüber dem Ordnungsmodell der Verfassung? 16

3. Hauptkritikpunkte der Lehre an der ÖAR..... 16

4. Anwendbarkeit der ÖAR bei der Beurteilung des Gruppenbegriffs 18

III. Die Logik des kollektiven Handelns 19

A. Im Allgemeinen 19

| | |
|--|-----------|
| 1. Die Grundlagen OLSONS | 19 |
| 2. Präzisierungen bezüglich der latenten Gruppe durch HARDIN | 21 |
| B. Bezug zur Publikumsgesellschaft | 21 |
| 1. Überwachung der Unternehmensführung als kollektives Gut | 21 |
| 2. Handlungsalternativen des Aktionärs | 22 |
| 3. Folgen einer Beteiligungskonzentration | 23 |
| a. Im Allgemeinen | 23 |
| b. Vergleich Einzelaktionär – Aktionärsgruppe | 23 |
| IV. Der Einfluss der Corporate Governance und der Aktionariatsstruktur auf den Unternehmenswert | 24 |
| A. Vorbemerkung | 24 |
| B. Einfluss einer guten Corporate Governance | 25 |
| C. Einfluss der Aktionariatsstruktur | 26 |
| 1. Interne und externe Aktionäre | 26 |
| 2. Aktive und passive Aktionäre | 27 |
| 3. Untersuchungen zum schweizerischen Markt | 27 |
| 4. Folgerungen | 27 |
| D. Einfluss des Aktionärsaktivismus | 28 |
| V. Kapitalmarkteffizienz als rechtliche Kategorie | 29 |
| A. Ökonomische Theorien und die rechtliche Beurteilung von Kapitalmärkten | 29 |
| B. Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit von Kapitalmärkten | 30 |
| 1. Übersicht | 30 |
| 2. Institutionelle Effizienz | 30 |
| 3. Operationelle Effizienz | 30 |
| 4. Allokative Effizienz | 30 |
| C. Die Verarbeitung von Informationen am Kapitalmarkt | 31 |
| 1. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese | 31 |
| 2. Arten und Bedeutung der Informationskosten | 32 |
| 3. Qualität der Information | 33 |
| D. Verhältnis von Informations- zur Allokationseffizienz | 34 |
| 1. Informationseffizienz als notwendige, aber nicht hinreichende Voraussetzung | 34 |
| 2. Auswirkungen informationsineffizienter Märkte | 34 |
| 3. Gründe für das Abweichen der Kurse von den fundamentalen Werten und die Folgen | 35 |
| 4. Normative Konsequenzen | 36 |
| VI. Die rationale Apathie der Aktionäre | 37 |
| A. Das Phänomen und seine Folgen | 37 |
| B. Die Ursachen | 38 |
| C. Rechtspolitisches Postulat: Abbau von Hindernissen für aktive Aktionäre | 40 |
| VII. Bedeutung der Verfahrensausgestaltung | 42 |
| VIII. Zwischenergebnisse | 42 |
| IX. Konsequenzen für den börsenrechtlichen Gruppenbegriff | 44 |
| A. Risiken einer Konzentration im Aktionariat | 44 |
| B. Normative Konsequenzen | 45 |

| | |
|---|-----------|
| C. Nachteile zu breit gefasster Gruppentatbestände..... | 46 |
| D. Ausgestaltung des börsenrechtlichen Gruppenbegriffs | 47 |
| 1. Differenzierung nach dem Kontrollbezug von Generalversammlungsbeschlüssen..... | 47 |
| a. Umfang | 47 |
| b. Anwendungsbereich..... | 49 |
| 2. Differenzierung nach der Art der Aktionärskoalition | 49 |
| a. Ausgangslage | 49 |
| b. Zielkonflikt: Umgehungstatbestände – wünschbare Aktionärskoalitionen | 49 |
| c. Realtypen von Aktionärskoalitionen..... | 50 |
| ca. Einheitliche Leitung und Halten auf fremde Rechnung | 50 |
| cb. Stimmbindungsverträge..... | 50 |
| cc. Ad hoc-Absprachen | 50 |
| cd. Verkäufe von Blockbeteiligungen | 51 |
| ce. Informations- und Meinungs austausch | 52 |
| cf. Schlichtes Parallelverhalten | 52 |
| d. Erfassungswürdige Fälle | 52 |
| da. Überblick | 52 |
| db. Schwierigkeiten bei Ad hoc-Absprachen | 53 |
| dc. Informelle Gruppen und die Angebotspflicht..... | 54 |
| E. Grenzen der Wirksamkeit von Gruppenklauseln..... | 55 |
| F. Zusammenfassung | 56 |
| § 3 Rechtsquellen..... | 58 |
| I. <i>Das Börsengesetz und die Ausführungsverordnungen</i> | 58 |
| A. Gestaffeltes Inkrafttreten | 58 |
| B. Einführung des Gruppenbegriffs | 58 |
| 1. Einführung auf Gesetzes- und Konkretisierung auf Verordnungsstufe | 58 |
| 2. Abgrenzungen | 59 |
| a. Im BEHG und in den Ausführungsverordnungen | 59 |
| b. Im Aktienrecht | 61 |
| ba. Bei der Offenlegungspflicht nach Art. 663c OR | 61 |
| bb. Statutarische Gruppenklauseln bei Stimmrechtsbeschränkungen und Vinkulierungen | 62 |
| c. Im Fusionsgesetz..... | 63 |
| C. Revision der BEHV-EBK und der UEV-UEK und ihre Sistierung | 63 |
| D. Ziele des Börsengesetzes | 64 |
| 1. Der Zweckartikel (Art. 1 BEHG)..... | 64 |
| 2. Der Anlegerschutz..... | 65 |
| a. Individueller oder kollektiver Anlegerschutz?..... | 65 |
| b. Relativität des Begriffs | 65 |
| c. Das Anlegerbild | 66 |
| 3. Funktionsschutz..... | 66 |
| 4. Verhältnis zwischen Anleger- und Funktionsschutz..... | 67 |
| 5. Die Zweckbestimmung von Art. 1 UEV-UEK | 67 |
| 6. Bedeutung im Kontext der Gruppentatbestände | 69 |

