



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung, Blockchain

16. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen
Tagungsband 2020



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Innovation und Disruption:

Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain

16. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen

Tagungsband 2020

EIZ  Publishing



Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain von Thomas U. Reutter und Thomas Werlen wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2021 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing

Produktion, Satz & Vertrieb: buch & netz (buchundnetz.com)

Cover: buch & netz

ISBN:

978-3-03805-401-6 (Print – Softcover)

978-3-03805-430-6 (PDF)

978-3-03805-431-3 (ePub)

978-3-03805-432-0 (mobi/Kindle)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-401>

Version: 1.00a – 20210803

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL: <https://eizpublishing.ch/publikationen/innovation-und-disruption-sanierungen-exits-libor-abloesung-und-blockchain/>.

Vorwort

Die Tagung Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen fokussiert traditionell auf relevante Entwicklungen im Bereich Finanz- und Kapitalmarktrecht mit einem Fokus auf Transaktionen. Das Jahr 2020 war geprägt von der Coronakrise, die den technologischen Fortschritt beschleunigte, und der sich nun langsam abschliessenden Aufarbeitung der Finanzkrise.

Die Tagung vom 11. November 2020 stellte aktuelle Rechtsfragen im Zusammenhang mit Sanierungstransaktionen und dem Einstieg von neuen Ankerinvestoren bei börsenkotierten Gesellschaften in den Fokus. Die Herausgeber haben zudem Fragen zu zivil- und finanzmarktrechtlichen Aspekten von Zukunftsthemen wie Blockchain, aber auch zu Paradigmenwechseln wie der Ablösung des LIBOR als Referenzzinssatz, ins Zentrum gestellt. Wie in den Vorjahren wurde die Tagung von Thomas U. Reutter und Thomas Werlen geleitet.

Urs Schenker zeigte Herausforderungen bei Sanierungstransaktionen auf dem Kapitalmarkt auf. Zur Fokussierung auf das Kerngeschäft und der damit verbundenen Trennung von anderen Aktivitäten und Beteiligungen sprachen Daniel Raun in seinem Beitrag zu „Spin-Offs“ sowie Hans-Jakob Diem und Patrick Schärli in ihrem Beitrag zu „Exits“ aus Aktienbeteiligungen über den Kapitalmarkt. Mit PIPE-Transaktionen setzte sich Christoph Vonlanthen auseinander. Benjamin Leisinger zeigte die Folgen der LIBOR-Ablösung für Kapitalmarktinstrumente auf. Mit den zivil- und finanzmarktrechtlichen Aspekten von Blockchain / distributed ledger technology befassten sich Cornelia Stengel und Arie Gerstz. Peter Probst berichtete aus Sicht einer Prüfstelle über die ersten Erfahrungen in der Praxis.

Die Tagung richtet sich seit nunmehr sechzehn Jahren an Rechtsanwälte und Unternehmensjuristen im Bereich Kapital- und Finanzmarktrecht. Der Fokus lag wie bis anhin auf der Vermittlung von praktischem Know-how. Mit diesem Tagungsband hoffen die Herausgeber, die thematisch vielfältigen Beiträge aus dem schweizerischen Kapitalmarktrecht einem grösseren Publikum zugänglich zu machen.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung dieses Bandes möchten wir herzlich danken: den Referenten und Verfassern der Beiträge, Valeria Piritore für die Durchführung der Veranstaltung sowie Noura Ranja Mourad, Sue Osterwalder und Petra Bitterli für die Gestaltung dieses Tagungsbandes.

Zürich, im Juni 2021

Thomas U. Reutter/Thomas Werlen

Inhaltsübersicht

<u>Sanierungstransaktionen auf dem Kapitalmarkt</u>	9
<i><u>Prof. Dr. URS SCHENKER, Rechtsanwalt, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich</u></i>	
<i><u>CHRISTIAN SCHMID, Rechtsanwalt, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich</u></i>	
<u>„LIBOR-Ablösung“ bei Kapitalmarktinstrumenten</u>	59
<i><u>Dr. BENJAMIN K. LEISINGER, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich</u></i>	
<u>Spin-offs bei Publikumsgesellschaften</u>	75
<i><u>DANIEL RAUN, Rechtsanwalt, LL.M., Advestra AG, Zürich</u></i>	
<i><u>ANNA CAPAUL, Rechtsanwältin, Advestra AG, Zürich</u></i>	
<u>Exit von Aktienbeteiligungen über den Kapitalmarkt</u>	105
<i><u>HANS-JAKOB DIEM, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich</u></i>	
<i><u>PATRICK SCHÄRLI, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz & Staehelin, Zürich</u></i>	
<u>Blockchain/Distributed Ledger Technology – Eine zivilrechtliche Betrachtung</u>	135
<i><u>Prof. Dr. CORNELIA STENGEL, Rechtsanwältin, Partnerin bei Kellerhals Carrard, Zürich</u></i>	
<u>Blockchain/Distributed Ledger Technology – Eine finanzmarktrechtliche Betrachtung</u>	157
<i><u>STEFAN TRÄNKLE, Rechtsanwalt, Policy Advisor beim Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, Bern</u></i>	
<u>PIPE Transactions Revisited</u>	169
<i><u>CHRISTOPH VONLANTHEN, Rechtsanwalt, LL.M., Schellenberg Wittmer AG, Zürich/Genf</u></i>	
<i><u>SOPHIE BASTARDOZ, Rechtsanwältin, Schellenberg Wittmer AG, Genf</u></i>	

Sanierungstransaktionen auf dem Kapitalmarkt

Urs Schenker/Christian Schmid*

Inhalt

I.	Kotierte Gesellschaften in finanziellen Schwierigkeiten	10
1.	Pflichten des Verwaltungsrates	11
a)	Die Pflicht, die Existenz der Gesellschaft zu erhalten	12
b)	Die unübertragbaren Pflichten des Verwaltungsrates in der Krisensituation des Unternehmens	13
aa)	Oberleitungs- und Oberaufsichtspflicht	13
bb)	Festlegung der Organisation und Bestimmung der obersten Führungsebene	14
cc)	Die Ausgestaltung des Rechnungswesens	16
c)	Pflichten des Verwaltungsrates bei drohender Zahlungsunfähigkeit	17
aa)	Begriff der Zahlungsunfähigkeit	17
bb)	Pflicht des Verwaltungsrates zur Überwachung der Liquidität	17
cc)	Massnahmen bei drohender Zahlungsunfähigkeit	18
d)	Pflichten des Verwaltungsrates bei Kapitalverlust	19
aa)	Der Begriff des Kapitalverlustes	19
bb)	Massnahmen bei Kapitalverlust	19
e)	Handlungspflichten des Verwaltungsrates bei Überschuldung	20
aa)	Begriff der Überschuldung	21
bb)	Pflichten des Verwaltungsrates bei Überschuldung	21
cc)	Benachrichtigung des Gerichts und Aufschub aufgrund von Sanierungsaussichten	22
2.	Konkursrechtliche Rahmenbedingungen	23
3.	Haftung des Verwaltungsrates	26
II.	Börsenrechtliche Rahmenbedingungen: Publizitätspflicht	28
1.	Publizitätspflichten im Rahmen des Kotierungsreglements der SIX und FinfraG/FinfraV	28
2.	Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresabschlüssen	28
3.	Ad hoc-Publizität	30
a)	Pflicht zur Bekanntgabe kursrelevanter Tatsachen	30
b)	Aufschub der Bekanntgabe	32
4.	Prospektpflicht bei der Emission von Aktien	33

* Die Autoren möchten sich bei Natascha Kords für die kritische Durchsicht und die Aufarbeitung der Fussnoten bedanken.

5.	Auswirkungen der Transparenzvorschriften auf die Kursbildung im Rahmen einer Sanierung	35
III.	Sanierungsmassnahmen bei Publikumsgesellschaften	36
1.	Deklaratorische Kapitalherabsetzung	37
a)	Gründe für die deklaratorische Kapitalherabsetzung	37
b)	Durchführung der Kapitalherabsetzung	38
2.	Kapitalerhöhung	39
a)	Ziel und wirtschaftliche Grundlage der Kapitalerhöhung	39
b)	Voraussetzungen der Kapitalerhöhung	41
aa)	Beschluss der Generalversammlung	41
bb)	Ausgabepreis	42
cc)	Das Bezugsrecht	43
c)	Durchführung der Kapitalerhöhung	45
3.	Debt-Equity-Swap mit Finanzgläubigern	46
a)	Wirtschaftliche Grundlagen des Debt-Equity-Swaps	46
b)	Rechtliche Grundlagen des Debt-Equity-Swaps	47
aa)	Vereinbarung mit den betroffenen Gläubigern	48
bb)	Aktienrechtliche Umsetzung: Liberierung durch Verrechnung und Entzug des Bezugsrechtes	49
c)	Sanierungsmassnahmen bei Obligationen: Erleichterung bei Zins und Laufzeit, Debt-Equity-Swap	52
aa)	Einleitung des Verfahrens	52
bb)	Stundung der Ansprüche	53
cc)	Mögliche Massnahmen	53
dd)	Der Debt-Equity-Swap bei Obligationen	55
ee)	Der Beschluss der Gläubigerversammlung	55
ff)	Bestätigung des Entscheids der kantonalen Nachlassbehörde	56
gg)	Bedeutung der Restrukturierung einer Obligationenanleihe	56
4.	Schlussfolgerungen	57
	Literaturverzeichnis	57

I. Kотиerte Gesellschaften in finanziellen Schwierigkeiten

Es gibt viele Ursachen, die zu finanziellen Schwierigkeiten bei kotierten Gesellschaften führen können, wobei konjunkturelle Probleme im Vordergrund stehen. Eine finanzielle Krise eines Unternehmens kann aber auch durch Fehlentscheide der Unternehmensleitung selbst ausgelöst oder zumindest verschärft werden. Beim Umgang mit einer finanziellen Krise haben kotierte Gesellschaften strengere Vorschriften zu beachten als nichtkotierte Unternehmen: sie müssen die sich aus der Kotierung ergebenden speziellen Rahmenbedingungen beachten. Dabei werden vor allem die Publizitätsvorschriften, die bei kotierten Unternehmen zu einer hohen Transparenz gegenüber

den Anlegern führen, häufig zu einem Problem für die Organe, da eine „stille Behebung“ der finanziellen Probleme, anders als bei einer privat gehaltenen Gesellschaft, nicht möglich ist. Auch der Umstand, dass bei kotierten Gesellschaften eine Vielzahl von Aktionären beteiligt sind, kann eine Sanierung erheblich erschweren. Es ist bei diesen Gesellschaften nicht möglich, mit den Aktionären potenzielle Massnahmen bezüglich des Eigenkapitals im „kleinen Kreis“ zu besprechen und so verbindliche Lösungen zu finden. Bei Massnahmen im Bereich des Eigenkapitals muss immer eine Generalversammlung einberufen werden, was in der Öffentlichkeit, aber vor allem auch unter Kunden und Lieferanten des Unternehmens Diskussionen und Zweifel über die Überlebensfähigkeit des kotierten Unternehmens auslöst. Die Hauptunterschiede zwischen der Sanierung privat gehaltener und kotierten Unternehmen liegt letztlich darin, dass die Sanierung bei kotierten Unternehmen unter der Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit stattfindet, was alle Beteiligten einem erheblichen Druck aussetzt und das Unternehmen in betrieblicher Hinsicht zusätzlich destabilisiert. Dieser Beitrag zeigt auf, welche Pflichten den Verwaltungsrat von kotierten Unternehmen bei Sanierungstransaktionen treffen. Der Beitrag berücksichtigt dabei auch relevante Änderungen im Zuge der Aktienrechtsrevision¹.