| | |
|---|----|
| E. Rechtsnatur der börsengesetzlichen Bestimmungen | 69 |
| 1. Einleitung | 69 |
| 2. Abgrenzungskriterien | 70 |
| 3. Zuordnung | 70 |
| a. Notwendigkeit der Differenzierung | 70 |
| b. Offenlegungspflicht | 71 |
| c. Angebotspflicht | 71 |
| d. Bestimmungen über die Durchführung öffentlicher Angebote | 72 |
| F. Begriffe | 72 |
| 1. Einleitung | 72 |
| 2. Die Börse | 72 |
| 3. Die Kotierung | 74 |
| 4. Öffentliche Kaufangebote | 75 |
| a. Die Legaldefinition | 75 |
| b. Die Tatbestandsmerkmale | 75 |
| ba. Das Angebot | 75 |
| bb. Gegenstand des Angebots | 76 |
| bc. Erfordernis der Öffentlichkeit | 76 |
| bd. Der räumliche Anwendungsbereich | 77 |
| be. Die Kotierung an einer Börse in der Schweiz | 77 |
| II. <i>Corporate Governance und diesbezügliche Regelwerke</i> | 78 |
| A. Begriff und Gegenstand der Corporate Governance | 78 |
| B. Corporate Governance-Regelwerke | 81 |
| 1. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance | 81 |
| 2. Die Corporate Governance-Richtlinie der SWX | 82 |
| 3. Verhältnis zwischen SCBP und RLCG und deren Würdigung | 83 |

Zweiter Teil: Koordiniertes Aktionärsverhalten im schweizerischen Börsenrecht85

§ 1 Übersicht 85

§ 2 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Offenlegung von Beteiligungen 86

| | |
|--|----|
| I. <i>Einleitung</i> | 86 |
| II. <i>Die Modalitäten der Offenlegungspflicht</i> | 86 |
| A. Gesetzliche Grundlage | 86 |
| B. Regelungszweck | 86 |
| C. Meldepflichtige Titel | 87 |
| 1. Arten der meldepflichtigen Beteiligungen | 87 |
| 2. Sitz und Kotierung in der Schweiz | 87 |
| D. Entstehen der Meldepflicht | 88 |
| 1. Grenzwerte und deren Berechnung | 88 |
| 2. Zeitpunkt | 89 |

| | |
|--|-----|
| E. Besondere meldepflichtige Tatbestände | 90 |
| 1. Nutznießung | 90 |
| a. Ausgangslage | 90 |
| b. Voraussetzung der Meldepflicht | 90 |
| c. Entstehungszeitpunkt der Meldepflicht | 91 |
| d. Meldepflichtige Person | 91 |
| e. Verhältnis zur organisierten Gruppe | 92 |
| f. Zwischenfazit | 92 |
| 2. Wertpapierleihe und vergleichbare Geschäfte | 93 |
| a. Ausgangslage | 93 |
| b. Keine Vereinbarungen über die Stimmrechtsausübung | 93 |
| c. Bei Vereinbarungen bezüglich der Stimmrechtsausübung | 95 |
| ca. Problematik | 95 |
| cb. Verhältnis zur organisierten Gruppe | 95 |
| cc. Erfüllung der Meldepflicht | 96 |
| d. Zwischenfazit | 97 |
| 3. Bankinternes Sondervermögen | 97 |
| a. Begriff des bankinternen Sondervermögens | 97 |
| b. Regelung in der BEHV-EBK und Verhältnis zur organisierten Gruppe | 98 |
| 4. Anlagefonds | 98 |
| a. Einleitung | 98 |
| b. Begriff und Grundzüge des Anlagefonds | 99 |
| c. Erfüllung der Meldepflicht | 100 |
| d. Verhältnis zur organisierten Gruppe | 101 |
| 5. Verpfändung und Hinterlegung | 102 |
| 6. Sonstige Tatbestände | 103 |
| F. Meldepflichtige Person | 104 |
| 1. Die wirtschaftlich Berechtigten | 104 |
| a. Der Begriff des aus börsenrechtlicher Sicht wirtschaftlich Berechtigten | 104 |
| b. Erfordernis eines konkreten Rechtsverhältnisses? | 105 |
| c. Zwischenfazit | 106 |
| 2. Der Stimmrechtsvertreter i.S.v. Art. 9 Abs. 2 BEHV-EBK | 106 |
| a. Einleitung | 106 |
| b. Voraussetzung der Ermächtigung zur freien Stimmrechtsausübung | 107 |
| c. Meldepflicht des bloss formal Berechtigten? | 107 |
| d. Verhältnis zu Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-EBK | 108 |
| e. Zurechnung eigener Aktien des Stimmrechtsvertreters | 109 |
| f. Zwischenfazit | 109 |
| G. Weitere Modalitäten der Meldung | 109 |
| 1. Inhalt der Individualmeldung | 109 |
| a. <i>De lege lata</i> | 109 |
| b. Notwendigkeit umfangreicher Verhaltenspflichten für Blockaktionäre? | 110 |
| 2. Adressaten | 111 |
| 3. Form und Frist | 112 |
| H. Vorabentscheide und Ausnahmen | 112 |
| 1. Vorabentscheid | 112 |