1. Pflichten des Verwaltungsrates

In kotierten Gesellschaften versteht sich der Verwaltungsrat in der Regel als reiner „Aufsichtsrat“ der Gesellschaft und sieht seine Hauptaufgaben in der Überwachung der Geschäftsleitung, der Risikokontrolle, der Sicherstellung der Compliance sowie der Umsetzung der Publizitätsvorschriften². Verwaltungsräte kotierter Gesellschaften bringen sich zwar auch in die Strategieentwicklung des Unternehmens ein, beschränken sich aber meistens darauf, die von der Geschäftsleitung entwickelte Strategie zu diskutieren und zu genehmigen. Eine aktive Mitwirkung des Verwaltungsrates oder einzelner Mitglieder bei der Strategiegestaltung ist sehr selten³. Noch seltener kommt es vor, dass der Verwaltungsrat von sich aus in operative Belange des Unternehmens eingreift und versucht, einzelne Entscheide der Geschäftsleitung in Bezug auf die Umsetzung der Strategie zu beeinflussen. Die Verwaltungsratsmitglieder halten sich im Allgemeinen konsequent an die Delegation und überlassen die operative Führung des Unternehmens der Geschäftsleitung bzw. dem CEO als

¹ Der revidierte Gesetzestext wurde bereits verabschiedet (Änderung der Botschaft des Bundesrates vom 19. Juni 2020 zum Obligationenrecht (Aktienrecht), BBl 2020, 5573 ff.). Mit dem Inkrafttreten wird derzeit erst im Jahr 2023 gerechnet.

² ZK OR-Bühler, Art. 716b, N 12.

³ Meier-Hayoz/Forstmoser/Sethe, §16 Rz. 598.

Vorsitzendem der Geschäftsleitung. Die Zurückhaltung des Verwaltungsrates von kotierten Gesellschaften kommt meistens auch darin zum Ausdruck, dass in der Öffentlichkeit der CEO im Zentrum der Aufmerksamkeit steht und dieser auch gegenüber den Aktionären die Strategie und die operative Umsetzung vertritt. Der Verwaltungsrat wird folglich auch von den Aktionären und der Öffentlichkeit als Aufsichts- und Kontrollorgan wahrgenommen. Diese Zurückhaltung des Verwaltungsrates zeigt sich sodann oftmals auch bei der zeitlichen Beanspruchung: Während CEO und Geschäftsleitung vollamtlich tätig sind, nehmen Verwaltungsratsmitglieder ihre Funktion als Nebenamt wahr und wenden in realistischer Betrachtung in aller Regel weit unter 10% ihrer Zeit für die Tätigkeit auf. Lediglich der Präsident des Verwaltungsrates wendet manchmal etwas mehr Zeit auf.

Dieses Verständnis des Verwaltungsrates als blosses Aufsichtsorgan ist nach Art. 716 Abs. 2 und Art. 716b des Obligationenrechts (OR) grundsätzlich zulässig. Danach ist die Delegation der Geschäftsführung erlaubt, jedoch nur unter Vorbehalt der in Art. 716a OR aufgeführten unübertragbaren Aufgaben des Verwaltungsrates. Die Interpretation des Verwaltungsrates als zurückhaltendes Organ entspricht aber nicht dem ursprünglichen gesetzgeberischen Bild. Der Verwaltungsrat ist gemäss Art. 716 Abs. 2 OR als höchstes Exekutivorgan der Gesellschaft grundsätzlich für die Geschäftsführung verantwortlich. Die Delegation an eine Geschäftsleitung führt nicht dazu, dass der Verwaltungsrat seine Verantwortung oder seinen Verantwortungsbereich einschränkt, sondern nur dazu, dass ein anderes Organ die Geschäftsführung wahrnimmt. Die Delegation kann aber immer nur solange gelten, wie das spezielle Geschäftsleitungsorgan tatsächlich vorhanden ist und der Verwaltungsrat diesem bezüglich der Geschäftsführung vertrauen kann. In Krisensituationen rückt aber die Verantwortung des Verwaltungsrates für die Führung des Unternehmens wieder in den Vordergrund, denn eine Krise entsteht ja gerade dadurch, dass es der operativen Geschäftsleitung auf ihrer Stufe nicht möglich ist, die Probleme der Gesellschaft zu lösen. Der Verwaltungsrat kann sich in der Krise nicht mehr im vollen Umfang auf die Delegation der Geschäftsführungsfunktion verlassen, sondern muss sich stärker einbringen als in „normalen“ Zeiten. Das Bewältigen der Krise gehört zu den unübertragbaren Aufgaben des Verwaltungsrates nach Art. 716a OR⁴.

a) *Die Pflicht, die Existenz der Gesellschaft zu erhalten*

Gemäss Art. 717 Abs. 1 OR hat der Verwaltungsrat die grundlegende Pflicht, die Interessen der Gesellschaft zu wahren. Diese zentrale Aufgabe verpflichtet

⁴ Kunz, 182; ZK OR-Handschin, Art. 725, N 23.

den Verwaltungsrat bei finanziellen Schwierigkeiten insbesondere dazu, Massnahmen einzuleiten, welche die Existenz der Gesellschaft sichern⁵. Darunter fallen Massnahmen, welche die für die Betriebsführung notwendige Liquidität sicherstellen, die Ertragskraft stärken und das Eigenkapital wiederherstellen, sofern dieses durch Verluste geschmälert worden ist.

Diese Verpflichtung zur Einleitung von Sanierungsmassnahmen in einer finanziellen Krise mit dem Ziel, das Unternehmen zu erhalten, gilt unabhängig von Art. 725 ff. OR, die dem Verwaltungsrat spezifische Handlungspflichten auferlegen, wenn die finanzielle Krise die Liquidität des Unternehmens gefährdet oder sogar zu einem Kapitalverlust bzw. zu einer Überschuldung führt. Die Verpflichtung, die Interessen der Gesellschaft zu wahren und ihre Existenz zu sichern, gilt auch unabhängig von der Delegation der Geschäftsführungskompetenz an einen CEO oder eine Geschäftsleitung. Der Verwaltungsrat muss im Rahmen der Kompetenzen, die er bei der Delegation vorbehalten hat, zur Sanierung des Unternehmens beitragen. Die Krise kann aber, wie oben gezeigt, gerade auch Anlass sein, die Delegation zu überdenken und sie entweder aufzuheben, sodass die Geschäftsführungskompetenz wieder an den Verwaltungsrat zurückfällt, oder aber die Geschäftsführung einer oder mehreren anderen Person(en) zu übertragen, um das Unternehmen wieder aus der Krise zu führen⁶.

b) Die unübertragbaren Pflichten des Verwaltungsrates in der Krisensituation des Unternehmens

Der Verwaltungsrat hat gemäss Art. 716a OR gewisse unübertragbare Pflichten, die auch bei einer vollständigen Delegation der Geschäftsführung an einen CEO bzw. an die Geschäftsleitung beim Verwaltungsrat verbleiben. Im Rahmen seiner allgemeinen Verpflichtung die Existenz des Unternehmens zu sichern, sind insbesondere die folgenden in Art. 716a OR aufgeführten Pflichten in einer Krisensituation relevant:

aa) Oberleitungs- und Oberaufsichtspflicht

Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR muss der Verwaltungsrat die Oberleitung der Gesellschaft auf strategischer Ebene wahrnehmen und hat gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 5 OR die Aufsicht über Personen, die er mit der Geschäftsleitung betraut hat. Solange ein Unternehmen sich nicht in einer Krise befindet, kommt der Verwaltungsrat dieser Pflicht normalerweise dadurch nach, dass er

⁵ ZK OR-Bühler, Art. 717, N 69 und 75.

⁶ Schenker, Möglichkeiten, 486.

die von der Geschäftsleitung entwickelte Strategie genehmigt und sich durch ein Reporting System sowie durch mündliche und schriftliche Mitteilung der Geschäftsleitung über die Umsetzung der Strategie, die Erreichung der Ziele und den allgemeinen Geschäftsgang informieren lässt⁷.

Befindet sich das Unternehmen jedoch in einer finanziellen Krise, kann sich der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Oberleitungskompetenz nicht mehr auf ein passives Monitoring der Geschäftsleitung und die Genehmigung von Strategien beschränken, sondern muss aktiv Massnahmen einleiten, die der Erhaltung der Liquidität, der Wiedererlangung der Ertragskraft und – soweit dies nötig ist – der Wiederherstellung des Eigenkapitals dienen. Der Verwaltungsrat muss der Geschäftsleitung mindestens die Weisung erteilen, entsprechende Konzepte zu erarbeiten oder diese von Dritten erarbeiten zu lassen. Ist ein Sanierungskonzept festgelegt, so muss der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Oberleitungskompetenz die Implementierung kontrollieren und – falls keine Fortschritte erzielt werden – korrigierend eingreifen⁸.

Damit zwingt eine Krisensituation den Verwaltungsrat zu einer – gegenüber dem oben dargestellten Normalfall – verstärkten Aktivität in der Gesellschaft. Er muss die von der Geschäftsleitung entwickelte Strategie in Frage stellen, da sie das Unternehmen nicht vor der Krise bewahrt hat und allenfalls sogar Grund für die Krise war. Er muss sich aber auch überlegen, ob er im Rahmen eines Sanierungskonzeptes die Strategie nicht grundsätzlich ändern und diese beispielsweise der tatsächlich noch vorhandenen Liquidität und Eigenmitteln anpassen muss. Dabei ist allenfalls eine Reduktion der strategischen Stossrichtungen, d.h. ein Verzicht auf gewisse Tätigkeiten und Investitionen, angesagt. Bei der kritischen Überprüfung der Strategie kann sich der Verwaltungsrat gerade nicht mehr auf die Geschäftsleitung verlassen, die ihm die bisherige, offensichtlich erfolglose Strategie vorgeschlagen hat. Er muss diese neue Strategie bzw. Anpassungen der bisherigen Strategie demnach selber erarbeiten oder von Dritten erarbeiten lassen. In beiden Fällen muss der Verwaltungsrat aus der reinen Aufsichtsfunktion heraustreten und in Bezug auf Strategieentwicklung und -überprüfung eine wesentlich aktivere Rolle einnehmen als bisher.

bb) Festlegung der Organisation und Bestimmung der obersten Führungsebene

Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 2 OR obliegt dem Verwaltungsrat die Festlegung der Organisation des Unternehmens und gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR die

⁷ Vgl. von der Crone, Rz. 1419.

⁸ Schenker, Möglichkeiten, 486.

Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung betrauten Personen. Damit muss der Verwaltungsrat die grundsätzliche Organisationsstruktur einer Gesellschaft festlegen und gleichzeitig auch die oberste Führungsebene bestimmen. Auch diese Pflicht hat im Falle einer finanziellen Krise eine erhöhte Bedeutung. Der Verwaltungsrat ist nämlich gezwungen, die Organisationsstruktur auf ihre Tauglichkeit zur Bewältigung der anstehenden Krise zu überprüfen. Er muss sich dabei auch die Frage stellen, ob die Organisation tatsächlich angemessen ist, da durch sie nicht verhindert werden konnte, dass das Unternehmen in eine Krise gerät. Wiederum kann er sich dabei nicht umfassend auf den CEO oder die Geschäftsleitung verlassen und sich wie in „normalen“ Zeiten entsprechende Vorschläge unterbreiten lassen, denn die Krise zeigt, dass die von der Geschäftsleitung bisher realisierte Organisation die Krise nicht verhindern konnte⁹.