| | |
|---|------------|
| 2. Ausnahmen und Erleichterungen | 113 |
| a. Einleitung und Verfahren..... | 113 |
| b. Gründe für Ausnahmen und Erleichterungen | 113 |
| ba. Der wichtige Grund als Generalklausel..... | 113 |
| bb. Geschäfte kurzfristiger Natur | 114 |
| bc. Fehlende Absicht der Ausübung der Stimmrechte | 115 |
| bd. Bedingte Geschäfte..... | 115 |
| be. Weitere Anwendungsfälle | 116 |
| 3. Zuständigkeit und Verfahren..... | 117 |
| a. Die Offenlegungsstelle..... | 117 |
| b. Wirkung der Empfehlung | 118 |
| I. Sanktionen | 118 |
| 1. Strafrechtliche Sanktionen | 118 |
| 2. Zivilrechtliche Sanktionen | 120 |
| a. Suspendierung der Stimmrechte | 120 |
| b. Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts | 120 |
| c. Schadenersatzpflicht | 120 |
| 3. Verwaltungsrechtliche Sanktionen..... | 121 |
| <i>III. Die Zurechnung von Stimmrechten</i> | <i>121</i> |
| A. Problematik der Zurechnungsnormen | 121 |
| B. Der indirekte Erwerb und die indirekte Veräußerung | 122 |
| 1. Die Regel von Art. 9 Abs. 3 BEHV-EBK..... | 122 |
| 2. Treuhänderisches Handeln | 123 |
| a. Erfasste Konstellationen | 123 |
| b. Der Einschub „für eigene Rechnung“ in Art. 20 Abs. 1 BEHG | 124 |
| 3. Einsatz einer beherrschten juristischen Person | 124 |
| 4. Auffangtatbestand der qualifizierten Stimmrechtsvermittlung | 125 |
| a. Erfasste Konstellationen | 125 |
| b. Ausnahmen | 127 |
| ba. Zweck und Begründung der Ausnahmeregelung | 127 |
| bb. Umfang der Ausnahme..... | 127 |
| bc. Mitteilung der OLS betreffend das Vermögensverwaltungs- und Depotgeschäft sowie Nominees..... | 129 |
| 5. Abgrenzung zur organisierten Gruppe | 129 |
| a. Bedeutung im Rahmen des gesamten BEHG | 129 |
| b. Lehrmeinungen und neuste Praxis..... | 132 |
| c. Stellungnahme..... | 133 |
| C. Handeln in gemeinsamer Absprache bzw. als organisierte Gruppe | 135 |
| 1. Definition in der BEHV-EBK | 135 |
| 2. Abgrenzung zwischen Handeln in gemeinsamer Absprache und als organisierte Gruppe..... | 135 |
| a. Differenzierung gemäss BEHG | 135 |
| b. Gleichstellung durch die BEHV-EBK..... | 136 |
| 3. Die Tatbestandsmerkmale der Generalklausel..... | 137 |
| a. Einleitung..... | 137 |
| b. Die Handlung: Abstimmung der Verhaltensweise | 138 |

| | | |
|-----|---|-----|
| ba. | Erfordernis der bewussten interaktiven Kommunikation..... | 138 |
| bb. | Erfassung sozialer Kontakte familiärer oder geschäftlicher Art?..... | 138 |
| bc. | Abgrenzung vom blossen Parallelverhalten | 139 |
| c. | Das Mittel: Vertrag oder andere organisierte Vorkehren | 141 |
| d. | Der Gegenstand: Erwerb bzw. Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten | 142 |
| e. | Notwendigkeit eines Erfolgs? | 143 |
| f. | Irrelevanz der subjektiven Betrachtungsweise..... | 144 |
| 4. | Die Anwendungsfälle gemäss Art. 15 Abs. 2 BEHV-EBK | 144 |
| a. | Erwerbende bzw. veräussernde Konsortien | 144 |
| b. | Vereinbarungen über die Stimmbindung | 146 |
| ba. | Grundtatbestand..... | 146 |
| bb. | Verhältnis zur stimmrechtsverbundenen Aktionärsgruppe i.S.v. Art. 663c Abs. 2 OR | 147 |
| bc. | Entstehung der Meldepflicht..... | 147 |
| bd. | Zurechnung ausserhalb der Vereinbarung stehender Stimmrechte? | 148 |
| be. | Überschneidung der Stimmbindung | 150 |
| bf. | Inhalt und Dauer der Stimmrechtsabsprache | 150 |
| c. | Konzerne und Unternehmensgruppen (Art. 15 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK)..... | 152 |
| ca. | Einleitung..... | 152 |
| cb. | Fiktion des Handelns in gemeinsamer Absprache innerhalb eines Konzerns | 152 |
| cc. | Verhältnis zum aktienrechtlichen Konzernbegriff..... | 153 |
| cd. | Umfang der organisierten Gruppe | 153 |
| ce. | Beherrschung auf andere Weise | 154 |
| cf. | Verhältnis zum indirekten Erwerb nach Art. 9 Abs. 3 lit. b und c BEHV-EBK | 155 |
| 5. | Spezielle Anwendungsfälle des Gruppenbegriffs | 156 |
| a. | <i>Gentlemen's agreements</i> | 156 |
| b. | Festübernahmeverfahren und Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft | 157 |
| c. | <i>Proxy fights</i> | 157 |
| d. | Erbengemeinschaft..... | 159 |
| e. | Verfügungsbindungen ohne Regelung der Stimmrechtsausübung | 159 |
| ea. | Keine Gruppenmeldepflicht auf Grund von Art. 15 Abs. 2 lit. a BEHV-EBK | 159 |
| eb. | Anwendbarkeit von Art. 13 BEHV-EBK? | 161 |
| f. | <i>Lock up</i> -Vereinbarungen..... | 162 |
| g. | Fusion..... | 163 |
| h. | Einrichtungen der Personalvorsorge und patronale Fonds | 164 |
| i. | Verwaltungsrat, Topmanagement, geführte Gesellschaft | 165 |
| 6. | Der Fall Feldschlösschen | 166 |
| a. | Sachverhalt..... | 166 |
| b. | Rechtliche Überlegungen..... | 167 |
| c. | Würdigung | 170 |
| 7. | Erfüllung der Meldepflicht durch eine organisierte Gruppe | 173 |
| a. | Pflicht zur Gruppenmeldung..... | 173 |

| | | |
|---|---|------------|
| b. | Solidarische Verantwortung für die Erfüllung der Meldepflicht | 173 |
| c. | Erwerb und Veräusserung unter Gruppenmitgliedern | 174 |
| ca. | Die Behandlung der Gruppe als black box | 174 |
| cb. | Besonderheiten im Konzernverhältnis | 174 |
| cc. | Keine Berücksichtigung gruppeninterner Positionen | 175 |
| d. | Gemäss Art. 15 Abs. 5 BEHV-EBK meldepflichtige Änderungen | 175 |
| da. | Grundsatz | 175 |
| db. | Ein- und Austritt von Gruppenmitgliedern | 176 |
| dc. | Änderungen der Art der Absprache oder der Gruppe | 176 |
| dd. | Fundamentale Änderungen der Gruppenstruktur | 177 |
| e. | Sonderfall: Die Gruppe mit einer übergrossen Mitgliederzahl | 177 |
| D. | Zusammenfassung | 178 |
| § 3 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Angebotspflicht | | 181 |
| I. | <i>Einleitung</i> | 181 |
| II. | <i>Die Modalitäten der Angebotspflicht</i> | 181 |
| A. | Regelungszweck | 181 |
| B. | Gesetzliche Grundlage | 182 |
| C. | Geltungsbereich der Angebotspflicht | 182 |
| 1. | Unterstellte Gesellschaften | 182 |
| 2. | Ausschluss der Angebotspflicht (<i>opting out</i>) | 182 |
| 3. | <i>Opting up</i> und <i>opting in</i> | 185 |
| 4. | Ausnahmen von Gesetzes wegen | 185 |
| D. | Auslösen der Angebotspflicht | 186 |
| 1. | Überschreiten der massgeblichen Schwelle | 186 |
| a. | Ausgangslage | 186 |
| b. | Art der erworbenen Beteiligungspapiere | 187 |
| c. | Grenzwertberechnung | 187 |
| ca. | Auf Seiten der Zielgesellschaft (Nenner) | 187 |
| cb. | Beteiligung des Erwerbers (Zähler) | 188 |
| cc. | Mögliche Divergenzen | 189 |
| 2. | Indirekter Erwerb von Beteiligungspapieren | 190 |
| 3. | Zusammenschluss zu einer organisierten Gruppe | 191 |
| E. | Umfang und Modalitäten des Pflichtangebots | 192 |
| 1. | Gegenstand des Angebots | 192 |
| 2. | Pflichten des Anbieters | 192 |
| 3. | Frist zur Unterbreitung | 193 |
| 4. | Bedingte Pflichtangebote | 193 |
| 5. | Abgrenzung vom freiwilligen Angebot | 193 |
| 6. | Erfüllung durch Bar- oder Tauschleistung | 194 |
| 7. | Preisbestimmung | 194 |
| a. | Geltende Regelung | 194 |
| aa. | Die doppelte Preisuntergrenze als Grundlage | 194 |
| ab. | Börsenkurs | 195 |
| ac. | Vom Anbieter bezahlter Preis | 195 |

| | |
|---|------------|
| ad. Ausnahmegewährung | 196 |
| b. Revisionsbestrebungen | 196 |
| F. Ausnahmen von der Angebotspflicht | 197 |
| 1. Einleitung | 197 |
| 2. Allgemeine Ausnahmen | 197 |
| 3. Besondere Ausnahmen | 198 |
| a. Gründe für die Ausnahmegewährung | 198 |
| aa. Grundsatz | 198 |
| ab. Übertragung innerhalb von organisierten Gruppen | 199 |
| ac. Verringerung der Stimmrechtszahl | 201 |
| ad. Vorübergehende Überschreitung | 201 |
| ae. Sanierung | 202 |
| af. Unentgeltlicher Bezug oder vorzugsweise Zeichnung | 202 |
| ag. Fehlende Kontrolle über die Zielgesellschaft | 202 |
| ah. Individuelle Grenzwertüberschreitung eines Gruppenmitglieds | 203 |
| ai. Holdingübernahmen | 203 |
| b. Verfahren | 204 |
| G. Sanktionen | 204 |
| 1. Zivilrechtliche Sanktionen | 204 |
| a. Suspendierung der Stimmrechte | 204 |
| b. Erfüllungsklage des Aktionärs beim Zivilrichter | 206 |
| c. Schadenersatzanspruch | 207 |
| 2. Strafrechtliche Sanktionen | 207 |
| 3. Verwaltungsrechtliche Sanktionen | 208 |
| 4. Zwischenfazit | 209 |
| H. Verfahrensfragen | 210 |
| 1. Einleitung | 210 |
| 2. Die Wirkung der Empfehlungen und die Problematik der Verfahrenskoordination | 210 |
| a. Übersicht | 210 |
| b. Wirkung der Empfehlungen der UEK | 210 |
| c. Verhältnis zwischen Entscheiden der Verwaltungsbehörden und der Gerichte | 213 |
| d. Die Behandlung von Vorfragen | 213 |
| 3. Parteistellung | 215 |
| a. Vor der UEK | 215 |
| b. Vor der EBK | 216 |
| c. Konsequenzen und Revisionspläne | 216 |
| 4. Verfahrensgrundsätze vor der UEK | 217 |
| 5. Beweisfragen vor der UEK | 218 |
| a. Ausgangslage | 218 |
| b. Beweismass | 218 |
| c. Beweislast | 219 |
| 6. Zwischenfazit | 220 |
| III. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe | 221 |
| A. Einleitung | 221 |