Da die finanzielle Krise allenfalls auch auf das Unvermögen der mit der Geschäftsleitung betrauten Personen zurückzuführen ist, stellt sich die Frage, ob diese Personen, welche die Krise nicht verhindern konnten, die Richtigen sind, um das Unternehmen wieder zum Erfolg zu führen. Daher muss der Verwaltungsrat in der Krisensituation auch die personelle Besetzung der Geschäftsleitung überdenken. Der Verwaltungsrat kann dabei entweder die entscheidenden Führungspositionen durch Dritte neu besetzen oder kann auch selbst die Geschäftsführung wieder übernehmen, indem er die Delegation aufhebt oder die CEO-Position vorübergehend durch ein Mitglied des Verwaltungsrates besetzt. Nicht zuletzt muss der Verwaltungsrat auch die Kosten der Organisation und der mit der Geschäftsleitung betrauten Personen kritisch hinterfragen, da das Management ein grosser Kostenfaktor ist, der den Ertrag und die Liquidität des Unternehmens belastet.

Wenn diese kritische Analyse der Geschäftsleitung zeigt, dass diese nicht geeignet ist, um das Unternehmen aus der Krise zu führen und harte Sanierungsmassnahmen durchzuführen oder sich sogar zeigt, dass der CEO, CFO oder andere Geschäftsleitungsmitglieder für die Krise mitverantwortlich sind, sind die Voraussetzungen für die Delegation gar nicht mehr gegeben, da der Verwaltungsrat die „cura in eligendo“¹⁰ nicht mehr erfüllt. Der Verwaltungsrat kann somit nicht mehr nachweisen, dass er bei der Auswahl der Geschäftsleitung die nach den Umständen gebotene Sorgfalt angewendet hat, weswegen er sich auch nicht mehr nach Art. 754 Abs. 2 OR von der Haftung für die Fehler der Geschäftsleitung befreien kann. Die Sorgfalt bei der Auswahl muss gerade nicht nur in dem Zeitpunkt erfüllt werden, in dem die Auswahl einer

⁹ Vgl. BSK OR II-Watter/Pellanda Roth, Art. 716a OR, N 14.

¹⁰ D.h. die Sorgfalt bei der Auswahl der mit der Geschäftsleitung beauftragten Personen.

Person für die Geschäftsleitung erstmals erfolgt, sondern muss während der gesamten Zeit gegeben sein, in der diese Person in der Geschäftsleitung tätig ist. Wenn der Verwaltungsrat also feststellt, dass der CEO oder ein anderes Geschäftsleitungsmitglied den Anforderungen, die an Geschäftsleitungsorgane gestellt werden, nicht mehr gewachsen ist, so muss er diese Person abberufen, wenn er seine Sorgfalt weiterhin erfüllen und von Haftungsbefreiung durch die Delegation gemäss Art. 754 Abs. 2 OR profitieren will¹¹. Letztlich fällt die Verantwortung für die operative Geschäftsführung wieder an den Verwaltungsrat zurück, wenn die Krisensituation zeigt, dass die Personen, denen der Verwaltungsrat die Geschäftsführung nach Art. 716b OR delegiert hat, ihren Aufgaben nicht gewachsen sind.

cc) *Die Ausgestaltung des Rechnungswesens*

Gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR ist der Verwaltungsrat für die Ausgestaltung des Rechnungswesens, der Finanzkontrolle und der Finanzplanung zuständig. Er kann sich dabei in diesen Gebieten allerdings auf die grundsätzlichen Entscheide beschränken und die Einzelheiten sowie insbesondere die Umsetzung von Konzepten und Systemen der Geschäftsleitung überlassen¹². In einer finanziellen Krisensituation muss der Verwaltungsrat jedoch auch in diesem Aufgabenbereich eine aktivere Haltung einnehmen.

Im Rahmen seiner Pflicht zur zweckmässigen Ausgestaltung des Rechnungswesens muss der Verwaltungsrat sicherstellen, dass er die Informationen, die notwendig sind, um die Situation der Gesellschaft und insbesondere die Gefahr einer Illiquidität oder Überschuldung zu beurteilen, zeitnahe erhält, da er gemäss Art. 725 ff. OR in diesem Bereich direkte Pflichten hat. Im Bereich der Finanzplanung hat der Verwaltungsrat sicherzustellen, dass diese konsequent in den Dienst der Sanierungsziele gestellt wird und alle Möglichkeiten zur Wiederherstellung und Sicherung der Liquidität und des Eigenkapitals analysiert und allenfalls umgesetzt werden. Der Verwaltungsrat muss im Bereich der Finanzkontrolle die notwendigen Weisungen bezüglich der Aufarbeitung von Zahlen zur Beurteilung der Liquiditäts- und Eigenkapitalsituation geben.

Gerade wenn Rechnungswesen und Reporting System dazu führten, dass der Verwaltungsrat relativ spät über die Entwicklung des Unternehmens orientiert wurde und er die Krise deshalb erst in einem späten Stadium erkennen konnte, muss der Verwaltungsrat die Position des CFO kritisch überdenken, da dieser offensichtlich nicht in der Lage war, in seinem Kompetenzbereich

¹¹ Vgl. Böckli, §18 Rz. 127a.

¹² ZK OR-Bühler, Art. 716a, N 129.

ein schnelles Reporting sicherzustellen, die ersten Anzeichen einer Krise zu erkennen und auch nicht die Instrumente zur Anwendung gebracht hat, welche es erlaubt hätten, die Gesellschaft frühzeitig und ohne eine grössere Krise wieder zum Erfolg zu bringen. Daher kann sich auch die Neubesetzung der CFO-Position oder mindestens der Beizug von Beratern, die mit Fragen der finanziellen Steuerung in Krisensituationen vertraut sind, empfehlen.

c) *Pflichten des Verwaltungsrates bei drohender Zahlungsunfähigkeit*

aa) *Begriff der Zahlungsunfähigkeit*

Eine Gesellschaft ist zahlungsunfähig im Sinne von Art. 725 Abs. 2 revOR, wenn sie nicht mehr genügend Liquidität hat, um ihre Schulden zu zahlen und auch nicht mehr über Kreditlinien bzw. -zusagen verfügt, um sich die dafür notwendige Liquidität zu beschaffen¹³. Art. 725 Abs. 2 revOR kommt allerdings nur zur Anwendung, wenn es sich bei dieser Zahlungsunfähigkeit um einen länger andauernden Zustand handelt. Bloss vorübergehende Liquiditätsprobleme, die es einer Gesellschaft vorübergehend verunmöglichen, ihren Zahlungsverpflichtungen zeitgerecht nachzukommen, können noch nicht als Zahlungsunfähigkeit im Sinne dieser Bestimmung betrachtet werden¹⁴, sofern die Forderungen mit einer Verzögerung von einigen Tagen oder Wochen bezahlt werden können oder es sich nur um Probleme bezüglich einzelner Zahlungen handelt¹⁵.

bb) *Pflicht des Verwaltungsrates zur Überwachung der Liquidität*

Die Pflichten des Verwaltungsrats bei drohender Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft bilden Gegenstand der Aktienrechtsrevision¹⁶. Art. 725 Abs. 1 revOR¹⁷ auferlegt dem Verwaltungsrat neu ausdrücklich die Pflicht, die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft zu überwachen. Damit nimmt diese Bestimmung einen Aspekt von Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR auf, gemäss dem die Finanzkontrolle und die Finanzplanung zu den unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des

¹³ Botschaft des Bundesrates vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2017, 399 ff., 573; BGE 111 II 206 E. 1 S. 206.

¹⁴ BBl 2017, 573 f.

¹⁵ Hohe Amortisationszahlungen im Rahmen eines Kreditvertrages etc.

¹⁶ Der revidierte Gesetzestext wurde bereits verabschiedet (BBl 2020, 5573 ff.). Mit dem Inkrafttreten wird derzeit erst im Jahr 2023 gerechnet.

¹⁷ BBl 2020, 5573 ff.

Verwaltungsrates gehören, was bereits die Verpflichtung zur Überwachung der Liquidität beinhaltet¹⁸. Art. 725 Abs. 1 revOR betont und konkretisiert die Verantwortung des Verwaltungsrates in diesem Bereich¹⁹.

Im Rahmen von Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR und Art. 725 Abs. 1 revOR muss der Verwaltungsrat sicherstellen, dass die Liquidität der Gesellschaft laufend überwacht und eine Liquiditätsplanung erstellt wird, die der Geschäftstätigkeit und Komplexität der Gesellschaft angepasst wird²⁰. In der Krisensituation akzentuiert sich diese Pflicht, weil Liquiditätsprobleme in Krisensituationen die Existenz des Unternehmens bedrohen. Wenn ein Unternehmen mangels genügender Liquidität nicht mehr in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, so kann es gezwungen sein, Konkurs anzumelden oder Nachlassstundung zu beantragen. Es kann in eine Überschuldungssituation geraten, da es mangels ausreichender Finanzierung der Geschäftstätigkeit nicht mehr zu Fortführungswerten bilanziert werden kann, sondern im Sinne von Art. 958a Abs. 2 OR zu Veräusserungswerten übergehen muss, was bei den meisten Unternehmen direkt zur Überschuldung führt.

cc) Massnahmen bei drohender Zahlungsunfähigkeit

Stellt der Verwaltungsrat fest, dass die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft der Gesellschaft besteht, so muss er die in Art. 725 Abs. 2 revOR vorgesehenen Massnahmen zur Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit treffen. Als Massnahme sieht Art. 725 Abs. 2 revOR die Nachlassstundung im Sinne von Art. 293 ff. des Schuldbetreibungs- und Konkursgesetzes (SchKG) vor. Da dies allein aber nicht ausreicht, um die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens sicherzustellen,²¹ muss der Verwaltungsrat weitere Massnahmen zur Sanierung der Gesellschaft anordnen bzw. der Generalversammlung entsprechende Anträge stellen.

Die Pflicht des Verwaltungsrates, bei drohender Zahlungsunfähigkeit Massnahmen einzuleiten, ist, genau wie die weiter unten dargestellten Pflichten bei Kapitalverlust und Überschuldung, eine unübertragbare und unentziehbare Pflicht des Verwaltungsrates gemäss Art. 716a Abs. 1 OR²². Daran ändert auch ein Organisationsreglement nichts, welches ausdrücklich vorsieht, dass die

¹⁸ Von der Crone, Rz. 1992; Milani/Schürch, 523.

¹⁹ BBl 2017, 572; Milani/Schürch, 520 f.

²⁰ ZK OR-Handschin, Art. 725, N 28.

²¹ Die Nachlassstundung für sich allein ist noch keine Sanierungsmassnahme, sondern gibt dem Schuldner vor allem Zeit, um die zweckmässigen Sanierungsmassnahmen vorzubereiten und zu realisieren.

²² S.a. Art. 716a Abs. 1 Ziff. 7 revOR.