| | |
|---|-----|
| B. Absprachen über die Stimmrechtsausübung ohne Aktienerwerb | 221 |
| C. Abgrenzung zum indirekten Erwerb | 222 |
| D. Die Praxis zu Art. 27 BEHV-EBK | 222 |
| 1. Ausgangslage | 222 |
| 2. Kontrollerwerb auf Raten – strategische Beteiligung | 223 |
| a. Selecta Group | 223 |
| b. Kühne & Nagel International SA I | 223 |
| c. Afipa SA/Harwanne | 224 |
| d. Bank Sarasin & Cie | 225 |
| e. Jelmoli Holding AG | 226 |
| f. Vontobel Holding AG | 228 |
| g. Zwischenfazit | 229 |
| 3. Soziale Bindungen und <i>gentlemen's agreements</i> | 230 |
| a. Quadrant AG | 230 |
| aa. Einleitung | 230 |
| ab. Sachverhalt | 230 |
| ac. Empfehlung der UEK vom 23. Juli 2002 | 231 |
| ad. Verfügung der EBK vom 12. Juni 2003 | 233 |
| ae. Urteil des Bundesgerichts vom 25. August 2004 | 234 |
| af. Stellungnahme | 238 |
| b. Adval Tech Holding AG | 241 |
| c. Compagnie Vaudoise d'Electricité | 244 |
| d. Forbo Holding AG | 245 |
| e. Zwischenfazit | 247 |
| 4. Sanierungsfälle | 249 |
| a. Tornos Holding AG I | 249 |
| b. 4 M Technologies Holding | 250 |
| c. Zwischenfazit | 251 |
| 5. Weitere Fälle | 251 |
| a. Julius Bär Holding AG | 251 |
| b. KKR/Netstal-Maschinen AG | 252 |
| c. Compagnie Financière Richemont SA | 253 |
| d. Compagnie Industrielle et Commerciale du Gaz SA/Société du Gaz de la Plaine du Rhone SA | 253 |
| e. SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A. | 254 |
| f. Kühne & Nagel International AG II | 256 |
| g. Helvetia Patria Holding (Bankenkonsortium) | 256 |
| h. Tornos Holding AG II | 257 |
| E. Bedeutung des Zusatzes „im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft“ | 258 |
| F. Abgrenzung zur meldepflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK | 259 |
| G. Änderungen innerhalb einer beherrschenden organisierten Gruppe | 261 |
| H. Zusammenfassung | 263 |

§ 4 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei öffentlichen Angeboten 266

| | |
|---------------------|-----|
| I. Einleitung | 266 |
|---------------------|-----|

| | |
|---|-----|
| II. Die Regelung öffentlicher Angebote im BEHG | 266 |
| A. Regelungszweck | 266 |
| B. Pflichten des Anbieters | 267 |
| 1. Prospektpflicht | 267 |
| 2. Gleichbehandlungsgebot | 268 |
| C. Pflichten der Zielgesellschaft | 268 |
| D. Prüfung des Angebots | 269 |
| E. Bedingte Angebote | 269 |
| F. Weitere Modalitäten des Angebots | 270 |
| III. Handeln in gemeinsamer Absprache bei öffentlichen Angeboten | 270 |
| A. Übersicht | 270 |
| B. Das Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 11 UEV-UEK | 270 |
| 1. Sinngemässe Anwendung der offenlegungsrechtlichen Regel | 270 |
| 2. Die Praxis der UEK zu Art. 11 UEV-UEK | 271 |
| a. Ausgangslage | 271 |
| b. Konzerngesellschaften des Anbieters | 272 |
| c. Aktionäre des Anbieters | 272 |
| d. Zielgesellschaft | 273 |
| da. Bei Beherrschung durch den Anbieter | 273 |
| db. Bei Einigung mit dem Anbieter hinsichtlich der Angebotsbedingungen .. | 274 |
| e. Verwaltungsräte der Zielgesellschaft | 274 |
| f. Aktionäre der Zielgesellschaft | 275 |
| fa. Empfehlungen der UEK | 275 |
| fb. Lehrmeinungen und Stellungnahme | 275 |
| g. Mit der technischen Durchführung beauftragte Bank | 277 |
| h. Vertreter des Anbieters | 277 |
| i. Fazit | 278 |
| C. Pflichten der gemeinsam handelnden Personen | 278 |
| 1. Übersicht | 278 |
| 2. Beschreibung im Angebotsprospekt | 279 |
| a. Umfang der Angaben | 279 |
| b. Anwendung in Konzernverhältnissen | 280 |
| 3. Einhaltung der Regeln über die Transparenz | 280 |
| 4. Einhaltung der Regeln über die Gleichbehandlung | 281 |
| a. Die <i>best price rule</i> im Besonderen | 281 |
| b. Keine abschliessende Regelung | 284 |
| 5. Einhaltung der Regeln über die Lauterkeit | 284 |
| 6. Erstellen von Meldungen nach Art. 31 BEHG | 284 |
| D. Sanktionen | 285 |
| 1. Ausgangslage | 285 |
| 2. Strafrechtliche Sanktionen | 285 |
| 3. Zivilrechtliche Sanktionen | 285 |
| a. Rücktrittsrecht bei Untersagung eines Angebots | 285 |
| b. Haftung des Bieters für den Angebotsprospekt | 287 |
| c. Folgen einer Verletzung der <i>best price rule</i> | 287 |
| 4. Verwaltungsrechtliche Sanktionen | 288 |