Geschäftsleitung für die Sicherstellung genügender Liquidität verantwortlich ist. Der Verwaltungsrat muss bei Zahlungsunfähigkeit in jedem Fall selbst tätig werden²³. Er kann zwar die Ausführung der von ihm beschlossenen Massnahmen, die der Herstellung der Liquidität dienen, der Geschäftsleitung übertragen, er muss aber die notwendigen Anordnungen selbst treffen. Die Revision des Aktienrechts hat damit die Pflichten des Verwaltungsrates in Krisensituationen noch einmal geschärft.

d) Pflichten des Verwaltungsrates bei Kapitalverlust

Art. 725a revOR definiert die Pflichten des Verwaltungsrates bei einem Kapitalverlust. Dabei handelt es sich um eine unentziehbare und unübertragbare Aufgabe des Verwaltungsrates. Der Verwaltungsrat muss, wenn die Voraussetzungen für die Anwendung dieser Bestimmung gegeben sind, selbst handeln. Wiederum genügt es also nicht in einem Organisationsreglement darauf hinzuweisen, dass der Verwaltungsrat der Geschäftsleitung die Aufgabe überträgt, die Bilanzverhältnisse zu überwachen.

aa) Der Begriff des Kapitalverlustes

Art. 725a Abs. 1 revOR definiert den Begriff des Kapitalverlustes neu sehr klar und beendet die Auseinandersetzung über die richtige Auslegung des aktuell noch geltenden Art. 725 Abs. 1 OR. Ein Kapitalverlust liegt nach dem Wortlaut dieser Bestimmung vor, wenn die Aktiven nach Abzug aller Verbindlichkeiten die Hälfte der Summe aus (i) Aktienkapital, (ii) nicht an die Aktionäre zurückzahlbaren gesetzlichen Kapitalreserven und (iii) der gesetzlichen Gewinnreserve nicht mehr decken. Da die Positionen (ii) und (iii) zusammen gemäss Art. 671 Abs. 2 revOR *e contrario* bzw. Art. 672 Abs. 2 revOR bis zur Höhe von 50% des Aktienkapitals nicht ausgeschüttet werden können, beläuft sich die massgebliche Grenze für den Kapitalverlust auf maximal 75% des Aktienkapitals. Diese Grenze liegt entsprechend tiefer, wenn die Gesellschaft weniger gesetzliche Reserven geschaffen hat oder diese bereits in früheren Jahren gemäss Art. 674 Abs. 1 Ziff. 3 bzw. Ziff. 4 revOR mit Verlusten verrechnet hat.

bb) Massnahmen bei Kapitalverlust

Das revidierte Aktienrecht stellt nun auch klar, dass die in Art. 725a revOR vorgesehenen Handlungspflichten des Verwaltungsrates bei Kapitalverlust nur ausgelöst werden, wenn die Jahresrechnung einen Kapitalverlust ausweist. Damit hat der Gesetzgeber die bisher in der Literatur umstrittene Frage be-

²³ Milani/Schürch, 524; von der Crone, Rz. 1991.

antwortet, ob auch bereits ein Kapitalverlust, der in einer Zwischenbilanz ausgewiesen wird, Handlungspflichten des Verwaltungsrates auslöst bzw. ob der Verwaltungsrat bei Verdacht auf einen Kapitalverlust eine Zwischenbilanz erstellen muss²⁴. Aufgrund des Wortlauts ist nach dem revidierten Aktienrecht klar, dass der Verwaltungsrat keine Pflicht zur Erstellung einer Zwischenbilanz hat und er nach Art. 725a revOR auch nicht reagieren muss, wenn ein Kapitalverlust in einer Zwischenbilanz ausgewiesen wird, wie beispielsweise im Halbjahresbericht, der bei kotierten Gesellschaften gemäss Art. 50 KR SIX obligatorisch zu erstellen ist. Diese Klarstellung befreit den Verwaltungsrat aber nicht von allen Pflichten, die ihn im Falle eines Kapitalverlustes treffen. Wie oben dargestellt, ist der Verwaltungsrat in derartigen Situationen schon aufgrund von Art. 717 Abs. 1 und Art. 716a Abs. 1 OR verpflichtet, alle notwendigen Anstrengungen zu unternehmen, um die Existenz des Unternehmens zu sichern und eine Sanierung herbeizuführen²⁵.

Bei Kapitalverlust hat der Verwaltungsrat gemäss Art. 725a revOR die Pflicht, Massnahmen zur Beseitigung des Kapitalverlustes zu ergreifen und auch weitere Massnahmen zur Sanierung der Gesellschaft einzuleiten bzw. die für diese Zwecke notwendigen Anträge an die Generalversammlung zu stellen. Die bisher in Art. 725 Abs. 2 OR vorgesehene Pflicht des Verwaltungsrates, bei einem Kapitalverlust unverzüglich eine ausserordentliche Generalversammlung einzuberufen, entfällt dagegen mit der Aktienrechtsrevision. Diese Pflicht hat in der Praxis auch kaum Bedeutung, da, nachdem der Verwaltungsrat im Jahresabschluss einen Kapitalverlust feststellen musste, ohnehin die ordentliche Generalversammlung gemäss Art. 699 OR bevorsteht, an der allfällige Sanierungsmassnahmen traktandiert werden können.

Da die Verpflichtung aus Art. 725a revOR eine unübertragbare Pflicht des Verwaltungsrates ist, muss er die notwendigen Massnahmen selbst entwickeln und auslösen. Er kann zwar Detailplanung und Ausführung delegieren, er kann sich aber nicht der Pflicht entziehen, bei einem Kapitalverlust die notwendigen Anordnungen selbst zu treffen und die Massnahmen mindestens in ihren Grundzügen selbst zu definieren.

e) *Handlungspflichten des Verwaltungsrates bei Überschuldung*

Die Handlungspflichten des Verwaltungsrates bei einer Überschuldung werden in Art. 725b revOR geregelt. Auch bei diesen Pflichten handelt es sich gemäss Art. 716a OR um unentziehbare und unübertragbare Aufgaben des Ver-

²⁴ Vgl. ZK OR-Handschin, Art. 725, N 68; Kunz, 179.

²⁵ Vgl. auch von der Crone, Rz. 1998.

waltungsrates. Eine Delegation dieser Pflichten ist nicht möglich. Der Verwaltungsrat kann sich seiner Pflichten nicht dadurch entziehen, dass er im Organisationsreglement die Überwachung der Eigenkapitalposition an die Geschäftsleitung delegiert. Der Verwaltungsrat muss bei möglichen Zeichen einer Überschuldung selbst nach Art. 725b revOR handeln und kann sich bei Passivität nicht darauf berufen, dass er von der Geschäftsleitung nicht auf die Probleme aufmerksam gemacht worden ist.

aa) Der Begriff der Überschuldung

Überschuldung liegt vor, wenn die Aktiven der Gesellschaft geringer sind als ihr Fremdkapital²⁶. Das Eigenkapital als Residualgrösse ist diesfalls negativ. Die Aktiven werden bei der Berechnung der Überschuldung zu Fortführungswerten im Sinne von Art. 958a OR bewertet. Soweit die Gesellschaft die Fortführung ihres Geschäftsbetriebes nicht finanzieren kann, muss sie ihre Aktiven aber zu Veräusserungswerten bewerten und zusätzlich auch die Passiven einbuchen, die bei einer Einstellung des Betriebes anfallen würden²⁷. Veräusserungswerte sind die Werte, welche die Gesellschaft erzielen kann, wenn sie ihre Aktiven oder, soweit möglich, einzelne Betriebe und Betriebsteile schnell veräussert. Diese Werte liegen meist erheblich unter den Fortführungswerten, weshalb die Bilanzierung zu Veräusserungswerten meist ein wesentlich schlechteres Bild ergibt als die Bilanzierung zu Fortführungswerten. Dies zeigt auch, weshalb eine Illiquidität schnell zu einer Überschuldung führen kann: Ist eine Gesellschaft zahlungsunfähig und kann sie ihren Geschäftsteil nicht weiterführen, so ist sie spätestens dann meist auch überschuldet, wenn konsequent nach Veräusserungswerten bilanziert wird.

bb) Pflichten des Verwaltungsrates bei Überschuldung

Besteht begründete Besorgnis, dass die Verbindlichkeiten der Gesellschaft nicht mehr durch ihre Aktiven gedeckt sind, also eine Überschuldung im oben definierten Sinne vorliegt, so muss der Verwaltungsrat gemäss Art. 725b revOR unverzüglich eine Zwischenbilanz zu Fortführungswerten, bzw., soweit die Fortführung nicht finanziert werden kann, zu Veräusserungswerten erstellen, um festzustellen, ob die Gesellschaft tatsächlich überschuldet ist. Ergibt die Zwischenbilanz zu Fortführungswerten eine Überschuldung, so muss der Ver-

²⁶ ZK OR-Handschin, Art. 725, N 70.

²⁷ Löhne während der Kündigungsfrist, Entschädigungszahlungen an Kunden und Lieferanten etc.

waltungsrat zusätzlich eine Zwischenbilanz zu Veräusserungswerten erstellen, um festzustellen, ob die Gesellschaft auch unter Berücksichtigung dieser Werte überschuldet ist²⁸.

Obwohl der Begriff der „begründeten Besorgnis“ einer Überschuldung für die Auslösung der Pflichten des Verwaltungsrates zentral ist, definiert Art. 725b Abs. 1 revOR nicht, wann eine derartige Besorgnis besteht. In Lehre und Gerichtspraxis hat sich eine gewisse Übereinstimmung bezüglich der „bösen Zeichen“ entwickelt, die auf eine Überschuldung hindeuten und so die Pflichten des Verwaltungsrates auslösen. So kann angenommen werden, dass hohe laufende Verluste, ein Cashdrain, ein starker Rückgang der Liquidität²⁹, ein Preis einbruch bei den Gütern, welche die Gesellschaft an Lager hat bzw. verkauft, oder auch die Zahlungsunfähigkeit grosser Kunden oder ein starker Einbruch der Verkäufe an Kunden Anzeichen für eine Überschuldung sind. Dabei muss der Verwaltungsrat natürlich auch die Ausgangslage der Gesellschaft beachten. Wenn die Gesellschaft zu Beginn des Geschäftsjahres bereits wenig Eigenkapital aufweist, so liegt der Gedanke an eine Überschuldung wesentlich näher als bei einer Gesellschaft, die zwar hohe Verluste macht, das Geschäftsjahr aber mit einer hohen Eigenkapitalposition begonnen hat³⁰.

cc) *Benachrichtigung des Gerichts und Aufschub aufgrund von Sanierungsaussichten*

Zeigt eine durch die Revisionsstelle geprüfte Zwischenbilanz, dass die Gesellschaft sowohl zu Fortführungs- als auch zu Veräusserungswerten überschuldet ist, so muss der Verwaltungsrat gemäss Art. 725b revOR das zuständige Gericht benachrichtigen. Das Gericht eröffnet den Konkurs. Es kann den Entscheid über den Konkurs aussetzen, wenn die Gesellschaft oder ein Gläubiger ein Gesuch um Nachlassstundung im Sinne von Art. 293 ff. SchKG stellen oder sonst Anhaltspunkte für das Zustandekommen eines Nachlassvertrages bestehen.

Der Verwaltungsrat kann die Benachrichtigung des Gerichts allerdings gemäss Art. 725b Abs. 4 Ziff. 2 revOR aufschieben, sofern und solange konkrete, erfolgsversprechende Aussichten auf eine Sanierung bestehen und eine (zusätzliche) Schädigung der Gläubiger während des Aufschubs vermieden werden kann. Dieser Benachrichtigungsaufschub ist allerdings auf eine Frist von

²⁸ Dies wird in der Regel jedoch der Fall sein (s. oben [Ziff. 1.e\)aa\)](#)).

²⁹ Mangelnde Liquidität ist letztlich die Konsequenz eines Cashdrains. Ein Cashdrain führt regelmässig zu mangelnder Liquidität. Mangelnde Liquidität kann aber auch andere Ursachen haben, wie die Kündigung einer bedeutenden Kreditlinie.

³⁰ Vgl. BSK OR II-Watter/Wüstiner, Art. 725, N 32 f.; ZK OR-Handschin, Art. 725, N 84 f.

90 Tagen beschränkt. Der Lauf dieser Frist beginnt in dem Zeitpunkt, indem die geprüfte Zwischenbilanz vorliegt, welche die Überschuldung ausweist. Diese Frist von 90 Tagen und die genaue Regelung der Voraussetzungen für den Aufschub sind in der Revision des Aktienrechts neu in das Gesetz aufgenommen worden, womit die bisher uneinheitliche Praxis der Gerichte zum Aufschub der Benachrichtigung vereinheitlicht wird.

Die Möglichkeit des Aufschubs ist gerade bei kotierten Gesellschaften zentral, da eine Sanierung einen Generalversammlungsbeschluss erforderlich macht. Die 90 Tage-Frist ermöglicht es, zunächst Verhandlung über die Refinanzierung einer überschuldeten Gesellschaft abzuschliessen und danach die Generalversammlung einzuberufen. Gelingt es in den 90 Tagen, die Bilanz der Gesellschaft zu sanieren, also wieder ein positives Eigenkapital herbeizuführen, so kann der Verwaltungsrat auf die Benachrichtigung des Richters verzichten. Andernfalls ist er zu diesem Schritt gezwungen.

2. Konkursrechtliche Rahmenbedingungen

Wenn sich ein Unternehmen in einer finanziellen Krise befindet, müssen sich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung für eine Sanierung des Unternehmens einsetzen und versuchen, die Krise abzuwenden. Die Organe müssen sich aber bewusst sein, dass ihre Handlungsfreiheit in der Krisensituation durch verschiedene gesetzliche Gläubigerschutzbestimmungen eingeschränkt wird. Wenn die geplante Sanierung nicht funktioniert und am Ende tatsächlich der Konkurs oder die Nachlassliquidation notwendig wird, können Handlungen, die Verwaltungsrat und Geschäftsleitung vor oder während dem Sanierungsversuch vorgenommen haben und die das Haftungssubstrat der Gläubiger verringern, zu rechtlichen Problemen führen. Diese Handlungen können anfechtbar sein und/oder zu zivilrechtlichen sowie – in Extremfällen – zur strafrechtlichen Verantwortung der handelnden Organe führen.

Im Konkursverfahren kann die Konkursverwaltung bzw. können einzelne Konkursgläubiger mittels Anfechtungsklage gemäss Art. 285 ff. SchKG der Konkursmasse Vermögenswerte zuführen, die dem Unternehmen vor der Eröffnung des Konkurses bzw. des Nachlassverfahrens entzogen worden sind.

In der Praxis steht dabei die Absichtsanfechtung im Sinne von Art. 288 SchKG im Vordergrund. Gemäss dieser Bestimmung sind sämtliche Rechtshandlungen anfechtbar, die Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung eines Unternehmens innerhalb der letzten fünf Jahre³¹ vor der Eröffnung des Konkursver-

³¹ Die Dauer einer vorausgegangenen Nachlassstundung wird für die Berechnung dieser fünfjährigen Verdachtsperiode nicht berücksichtigt (Art. 288a Ziff. 1 SchKG).

fahrens vorgenommen haben, sofern diese Handlungen in der Absicht vorgenommen wurden, die Gläubiger des Unternehmens zu benachteiligen oder einzelne Gläubiger zum Nachteil anderer zu begünstigen und diese Absicht für die betreffende Drittperson erkennbar war. Nach der Praxis des Bundesgerichtes ist die Schädigungsabsicht schon gegeben, wenn der Schuldner im Zeitpunkt der Handlung voraussah oder bei genügender Aufmerksamkeit hätte voraussehen können, dass die angefochtene Handlung Gläubiger benachteiligt oder einzelne Gläubiger gegenüber anderen bevorzugt. Es ist dabei nicht notwendig, dass der Schuldner die Benachteiligung bzw. Begünstigung einzelner Gläubiger als Handlungsziel verfolgt. Nach der Bundesgerichtspraxis genügt es vielmehr, wenn der Schuldner in Kauf nimmt, dass die Schädigung von Gläubigern Nebenwirkung seiner Handlung ist³². Daher werden auch alle Handlungen erfasst, welche Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in dem Glauben vornehmen, dass sie dem Unternehmen nützen, wie zum Beispiel die Rückzahlung an einen Finanzgläubiger, welcher der Gesellschaft mit einem Konkursbegehren droht und diesen auch aufgrund eines definitiven Titels³³ durchsetzen kann, wenn diese Rückzahlung zu einer Schädigung der übrigen Gläubiger führt, weil deren Forderungen als Folge dieser Rückzahlung nicht mehr oder bloss in geringerem Umfang bezahlt werden können. Die Schädigungs- bzw. Begünstigungsabsicht ist für den begünstigten Gläubiger erkennbar, wenn er bei der für einen normalen Dritten zumutbaren Aufmerksamkeit hätte erkennen können, dass die betreffende Handlung Dritte schädigt. Das Mass der Sorgfalt ist dabei umso höher, je näher sich Schuldner und Gläubiger stehen³⁴ und je grösser die wirtschaftliche Bedeutung der Transaktion für den Gläubiger ist³⁵. Daher ist die Anfechtungsgefahr immer dann am grössten, wenn hohe Beträge betroffen und Finanzgläubiger involviert sind, die aufgrund von vertraglichen Informationspflichten Einblicke in das Unternehmen und dessen finanzielle Situation haben. Das Gleiche gilt, wenn konzerninterne Schulden zurückbezahlt werden³⁶.

Die Absichtsanfechtung kommt letztlich also immer dann zur Anwendung, wenn einem Unternehmen durch eine Transaktion Aktiven entzogen oder Schulden aufgebürdet werden, die sich nicht durch die normale Geschäftstät-

³² BGE 134 III 452.

³³ Insbesondere vollstreckbare öffentliche Urkunden im Sinne von Art. 347 der Schweizerischen Zivilprozessordnung vom 19. Dezember 2008 (Zivilprozessordnung, ZPO, SR 272).

³⁴ Insbesondere bei Transaktionen zwischen Konzerngesellschaften oder mit grossen Aktionären (vgl. Art. 288 Abs. 2 SchKG).

³⁵ BGE 134 III 456.

³⁶ Für diesen Fall verteilt Art. 288 Abs. 2 SchKG die Beweislast bezüglich Benachteiligungsabsicht ausdrücklich vom Anfechtungskläger auf die beteiligte Konzerngesellschaft um.

tigkeit rechtfertigen lassen und die das Haftungssubstrat der übrigen Gläubiger vermindern. Nicht anfechtbar sind jedoch Handlungen die einen Austausch gleichwertiger Leistungen darstellen³⁷. Dazu gehören in der Regel Handlungen, die im Rahmen des normalen Geschäftsganges liegen, wie zum Beispiel der Verkauf von Produkten, die Erbringung von Dienstleistungen und – sofern ein Unternehmen davon ausgehen kann, dass grundsätzlich alle Gläubiger im Zeitpunkt der Fälligkeit ihrer Forderung befriedigt werden können – die Bezahlung fälliger Forderungen, selbst wenn dies aus der Optik des späteren Konkurses betrachtet die den Gläubigern zur Verfügung stehenden Aktiven verringert bzw. die Exekutionsrechte der Gläubiger beeinträchtigt. Anfechtbar sind dagegen Rechtsgeschäfte, die nicht mehr innerhalb des normalen Geschäftsganges liegen. Insbesondere werden folgende Transaktionen anfechtbar sein:

- Rückzahlung von Finanzschulden im Bewusstsein, dass nicht alle Finanzschulden im Zeitpunkt ihrer Fälligkeit zurückbezahlt werden können³⁸;
- Nachträgliche Besicherung von bestehenden Schulden;
- Veräußerung von Aktiven unter dem Verkehrswert;
- Tilgung von Schulden durch Übertragung von Aktiven (Debt-Asset-Swap);
- Sanierungsgeschäfte zugunsten nahestehender Personen ohne adäquate Gegenleistung.

Die Gefahr von Anfechtungsklagen schränkt die Handlungsfreiheit von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung bei Sanierungen erheblich ein. Sie sind insbesondere dazu verpflichtet, die Finanzschulden unabhängig von ihrer Fälligkeit gleich zu behandeln, wenn sie davon ausgehen müssen, dass es mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht möglich sein wird, alle Finanzschulden bei Fälligkeit zu bezahlen. Das Problem für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung besteht nicht allein darin, dass bei der erfolgreichen Anfechtung einer Handlung ein Gläubiger oder eine andere Drittpartei die von der Gesellschaft erhaltenen Zahlungen zurückerstatten muss oder zu günstig verkaufte Aktiven gegen Zahlung des Verkaufspreises zurückgeben muss. Nach der Bundesgerichtspraxis begründen nach Art. 285 ff. SchKG anfechtbare Handlungen auch immer eine Pflichtverletzung von Verwaltungsrat und Geschäftsführung im Sinne von

³⁷ BGE 130 III 235, 238 E. 2.1.2; BGE 134 III 456, 452 E. 3.1.

³⁸ BGE 134 III 452, 455 E. 3.2; Vogt, 166.

Art. 754 OR³⁹. Bei kotierten Gesellschaften, die Obligationen ausgegeben haben, hat dies in der Praxis zudem die Konsequenz, dass Obligationen und Kredite gleichbehandelt werden müssen, dass also Kredite nicht zurückbezahlt werden können, solange Obligationen nicht ebenfalls zurückbezahlt oder sichergestellt werden.

3. Haftung des Verwaltungsrates

Bei Klagen gemäss Art. 754 Abs. 1 OR haften die Mitglieder des Verwaltungsrates und alle mit der Geschäftsführung befassten Personen gegenüber der Gesellschaft, den einzelnen Aktionären sowie den Gläubigern für den Schaden, den sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung ihrer Pflichten verursacht haben. Während Klagen nach Art. 754 OR ausserhalb eines Konkurses noch sehr selten sind, werden sie nach einem Konkurs regelmässig erhoben oder mindestens angedroht. Gerade bei Publikumsgesellschaften, die für Medien und Politiker interessant sind, wird häufig auch in der Öffentlichkeit der Ruf nach der Haftung des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung laut.

Solche Klagen sind aber selten erfolgreich. Erfahrungsgemäss ist es kaum möglich, Verwaltungsrat und Geschäftsleitung für die geschäftlichen Entscheide zur Verantwortung zu ziehen, die zum Konkurs geführt haben. Unzureichende Finanzierung und einfache Fehler in der Umsetzung führen im Allgemeinen nicht zur Haftung, da Verwaltungsrat und Geschäftsleitung durch die Business Judgment Rule geschützt sind. Diese Regel schützt Geschäftsentscheide, die sich zwar im Nachhinein als falsch erweisen, die jedoch ohne Interessenkonflikte und nach Analyse der damals verfügbaren Informationen in einem ordnungsgemässen Entscheidungsprozess gefasst wurden und aus damaliger Sicht nicht völlig unvertretbar waren, d.h. nicht ausserhalb des Ermessensspielraums vernünftiger Unternehmensführung lagen. Entscheide, die durch die Business Judgment Rule geschützt werden, führen nicht zur Haftung⁴⁰.

Zu einer Haftung des Verwaltungsrates kann es aber vor allem bei einer Verletzung der Benachrichtigungspflicht gemäss Art. 725b revOR bzw. einer Verschleppung der Benachrichtigung des Gerichts kommen. Ein Haftungsgrund

³⁹ Urteil des Bundesgerichts 5C.29/2000 vom 19. September 2000 E. 4b (aa) (sog. „Raichle-Entscheid“); von der Crone, Rz. 1858. Eine Pflichtverletzung bedeutet allerdings noch nicht, dass auch ein Schaden besteht, welchen die Konkurs- bzw. Nachlassmasse oder die Gläubiger geltend machen könnten (BGE 142 III 23; vgl. auch Urteil des Bundesgerichts 4A_623/2017 vom 24. August 2018).