| | |
|---|------------|
| § 5 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Meldung nach Art. 31 BEHG | 289 |
| I. Einleitung..... | 289 |
| II. Die Regelung der Meldepflicht i.S.v. Art. 31 BEHG | 289 |
| A. Gesetzliche Grundlage..... | 289 |
| B. Zielsetzung der Regelung | 289 |
| C. Meldepflichtige Personen | 290 |
| D. Meldepflichtiger Tatbestand..... | 291 |
| E. Zeitpunkt und Inhalt der Meldung..... | 291 |
| F. Veröffentlichung..... | 291 |
| G. Sanktionen | 292 |
| 1. Strafrechtliche Sanktionen | 292 |
| 2. Zivilrechtliche Sanktionen | 292 |
| III. Die organisierte Gruppe bei der Meldung nach Art. 31 BEHG..... | 292 |
| A. Die doppelte Relevanz des Gruppenbegriffs | 292 |
| B. Die mit dem Anbieter gemeinsam handelnden Personen | 293 |
| 1. Begriffsbestimmung nach Art. 11 UEV-UEK | 293 |
| 2. Individuelle Erfüllung der Meldepflicht | 293 |
| C. Die organisierte Gruppe als meldepflichtige bedeutende Aktionärin..... | 293 |
| 1. Begriffsbestimmung nach Art. 15 BEHV-EBK..... | 293 |
| 2. Erfüllung der Meldepflicht..... | 294 |
| § 6 Koordiniertes Aktionärsverhalten bei der Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG | 295 |
| I. Einleitung..... | 295 |
| II. Die Regelung der Kraftloserklärung nach Art. 33 BEHG..... | 295 |
| A. Voraussetzungen..... | 295 |
| B. Verfahren | 296 |
| III. Die organisierte Gruppe im Bereich der Kraftloserklärung..... | 297 |
| Dritter Teil: Rechtsvergleichende Betrachtung der Regelung des koordinierten Aktionärsverhaltens | 301 |
| § 1 Vereinigte Staaten von Amerika..... | 301 |
| I. Einleitung..... | 301 |
| II. Rechtsgrundlagen im Bundesrecht | 302 |
| A. Der Securities Exchange Act von 1934..... | 302 |
| B. Der Williams Act von 1968..... | 303 |
| III. Für den Gruppenbegriff relevante Regelungskomplexe | 303 |
| A. Die Offenlegungspflicht nach Sec. 13(d) SEA..... | 303 |

| | |
|--|------------|
| 1. Die Grundlage der Regelung..... | 303 |
| 2. Der Normzweck | 304 |
| 3. Der Begriff des <i>beneficial owner</i> | 304 |
| 4. Die Meldefrist | 307 |
| 5. Der Inhalt der Meldung gemäss Schedule 13D..... | 307 |
| 6. Erfüllung der Meldung durch mehrere Personen | 309 |
| 7. Erleichterungen für passive und institutionelle Investoren | 309 |
| 8. Offensiver Einsatz von Schedule 13D | 310 |
| 9. Rechtsbehelfe bei Missachtung der Meldepflicht | 310 |
| a. Massnahmen der SEC | 310 |
| b. Die Möglichkeiten privater Kläger | 310 |
| B. Die auf tender offers anwendbaren Regeln | 311 |
| 1. Der Begriff <i>tender offer</i> | 311 |
| 2. Die Grundzüge der Regelung | 313 |
| 3. Benachrichtigungen durch den Bieter im Vorfeld des Angebots..... | 314 |
| 4. Rechtsbehelfe | 314 |
| C. Meldepflicht für Insidertransaktionen gemäss Sec. 16(a) SEA..... | 315 |
| D. Short swing trades gemäss Sec. 16(b) SEA..... | 315 |
| 1. Die Grundzüge der Regelung | 315 |
| 2. Die Abgeordneten-Theorie (<i>deputization theory</i>)..... | 317 |
| E. Mögliche Folgen einer Gruppenbildung unter gliedstaatlichem Recht..... | 318 |
| 1. Auslösen von <i>shareholder rights plans</i> bzw. <i>poison pills</i> | 318 |
| 2. Auslösen der Rechtsfolgen von <i>anti-takeover</i> -Gesetzen | 319 |
| IV. Der anwendbare Gruppenbegriff | 319 |
| A. Die Definition der Gruppe und ihr Anwendungsbereich..... | 319 |
| B. Zweck des Gruppenbegriffs..... | 320 |
| C. Die Tatbestandsmerkmale der Gruppe | 321 |
| 1. Vorliegen einer Vereinbarung | 321 |
| 2. Der Zweck der Vereinbarung | 322 |
| 3. Wirtschaftliches Eigentum an Aktien der Zielgesellschaft | 324 |
| D. Fragen des Beweisrechts..... | 324 |
| 1. Beweislast und Beweismass | 324 |
| 2. Rechtsunsicherheit und Vorschlag eines Vermutungstatbestandes | 325 |
| E. Die Praxis der Gerichte zur Gruppenbildung | 326 |
| 1. Grundlegende Entscheide zur Gruppenbildung | 326 |
| 2. Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppe..... | 327 |
| 3. Management der Zielgesellschaft als Gruppe i.S.v. Sec. 13(d)(3) SEA | 328 |
| 4. Keine Gruppenbildung durch soziale Beziehungen | 329 |
| 5. Keine Gruppenbildung zwischen Käufer und Verkäufer | 329 |
| F. Kritik am Gruppenbegriff in der Lehre | 330 |
| 1. Folgen der weiten Begriffsfassung..... | 330 |
| 2. Vorgeschlagene Gegenmassnahmen | 331 |
| V. Folgen für die Schweiz..... | 332 |

| | |
|---|------------|
| § 2 Europäische Union | 334 |
| I. Einleitung..... | 334 |
| II. Die Regelung der Beteiligungspublizität in der EU..... | 334 |
| A. Die Entstehungsgeschichte der Regelung..... | 334 |
| B. Die bisherige Regelung der Beteiligungspublizität gemäss WP-RL..... | 336 |
| 1. Die Grundzüge..... | 336 |
| 2. Die Zurechnung von Stimmrechten..... | 336 |
| a. Die einzelnen Zurechnungstatbestände..... | 336 |
| b. Die gemeinsame Absprache i.e.S. (Gruppenbegriff)..... | 338 |
| C. Die geltende Regelung der Beteiligungspublizität gemäss TRH-RL..... | 339 |
| 1. Die Grundzüge..... | 339 |
| a. Die überarbeiteten Schwellenwerte..... | 339 |
| b. Finanzinstrumente und eigene Aktien..... | 340 |
| c. Die Privilegierung von <i>market makers</i> | 340 |
| d. Der Inhalt der Meldung..... | 340 |
| e. Die verkürzten Meldefristen..... | 340 |
| f. Weitere Vereinheitlichung der Modalitäten..... | 341 |
| g. Die Zurechnung von Stimmrechten..... | 341 |
| ga. Die einzelnen Zurechnungstatbestände..... | 341 |
| gb. Die Beteiligungen von Verwaltungsgesellschaften und Wertpapierfirmen..... | 342 |
| gc. Die gemeinsame Absprache i.e.S. (Gruppenbegriff)..... | 343 |
| III. Die Übernehmerrichtlinie (2004/25/EG)..... | 344 |
| A. Entstehungsgeschichte..... | 344 |
| B. Der wesentliche Inhalt..... | 346 |
| 1. Allgemeine Grundsätze..... | 346 |
| 2. Pflichtangebote..... | 348 |
| 3. Informationen über das Angebot, Angebotsfrist..... | 348 |
| 4. Transparenzsteigerungen..... | 349 |
| 5. Abwehrmassnahmen..... | 349 |
| a. Neutralitätspflicht der Zielverwaltung..... | 349 |
| b. Durchbruchsregel..... | 350 |
| c. Optionsmodell..... | 350 |
| 6. <i>Squeeze out</i> und <i>sell out</i> | 351 |
| 7. Sanktionen..... | 352 |
| C. Begriff der gemeinsam handelnden Personen..... | 352 |
| D. Beurteilung der Ü-RL..... | 353 |
| IV. Folgen für die Schweiz..... | 354 |
| § 3 Bundesrepublik Deutschland | 355 |
| I. Einleitung..... | 355 |
| II. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG..... | 355 |
| A. Grundzüge der Regelung..... | 355 |

| | |
|--|------------|
| 1. Grundsatz | 355 |
| 2. Regelungsziele | 356 |
| 3. Auslegung..... | 357 |
| 4. Diverse weitere Modalitäten | 357 |
| 5. Sanktionen..... | 358 |
| B. Die Zurechnung von Stimmrechten nach § 22 WpHG..... | 359 |
| 1. Die Regel und ihr Zweck | 359 |
| 2. Verhältnis zu § 30 WpÜG..... | 360 |
| 3. Der Grundsatz der mehrfachen Zurechnung | 361 |
| 4. Der Grundsatz der Kettenzurechnung..... | 361 |
| 5. Die einzelnen Zurechnungstatbestände..... | 362 |
| a. Aktien von Tochterunternehmen | 362 |
| b. Für Rechnung des Meldepflichtigen gehaltene Aktien..... | 363 |
| c. Als Sicherheit übertragene Aktien und Aktien im Niessbrauch | 363 |
| d. Bei Erwerbsmöglichkeit durch eine Willenserklärung | 364 |
| e. Anvertraute Aktien..... | 365 |
| f. Stimmrechte von Kapitalanlagegesellschaften | 366 |
| g. Stimmrechte von Investmentgesellschaften..... | 367 |
| 6. Abgestimmtes Verhalten | 367 |
| a. Ausgangslage | 367 |
| b. Die einzelnen Tatbestandsmerkmale der Gruppe | 368 |
| ba. Verhaltensabstimmung | 368 |
| bb. Vereinbarung oder Abstimmung in sonstiger Weise..... | 370 |
| bc. Inhalt der Vereinbarung..... | 371 |
| bd. Keine Verhaltensabstimmung in Einzelfällen | 372 |
| be. Erfolgseintritt? | 372 |
| c. Fallgruppen | 373 |
| ca. Poolvereinbarungen | 373 |
| cb. Abgestimmtes Verhalten bei mittelbaren Gesellschaftern | 373 |
| cc. Befolgen von Empfehlungen Dritter..... | 374 |
| cd. Drohung | 374 |
| ce. Ehegatten, nahe Verwandte, Familienpools und Ähnliches | 374 |
| cf. Stand still-Vereinbarungen..... | 375 |
| cg. Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder | 375 |
| ch. Berater..... | 375 |
| ci. Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft | 376 |
| cj. Nebenpflichten bei Paketkaufverträgen | 376 |
| III. Öffentliche Angebote gemäss WpÜG..... | 377 |
| A. Einleitung..... | 377 |
| B. Die Grundzüge des WpÜG..... | 378 |
| 1. Die geltende Regelung im Allgemeinen | 378 |
| a. Anwendungsbereich und allgemeine Grundsätze | 378 |
| b. Angebotsarten | 378 |
| c. Ablauf des Übernahmeverfahrens..... | 378 |
| d. Aufsicht..... | 380 |
| e. Rechtsschutz | 380 |