⁴⁰ Vgl. BGE 139 III 24, 26 E. 3.2; Urteil des Bundesgerichts 4A_603/2014 vom 11. November 2015 E. 7.1.1.

entsteht dann, wenn der Verwaltungsrat trotz klar erkennbarer Anzeichen, die auf eine Überschuldung hindeuten, keine Zwischenbilanz erstellen lässt oder, wenn er nach Vorlage der geprüften Zwischenbilanz, die eine Überschuldung ausweist, keine Benachrichtigung des Richters vornimmt oder wenn er die 90-tägige Frist für Sanierungsbemühungen ausnützt, ohne dass Aussichten auf eine Sanierung bestehen. Im Bereich von Art. 725b revOR kommt die Business Judgment Rule nicht zur Anwendung. Pflichten wie die Pflicht zur Erstellung einer Zwischenbilanz bei entsprechenden Anzeichen einer Überschuldung sowie die Pflicht zur Benachrichtigung des Gerichts bei erstellter Überschuldung sind „harte“ aktienrechtliche Pflichten, die dem Verwaltungsrat nicht die Möglichkeit lassen, einen Geschäftsentscheid mit Ermessensspielraum⁴¹ zu fassen, weshalb eine Anwendung der Business Judgment Rule ausgeschlossen ist. Immerhin hat der Verwaltungsrat aber beim Konkursaufschub im Sinne von Art. 725b Abs. 4 Ziff. 2 revOR einen gewissen Ermessensspielraum bei der Frage, ob eine begründete Aussicht auf Sanierung besteht. Es ist daher anzunehmen, dass das Bundesgericht in diesem Bereich den Ermessensspielraum des Verwaltungsrates zur Beurteilung der Sanierungschancen schützen wird und dass wohl in der Regel innerhalb dieser 90-Tage Grenze keine Haftung für Konkursverschleppung entstehen wird.

Eine allfällige Haftung ist aber auch im Bereich der Anfechtungstatbestände zu beachten, zumal das Bundesgericht davon ausgeht, dass eine anfechtbare Handlung auch eine Pflichtverletzung des Verwaltungsrates darstellt⁴². In diesem Bereich kann sich der Verwaltungsrat nicht auf die Business Judgment Rule berufen, da er ausserhalb des geschäftlichen Ermessens handelt, wenn er Vorschriften über anfechtbare Handlungen verletzt. Gerade bei Publikums-gesellschaften muss der Verwaltungsrat die Regeln über die Haftung bei Konkursverschleppung bzw. Unterlassung der Benachrichtigung des Gerichts und das Gebot anfechtbarer Handlungen ernst nehmen, da, anders als bei privat gehaltenen Gesellschaften, viele Handlungen unter den Augen der Öffentlichkeit stattfinden, was zu einem entsprechenden Druck führt, Klagen einzureichen.

⁴¹ Dazu: Meier-Hayoz/Forstmoser/Sethe, §16 Rz. 816.

⁴² Vgl. oben.

II. Börsenrechtliche Rahmenbedingungen: Publizitätspflicht

1. Publizitätspflichten im Rahmen des Kotierungsreglements der SIX und FinfraG/FinfraV

Das Kotierungsreglement der SIX (KR SIX), inklusive der dazugehörigen Richtlinien, wie die Richtlinie betreffend Rechnungslegung (RLR SIX), und die Vorschriften von Finanzmarktinfrastukturgesetz (*FinfraG*) und Finanzmarktinfrastukturverordnung (*FinfraV*) zwingen die kotierten Gesellschaften zur Publizität: Es gibt nach diesen Vorschriften keine „finanzielle Geheimsphäre“. Erfolg, Misserfolg und Probleme kotierter Gesellschaften werden aufgrund der Publizitätsvorschriften öffentlich bekannt. Informationen, die im Rahmen der börsenrechtlichen Regelung veröffentlicht werden, werden auch von Kunden und Lieferanten wahrgenommen und beeinflussen deren Verhalten gegenüber der betroffenen Gesellschaft. Die Publizitätspflichten verschärfen so die Probleme einer Gesellschaft, die sich in einer finanziellen Krise befindet⁴³. Erfahrungsgemäss zeigt sich dies insbesondere nach der Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresberichten, aber auch nach der Publikation von ad-hoc Meldungen, in der hohe Verluste offengelegt werden. Veröffentlicht eine kotierte Gesellschaft sehr schlechte Zahlen, so kann dies dazu führen, dass Kreditversicherungen die Lieferanten der betreffenden Gesellschaft nicht mehr befriedigen, was die Konsequenz hat, dass diese Vorauszahlungen verlangen, während Kunden bei grossen Projekten die Auftragserteilung von der Vorlage von Leistungsgarantien („Performance Bonds“) abhängig machen. Durch dieses Verhalten der Kunden und Lieferanten wird die Liquiditätsslage der Gesellschaft noch stärker belastet. Insofern erschwert die aktienrechtliche Publizitätspflicht die Situation der Gesellschaft erheblich.

2. Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresabschlüssen

Gemäss Art. 49 KR SIX i.V.m. Art. 10 Abs. 1 RLR SIX muss der Jahresbericht innert vier Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres veröffentlicht werden. Gemäss Art. 50 KR SIX i.V.m. Art. 11 RLR SIX muss die Gesellschaft auch einen Halbjahresabschluss innert drei Monaten nach Abschluss der betreffenden Halbjahresperiode publizieren. Da diese nach IFRS, Swiss GAAP FER oder US GAAP erstellt werden müssen und dementsprechend einem „True and Fair“ Standard folgen, ist es praktisch nicht möglich, finanzielle Probleme zu verstecken. Vor allem kann eine Ertragsschwäche nicht durch die Auflösung von stillen Reserven gedeckt werden. Damit werden der Zustand einer Gesellschaft,

⁴³ Vgl. Rampini/Rohde, 47.

ihre Ertragskraft und ihre Probleme öffentlich bekannt, was sich anschliessend einerseits in tieferen Kursen der Aktien niederschlägt, andererseits aber auch, wie oben dargestellt, Auswirkungen auf die kommerziellen Beziehungen zu Kunden und Lieferanten hat. Selbst wenn Unternehmen versuchen, sich im Rahmen der anwendbaren Buchhaltungsstandards besser darzustellen, wird dies meistens durch Analysten aufgedeckt, welche die Jahresrechnungen der Unternehmen kritisch begutachten. In den Berichten, welche Analysten veröffentlichen, wird immer wieder aufgezeigt, wenn ein Unternehmen versucht, die Ermessensspielräume und Wahlmöglichkeiten der Buchhaltungsstandards für eine „optimierte“ Darstellung auszunutzen.

Art. 52 KR SIX verpflichtet Unternehmen, im Rahmen ihres Unternehmenskalenders im Voraus öffentlich mitzuteilen, wann der Jahresbericht veröffentlicht wird und wann die ersten Zahlen im Rahmen einer Medienkonferenz vorgelegt werden. Unternehmen, die Probleme haben und deshalb in Diskussionen mit den Revisoren über die Aufrechterhaltung von Fortführungswerten, die Höhe von Rückstellungen oder Impairment-Abschreibungen verwickelt sind, stehen dadurch unter erheblichem zeitlichem Druck. Wenn sie wegen dieser Diskussionen die selbstgesetzten Termine nicht einhalten und die Veröffentlichung von Zahlen auf ein späteres Datum verschieben, ist jedem Marktteilnehmer bereits dann klar, dass das Unternehmen grössere Probleme hat.

Die Erfahrung zeigt, dass es für Unternehmen mit grossen finanziellen Problemen meist besser ist, den Jahresbericht zeitgerecht zu veröffentlichen und damit die Probleme zu zeigen, um so das Vertrauen der Anleger nicht zu verspielen und Gerüchte zu vermeiden, die womöglich noch schlimmer sind als die effektiven Tatsachen. Allerdings sollte die Gesellschaft für eine positive Kommunikation gleichzeitig auch schon die Massnahmen ankündigen, die es zu ergreifen gedenkt, um die finanziellen Probleme zu beseitigen. Ein positives Beispiel in diesem Sinne, war das Verhalten von Nuance Communications, Inc. im ersten Halbjahr 2020. Die Gesellschaft war in einer schwierigen finanziellen Situation, da der Umsatz und Ertrag massiv zurückgegangen waren. Nuance Communications, Inc. machte diese Probleme bekannt, kündigte aber gleichzeitig unternehmerische Partnerschaften und eine Kapitalerhöhung an, die sicherstellten, dass Nuance Communications, Inc. die COVID-Zeit überleben würde. Dies zeigt, dass es bei kotierten Gesellschaften wichtig ist, dass der Verwaltungsrat auf Probleme, die sich im Geschäft abzeichnen, schnell reagiert, sodass die Gesellschaft keine negativen Nachrichten oder zu tiefe Finanzdaten kommunizieren muss, ohne gleichzeitig auch Massnahmen bekanntgeben zu können, welche diese Probleme beheben sollen. Deshalb ist es für den Verwaltungsrat wichtig, dass er nicht erst reagiert, wenn die Ge-

sellschaft in eine Überschuldung im Sinne von Art. 725b revOR gerät, sondern schon vorher seine Verpflichtungen aus Art. 717 OR ernst nimmt und auf Probleme des Unternehmens entsprechend frühzeitig reagiert.

3. Ad hoc-Publizität

a) *Pflicht zur Bekanntgabe kursrelevanter Tatsachen*

Art. 53 KR SIX verpflichtet kotierte Gesellschaften, den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und nicht öffentlich bekannt sind, zu informieren. Als kursrelevant gelten dabei alle Tatsachen, die geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen⁴⁴. Bei Gesellschaften, die finanzielle Probleme haben, können Ad hoc-Publizitätspflichten in verschiedenen Bereichen entstehen:

– **Die Schwelle zur Publizitätspflicht überschreitende schädigende Ereignisse**

Gerät ein Unternehmen in eine finanzielle Krise, so ist dies meist auf eine Kumulation von Ereignissen zurückzuführen, die den Geschäftsgang negativ beeinflussen. Bereits einzelne Ereignisse können die Schwelle zur Publizitätspflicht überschreiten, wenn sie allein schon kursrelevant sind, d.h. alleine schon einen Kursrückgang bei den betreffenden Aktien auslösen können. Beispiele derartiger kursrelevanter Ereignisse sind der Rückruf eines wesentlichen Produktes, die Aufhebung bedeutender Verträge⁴⁵, der Abbau einer grossen Anzahl von Arbeitsplätzen, die Einführung von Kurzarbeit in grossem Umfang, Klagen Dritter über hohe Summen oder negative behördliche Verfügungen bzw. Urteile, welche starke Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit haben⁴⁶. Wo die Grenze für die Bekanntgabe negativer Ereignisse liegt, hängt vom einzelnen Unternehmen ab. Entscheidend ist, ob die betreffende Nachricht beim durchschnittlichen Investor zu einem Verkaufsentscheid führen kann (Art. 3 RLAhP) und damit eine Kursbewegung auslöst, die über die normalen Tagesschwankungen hinausgeht (vgl. Art. 4 RLAhP). Die Bekanntgabepflicht wird aber auch durch das Informationsverhalten des Unternehmens selbst beeinflusst. Würden posi-

⁴⁴ Ryser/Weber, 87.

⁴⁵ Insbesondere wenn der Abschluss des Vertrages zu einem früheren Zeitpunkt als positive Meldung verbreitet worden ist.

⁴⁶ Vgl. Kommentar von SIX Exchange Regulation vom 29. Oktober 2008 zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie (Kommentar zur RLAhP), Art. 3, N 59 ff.

tive Nachrichten, insbesondere Vertragsabschlüsse mit Dritten, in einer Ad hoc-Mitteilung publiziert, müssen die Unternehmen auch die Auflösung derartiger Verträge melden.

– **Gewinnwarnung/Gewinnzusammenbruch**

Hat ein Unternehmen im Markt selbst Erwartungen auf einen Gewinn in bestimmter Höhe geweckt, weil seine Organe Gewinnschätzungen abgegeben haben oder dem Analysten hinsichtlich des Ergebnisses oder der Marge eine bestimmte Guidance gegeben haben, so muss das Unternehmen eine Ad hoc-Mitteilung machen, wenn es erkennt, dass es den angekündigten Gewinn nicht erreichen wird⁴⁷. Eine derartige Gewinnwarnung muss erfolgen, sobald der Geschäftsleitung oder dem Verwaltungsrat klar wird, dass die betreffenden Voraussagen nicht erreicht werden. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn Monats- oder Quartalsergebnisse starke Abweichungen von den erstellten Budgets aufweisen, welche den publizierten Voraussagen zugrunde lagen. Die Gesellschaft darf dabei mit der Publikation der Gewinnwarnung nicht zuwarten, bis sie die genauen Zahlen kennt. Sie muss bereits dann eine Ad hoc-Mitteilung veröffentlichen, wenn ihren Organen die ungefähre Abweichung zwischen den Vorhersagen und den tatsächlichen Zahlen bekannt ist⁴⁸. Nicht jede Abweichung von einer Vorhersage muss allerdings zu einer Gewinnwarnung führen. Da Voraussagen nie exakt sein können, muss eine Abweichung nennenswert sein. Die Grenze zwischen nicht-nennenswerter und nennenswerter Abweichung wird natürlich auch durch das Informationsverhalten des Unternehmens selbst beeinflusst. Je genauer die Voraussage war, desto kleiner ist der Spielraum. Wurde ein konkreter Betrag mitgeteilt („mindestens CHF 10 Gewinn pro Aktie“ oder „ein Gewinn mindestens in der Höhe des Vorjahres“), führt auch eine relativ kleine Abweichung, beispielsweise um 5%, zur Ad hoc-Mitteilungspflicht. Wurde dagegen eine unbestimmte Guidance abgegeben („eine EBITDA-Marge von 5-8%“ oder „ein Gewinn in Höhe von CHF 8-12 pro Aktie“), so führt nur eine grössere Abweichung zur Pflicht, eine Ad hoc-Mitteilung zu publizieren. Soweit Ranges angegeben werden („ein EBIT zwischen CHF 28 und 36 Mio.“), ist die Höhe der Abweichung vom höheren Betrag entscheidend. Hat ein Unternehmen selbst keine Prognose abgegeben, so ist es auch dann nicht zu einer Gewinnwarnung verpflichtet, wenn seine Organe erkennen, dass der tatsächliche Gewinn von den Voraussagen abweichen wird, die Analysten und Medien publiziert ha-

⁴⁷ Vgl. Kommentar SIX zur RLAP, Art. 3, N 76.

⁴⁸ Vgl. Kommentar SIX zur RLAP, Art. 3, N 78.

ben⁴⁹. Eine Ad hoc-Mitteilung ist nur notwendig, wenn der tatsächlich zu erwartende Gewinn nennenswert von den Finanzzahlen des Vorjahrs abweicht⁵⁰. Die Abweichung muss dementsprechend über die oben erwähnten 5% hinausgehen. Bei 20 bis 30% dürfte ein nennenswerter Rückgang vorliegen. Dies gilt natürlich nur, wenn das Unternehmen nicht bereits selbst auf den möglichen Gewinnrückgang hingewiesen hat und so die Vorjahreszahlen als Vergleichsbasis relativiert hat. Teilt ein Unternehmen beispielsweise Anfang des Jahres aufgrund seiner Budgetierung mit, dass es den Vorjahresgewinn nicht erreichen wird oder dass für das laufende Jahr ein Verlust droht, so ist keine Ad hoc-Mitteilung notwendig, wenn es dann tatsächlich zu einer derartigen Abweichung kommt. Genau wie bei der Gewinnwarnung muss auch bei einem Gewinneinbruch die Meldung bereits dann erfolgen, wenn den Organen der Gesellschaft klar ist, dass es zu dieser negativen Abweichung kommen wird. Die genauen Zahlen müssen nicht feststehen.

– **Illiquidität, Kapitalverlust und Überschuldung**

Illiquidität, Überschuldungs- und Sanierungsbedürftigkeit der Gesellschaft bzw. wesentlicher Tochtergesellschaften sind immer kursrelevante Tatsachen⁵¹.

b) *Aufschub der Bekanntgabe*

Art. 54 KR SIX erlaubt den Aufschub einer Ad hoc-Mitteilung, wenn die betreffende Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten basiert und die Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen der Gesellschaft zu beeinträchtigen⁵². Ein derartiger Aufschub ist allerdings nur möglich, wenn das Unternehmen die umfassende Geheimhaltung der betreffenden Information gewährleisten kann⁵³. Sobald die Information selbst oder einigermaßen präzise Gerüchte im Markt oder bei einzelnen Marktteilnehmern bekannt werden, muss die betreffende Tatsache vom Unternehmen bekannt gegeben werden.

Der Aufschub ist nicht zulässig, wenn ein Ereignis seinen Ursprung nicht in einem eigenen Plan oder Entschluss des Unternehmens hat, sondern entgegen den Plänen des Unternehmens eintritt. Die SIX hält in ihrem Kommentar

⁴⁹ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 3, N 80.

⁵⁰ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 3, N 81 f.

⁵¹ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 3, N 62 und 200.

⁵² Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 16 Abs. 2, N 180 ff.

⁵³ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 16 Abs. 2, N 193.

zur Ad hoc-Richtlinie ausdrücklich fest, dass die Mitteilung „planwidriger“ Ereignisse auch dann geschehen muss, „wenn die Bekanntgabe der Tatsache berechnete Interessen des Emittenten beeinträchtigen könnte“⁵⁴. Das bedeutet, dass insbesondere die oben dargestellten Ereignisse, die im Zusammenhang mit einer finanziellen Krise eines Unternehmens stehen, nicht einfach deshalb nicht mitgeteilt werden können, weil ihre Bekanntgabe das Unternehmen schädigen könnte, indem sie zum Beispiel dazu führen kann, dass Lieferanten ihre Geschäftsbeziehungen auflösen.

Die SIX weicht aber von der oben dargestellten harten Praxis bei sanierungsbedürftigen Unternehmen, d.h. Gesellschaften, die sich in einer existenzbedrohenden finanziellen Krise befinden, ab. Die SIX anerkennt, dass sich diese Unternehmen in einer Ausnahmesituation befinden und sich die Bekanntgabe drohender Illiquidität, einer Überschuldung oder eines Kapitalverlustes zusätzlich negativ auf die Chancen einer Sanierung auswirken kann⁵⁵. Die SIX lässt es in derartigen Situationen zu, dass ein Unternehmen, das sich in einer finanziellen Krise befindet und einen Sanierungsplan ausarbeitet, sowohl die Bekanntgabe des Sanierungsplanes wie auch die Bekanntgabe der finanziellen Probleme selbst aufschiebt, bis sich der Plan soweit verfestigt hat, dass Problem und Lösung gemeinsam veröffentlicht werden können⁵⁶. Diese Ausnahme ist sinnvoll, da die Erfahrung zeigt, dass die gleichzeitige Präsentation von finanzieller Notlage und überzeugendem Plan die Chancen des Unternehmens, die Krise zu überleben, wesentlich verbessern. Ein Unternehmen, das die Möglichkeit eines derartigen Bekanntgabeaufschubs in der Sanierungssituation nutzen will, sollte sich aber immer mit der SIX absprechen, um allfällige Überraschungen und Sanktionen zu vermeiden.

4. Prospektpflicht bei der Emission von Aktien

Die Sanierung einer Gesellschaft ist häufig nur durch Zuführung von neuem Eigenkapital möglich. Dazu muss eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, womit die entsprechende Emission von Aktien notwendig wird, die bei kotierten Gesellschaften im Normalfall ebenfalls kotiert werden⁵⁷.

⁵⁴ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 16 Abs. 2, N 185.

⁵⁵ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 16 Abs. 2, N 200.

⁵⁶ Vgl. Kommentar SIX zur RLAhP, Art. 16 Abs. 2, N 201 ff.

⁵⁷ Auf eine Kotierung wird nur verzichtet, wenn eine neue Kategorie von Aktien, zum Beispiel Vorzugsaktien, ausgegeben wird, die privatplatziert werden – eine Variante der Sanierung, die zwar in den USA in der Vergangenheit zur Anwendung gekommen ist, in der Schweiz in den letzten 30 Jahren aber nie verwendet wurde.

Gemäss Art. 35 FIDLEG muss ein Prospekt veröffentlicht werden, wenn Aktien öffentlich ausgegeben werden. Dementsprechend muss eine Gesellschaft, die in einer finanziellen Krise Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgibt, einen Prospekt erstellen. Der Prospekt muss den inhaltlichen Vorgaben von Anhang 1 zur FIDLEG entsprechen und muss vollständig, wahr und nicht irreführend sein. Er wird entsprechend von der Prüfstelle der SIX gemäss Art. 51 FIDLEG auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit geprüft.

Die inhaltlichen Vorgaben zum Prospekt (Art. 40 FIDLEG) führen dazu, dass ein Unternehmen, das in einer Krisensituation Aktien ausgibt, seine Situation vollumfänglich offenlegen muss. Es muss seine geschäftlichen oder betrieblichen Probleme detailliert offenlegen und auch die Sanierungsbedürftigkeit, d.h. das Fehlen von Eigenkapital und Liquidität darlegen. Es muss weiter die gesamten Sanierungsbemühungen im Prospekt darlegen, damit die Marktteilnehmer beurteilen können, ob die angestrebte Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit weiteren Massnahmen tatsächlich zu einer Behebung der Probleme führen kann. Es muss also beschrieben werden, welche Auswirkungen die Kapitalerhöhung und die weiteren Massnahmen auf das Eigenkapital und die Liquidität des Unternehmens haben werden. In diesem Sinne muss der Prospekt sowohl Ursache und Zustand des Unternehmens vor der Sanierung wie auch die Auswirkungen der Sanierung darstellen. Weiter muss auch auf die Risiken in der Geschäftsentwicklung hingewiesen werden, da, insbesondere bei betrieblichen Massnahmen, nicht klar ist, ob diese tatsächlich zum Erfolg führen und oft auch unsicher ist, ob sich das Umfeld noch negativ entwickelt⁵⁸. Risiken müssen aber nicht nur bei der Beschreibung des Geschäftes dargestellt werden, sondern auch in einer speziellen Risk Section. In diesem Teil des Prospektes muss einerseits auf die üblichen geschäftlichen Risiken hingewiesen werden. Im Zusammenhang mit einer Sanierung muss aber andererseits auch festgehalten werden, dass die Sanierung allenfalls misslingen wird und dies zum Konkurs der Gesellschaft und zum vollständigen Verlust für den Anleger führen kann. Dieses „Totalschadensrisiko“ muss in Sanierungssituationen klar dargestellt werden, damit die Investoren, welche Aktien zeichnen, wissen, dass sie ein hohes Risiko eingehen.