| | |
|---|------------|
| f. Exkurs: Ausschluss von Minderheitsaktionären..... | 381 |
| 2. Die Regelung des Pflichtangebots im Besonderen | 381 |
| a. Kontrolle, Veröffentlichungs- und Angebotspflicht | 381 |
| b. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten..... | 381 |
| c. Befreiung von der Angebotspflicht..... | 381 |
| d. Sanktionen..... | 382 |
| 3. Anpassungsbedarf an die Ü-RL | 383 |
| C. Zurechnung von Stimmrechtsanteilen nach § 30 WpÜG | 384 |
| 1. Ausgangslage | 384 |
| 2. Zurechnungssubjekt | 384 |
| 3. Mehrfacherfassung von Stimmrechten..... | 385 |
| 4. Wechselseitige oder einseitige Stimmrechtszurechnung?..... | 385 |
| 5. Der Fall Pixelpark AG..... | 386 |
| D. Gemeinsam handelnde Personen i.S.v. § 2 Abs. 5 WpÜG..... | 387 |
| 1. Definition | 387 |
| 2. Verhältnis zu § 30 Abs. 2 WpÜG | 387 |
| 3. Bedeutung des Begriffs innerhalb des WpÜG | 388 |
| 4. Zwecke der Verhaltenszurechnung | 389 |
| 5. Die Tatbestandsmerkmale von § 2 Abs. 5 WpÜG im Einzelnen..... | 390 |
| 6. Tochterunternehmen und andere verbundene Unternehmen | 391 |
| IV. Folgen für die Schweiz..... | 392 |
| § 4 Grossbritannien..... | 394 |
| I. Einleitung..... | 394 |
| II. Die Offenlegung von Beteiligungen gemäss Sec. 198 ff. CA 1985..... | 394 |
| A. Rechtsgrundlage und Regelungsziel..... | 394 |
| B. Die Grundzüge der Regelung | 395 |
| 1. Die Meldepflicht und das Meldeverfahren..... | 395 |
| 2. Meldepflichtige und unbeachtliche Interessen..... | 396 |
| 3. Sanktionen..... | 396 |
| 4. Untersuchungen der Gesellschaft bezüglich ihres Aktionariats..... | 397 |
| C. Die Zurechnung von Stimmrechten..... | 397 |
| 1. Im Allgemeinen..... | 397 |
| 2. Der Begriff des <i>acting in concert</i> im Besonderen..... | 398 |
| a. Zweck der Bestimmungen über das <i>acting in concert</i> | 398 |
| b. Bei Kaufverträgen über Aktien..... | 399 |
| c. Umfang der Zurechnung | 400 |
| d. Informationspflicht der Gruppenmitglieder untereinander | 400 |
| III. Die <i>Rules Governing Substantial Acquisition of Shares</i> | 401 |
| A. Anlass und Ziel der Regelung..... | 401 |
| B. Die wesentlichen Regeln | 401 |
| 1. Erwerbseinschränkungen | 401 |
| 2. Meldepflichten | 402 |
| 3. Sanktionen..... | 402 |

| | | |
|-----|---|-----|
| C. | Der massgebende Gruppenbegriff | 402 |
| 1. | Keine ausdrückliche Definition..... | 402 |
| 2. | Erläuternde Ausführungen | 403 |
| a. | Beteiligungen eines Einzelaktionärs | 403 |
| b. | Vermögensverwalter (<i>investment managers</i>) | 403 |
| c. | Offenlegung von Veräusserungen..... | 403 |
| 3. | Fazit: Zurechnung nach den Regeln in Sec. 203 ff. CA 1985..... | 404 |
| IV. | <i>Der City Code on Takeovers and Mergers</i> | 404 |
| A. | Entstehung und Bedeutung | 404 |
| B. | Die Grundzüge des City Code | 405 |
| 1. | Vorbemerkung..... | 405 |
| 2. | Fehlende Gesetzeskraft und indirekte Zwänge | 405 |
| 3. | Systematik des City Code und dessen Auslegung | 406 |
| 4. | Anwendungsbereich | 406 |
| 5. | Die vier zentralen Grundsätze | 407 |
| 6. | Kurzer Überblick über die Rules im City Code | 407 |
| 7. | Der Aufbau von Beteiligungen und die Offenlegung von Transaktionen | 408 |
| a. | Einleitung..... | 408 |
| b. | Handelsbeschränkungen | 408 |
| c. | Zeitliche Einschränkungen des Erwerbs | 409 |
| d. | Folgen gewisser Transaktionen..... | 409 |
| e. | Offenlegung von Transaktionen während der Angebotsfrist..... | 410 |
| 8. | Die Regelung des Pflichtangebots..... | 410 |
| a. | Grundsatz | 410 |
| b. | Die Definition der Kontrolle und ihre Einschränkung bis zum Angebot | 411 |
| c. | Umfang des Angebots und zulässige Bedingungen | 411 |
| d. | Der Mindestpreis..... | 412 |
| e. | Pflichten von Mitgliedern der Zielverwaltung, die Aktien veräussern | 412 |
| f. | Die Ausnahme von der Angebotspflicht bei Aktienrückkäufen | 412 |
| g. | Ausnahmen von der Angebotspflicht im Allgemeinen..... | 413 |
| C. | Gemeinsam handelnde Personen (<i>persons acting in concert</i>)..... | 414 |
| 1. | Im Allgemeinen | 414 |
| a. | Die Definition | 414 |
| b. | Konkrete Vermutungstatbestände | 415 |
| c. | Weitere Einzelfälle..... | 416 |
| 2. | Im Bereich der Angebotspflicht im Besonderen | 416 |
| a. | Ausgangslage | 416 |
| b. | Reine Stimmbindungsabsprachen von Aktionären | 417 |
| c. | Gemeinsames Aktionärsverhalten (<i>collective shareholder action</i>) | 417 |
| d. | Verwaltungsräte und Aktionäre der Zielgesellschaft..... | 419 |
| e. | Änderungen innerhalb einer Gruppe..... | 419 |
| f. | <i>Employee benefit trusts</i> | 420 |
| g. | Verkauf eines Teils einer Kontrollbeteiligung..... | 421 |
| h. | Angebotspflichtige Personen innerhalb einer Gruppe | 422 |
| V. | <i>Die Konzeption der Gruppe und ihre Auswirkungen</i> | 422 |

| | |
|--|------------|
| A. Enge, zielorientierte Konzeption der Aktionärsgruppe | 422 |
| B. Aktive Kommunikation und Koalitionsbildung unter Aktionären | 423 |
| VI. <i>Folgen für die Schweiz</i> | 425 |
| Vierter Teil: Zusammenfassung | 428 |