Kapitalerhöhungen sind im Rahmen der Sanierung nur möglich, wenn alle für die Bewertung des Unternehmens und die Bewertung von Risiken notwendigen Informationen vollständig offengelegt werden. Daher muss sich auch der Emissionspreis der Aktien an der tatsächlichen Situation des Unternehmens und den damit verbundenen Risiken orientieren. Dies führt dazu, dass die Aktien mit einem erheblichen Abschlag emittiert werden.

⁵⁸ Sinkende Preise bei Produkten etc.

5. Auswirkungen der Transparenzvorschriften auf die Kursbildung im Rahmen einer Sanierung

Die Offenlegung der Probleme einer Gesellschaft führt im Allgemeinen zu einem scharfen Rückgang des Aktienkurses, da dieser den Zustand des Unternehmens und die Erwartungen der Aktionäre über die zukünftige Entwicklung darstellt. Besonders stark ist der Kursrückgang, wenn die Marktteilnehmer ernsthaft mit einem Konkurs rechnen müssen, da die Gesellschaft Probleme offenlegt, die existentielle Bedeutung haben, ohne gleichzeitig einen Plan offenzulegen, um diese Probleme zu beseitigen und das Unternehmen zu sanieren. In diesen Fällen bildet der Kurs das wahrscheinliche Risiko eines Konkurses ab.

Wird zur Sanierung des Unternehmens eine Kapitalerhöhung mit Publikumsmission geplant, so ist der Aktienkurs, der durch die Offenlegung der Probleme beeinflusst wurde, Ausgangslage für das Pricing der Neuemission, wobei diese gegenüber dem bereits tiefen Kurs noch einen hohen Discount aufweisen muss, um den Anlegern einen Anreiz zur Zeichnung neuer Aktien zu geben⁵⁹. Normalerweise führt die Ankündigung einer Kapitalerhöhung, die einen erheblichen Discount aufweist, noch einmal zu einem Kursrückgang, da die Aktionäre, die nicht an der Kapitalerhöhung teilnehmen, mit einer Verwässerung rechnen müssen. Bei sanierungsbedürftigen Unternehmen hat die Bekanntgabe eines Sanierungsplans, in dem eine Kapitalerhöhung vorgesehen ist, allerdings häufig den gegenteiligen Effekt: Die Aussicht, dass das Unternehmen gerettet werden kann, führt auch bei relativ drastischen Massnahmen meistens zu einer Kurserholung. Wirtschaftlich lässt sich das dadurch erklären, dass der Abschlag für das Konkursrisiko, der im Kurs berücksichtigt wird, geringer wird.

Diese Erfahrungen und Überlegungen zur Kursbildung in Sanierungssituationen zeigen, dass die Informationen, die ein kotiertes Unternehmen im Rahmen einer Sanierungssituation abgibt bzw. aufgrund der oben dargestellten Publizitätsvorschriften abgeben muss, die Kursbildung sehr stark beeinflussen und damit auch einen grossen Einfluss auf die weitere Durchführung der Sanierung haben; die Veröffentlichung der Sanierungsbedürftigkeit wirkt gewissermassen auf die Sanierungsbedürftigkeit zurück. Die Auswirkungen beeinflussen nicht nur die Kurse von Aktien und Obligationen, sondern auch die Preise, die zwischen Banken und Investoren für den Verkauf der Kredite des Unter-

⁵⁹ Dazu [Ziff. III.2.b\)bb\)](#) unten.

nehmens bezahlt werden⁶⁰. Diese Preisverschiebungen haben ganz erhebliche Auswirkungen auf die Bereitschaft der betreffenden Aktionäre, Obligationäre und Kreditgeber, an einer Sanierung mitzuwirken und Leistungen zu erbringen⁶¹. Die Veröffentlichung solcher Informationen beeinflusst aber auch das Geschäft selbst und die Möglichkeiten, die ein Unternehmen zur betrieblichen Sanierung hat. Wie oben dargestellt, verändern die Lieferanten und Kunden ihr Verhalten gegenüber der Gesellschaft oft erheblich, wenn finanzielle Probleme sichtbar werden. Wenn Kunden- und Lieferantenbeziehungen während längerer Zeit durch das erhöhte Konkursrisiko beeinflusst werden, kann dies Umsätze und Erträge des Unternehmens erheblich schmälern und sowohl die betriebliche Sanierung wie auch die Wiederherstellung von Eigenkapital und Liquidität zusätzlich erschweren oder sogar verunmöglichen, weil die potenziellen Kapitalgeber nicht mehr an den Erfolg des Unternehmens nach einer Sanierung glauben können.

Für eine erfolgreiche Sanierung ist es am besten, wenn die bestehenden Probleme zwar lückenlos und richtig aufgezeigt werden, gleichzeitig oder nur mit kurzem Abstand aber auch ein überzeugendes Sanierungskonzept dargelegt wird, das nicht nur den Plan zur Beseitigung von Liquiditäts- und Eigenkapitalproblemen enthält, sondern vor allem auch die betrieblichen Probleme angeht, sodass Anleger, welche neues Eigenkapital aufbringen wollen, tatsächlich an die Sanierung und die damit verbundenen Gewinnmöglichkeiten glauben können.

III. Sanierungsmassnahmen bei Publikumsgesellschaften

Die Sanierung einer Gesellschaft, die sich in einer geschäftlichen und finanziellen Krise befindet, ist ein Projekt, das Anstrengungen auf unterschiedlichen Ebenen erfordert. Strategie und Organisation müssen der neuen Situation und den Zielen der Sanierung angepasst werden, Änderungen in der Führung müssen umgesetzt werden und es müssen vor allem auch betriebliche Massnahmen getroffen werden, um Kosten zu senken und Erträge zu erhöhen. Auf betrieblicher Ebene können häufig auch viele Massnahmen getroffen wer-

⁶⁰ Normalerweise entsteht bei notleidenden Unternehmen, die Konsortialkredite aufweisen, ein reger Markt für den Kauf und Verkauf von Kredittranchen, der zu Preisen führt, die oft ganz erheblich unter dem Nominalwert der Kredite liegen. Als Folge davon kann das Unternehmen plötzlich einer völlig anderen Art von Kreditgebern gegenüberstehen, als vor der Bekanntgabe der finanziellen Krise.

⁶¹ Letztlich gilt, dass nur Stakeholder an einer Sanierung mitwirken und Leistungen erbringen, die entweder an einem Konkurs viel verlieren oder an einer Sanierung viel gewinnen können.

den, um Bilanzsituation und die Liquidität des Unternehmens zu verbessern⁶². Diese Massnahmen, die der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Pflichten gemäss Art. 717, 725 sowie 725a revOR einleiten muss, genügen bei einer tiefen Krise des Unternehmens allerdings meistens nicht, um dieses wieder zum Erfolg zu bringen. Es muss gleichzeitig Liquidität zugeführt werden und das Eigenkapital erhöht werden – zum Teil muss auch das Fremdkapital reduziert werden, da das Unternehmen auch bei günstiger Entwicklung nicht genügend Verschuldungskapazität⁶³ hat, um das bestehende Eigenkapital zu tragen. Diese Massnahmen sind bei kotierten Gesellschaften oft komplexer als bei privat gehaltenen Unternehmen.

1. Deklaratorische Kapitalherabsetzung

Erster Schritt bei der Zuführung von neuem Eigenkapital ist meistens eine deklaratorische Kapitalherabsetzung, mit der das bisherige Kapital herabgesetzt wird. Eine derartige Kapitalherabsetzung, die gemäss Art. 653p revOR⁶⁴ durchgeführt wird, führt dazu, dass das Nominalkapital reduziert wird, ohne dass der Bestand der Aktiven der Gesellschaft verkleinert würde. Durch die Herabsetzung des Aktienkapitals fällt ein Passivum weg, was dazu führt, dass buchhaltungstechnisch ein „Gewinn“ entsteht. Dieser Herabsetzungsgewinn wird dann mit dem Verlustvortrag verrechnet⁶⁵. Ist der Verlustvortrag eine negative Position im Eigenkapital, ändert die Kapitalherabsetzung am Betrag des Eigenkapitals nichts. Dies führt letztlich dazu, dass der in der Bilanz ausgewiesene Betrag des Aktienkapitals den tatsächlich vorhandenen Eigenmitteln angepasst wird⁶⁶.

a) Gründe für die deklaratorische Kapitalherabsetzung

Eine deklaratorische Kapitalherabsetzung kann im Rahmen der Rekapitalisierung einer Gesellschaft aus folgenden Gründen notwendig sein:

– Aktienkurs unter dem Nominalwert

Gemäss Art. 624 Abs. 1 OR darf der Ausgabepreis von neuen Aktien in einer Kapitalerhöhung nicht unter dem Nominalwert liegen. Sinkt der Aktienkurs unter den Nominalwert, so kann eine Kapitalerhöhung daher nur durch-

⁶² Verkauf nicht-betriebsnotwendiger Aktiven, Devestition problematischer Bereiche etc.

⁶³ Normalerweise wird dies aufgrund eines EBITDA Multiples berechnet, der je nach Industrie nicht über 3–4 liegen sollte, wenn auf einen normalisierten EBITDA abgestellt wird.

⁶⁴ Bisher Art. 732 OR.

⁶⁵ Vgl. auch Sprecher/Sommer, 553.

⁶⁶ Vgl. Meier-Hayoz/Forstmoser/Sethe, §16 Rz. 950 ff.

geführt werden, wenn der Nominalwert der Aktien vorher durch Kapitalreduktion mindestens auf den beabsichtigten Ausgabepreis reduziert wird. Bei der Planung des neuen Nominalwertes ist nicht nur der Börsenkurs zu berücksichtigen, sondern auch der Umstand, dass die Emission, wie hinten in [Ziff. 2.b\)bb\)](#) beschrieben, zu einem Deep Discount erfolgen muss, was dazu führt, dass der Nominalwert im Allgemeinen ganz erheblich unter dem Börsenkurs liegen muss.

– **Beteiligungsverhältnis zwischen Altaktionären und Neuinvestoren**

Wenn während einer Sanierung eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, so stellt sich immer die Frage, wie hoch der Anteil der Aktionäre sein soll, die im Rahmen der Kapitalerhöhung neues Kapital einbringen. Eine vergleichsweise Erhöhung des Anteils der neuen Aktionäre kann in der Praxis meistens erreicht werden, wenn das bisherige Kapital vor der Kapitalerhöhung reduziert wird. Wenn eine Gesellschaft überschuldet ist, so ist die Position der Altaktionäre grundsätzlich wertlos, da die Gesellschaft ohne neue Mittel in Konkurs geht. Damit wäre es grundsätzlich gerechtfertigt, in derartigen Situationen das bisherige Aktienkapital auf null herabzusetzen, was dazu führt, dass der einzige Vermögenswert, der den Altaktionären verbleibt, das Bezugsrecht ist das sie in der Kapitalerhöhung erhalten. Bei einer Publikumsgesellschaft ist eine Herabsetzung auf null allerdings kaum realisierbar, da die Altaktionäre, welche ihre Bezugsrechte nicht ausüben wollen, keinerlei Anreiz haben, den Beschlüssen, die für die Sanierung notwendig sind, zuzustimmen. Daher empfiehlt es sich, auch in Situationen, in denen die Position der Altaktionäre wertlos ist, das Kapital nicht auf null herabzusetzen, sondern auf einen anderen geringen Betrag, sodass den Altaktionäre noch eine kleine Beteiligung bleibt und sie damit selbst dann an einem Erfolg der Sanierung partizipieren, wenn sie keine neuen Aktien zeichnen⁶⁷.

b) Durchführung der Kapitalherabsetzung

Weist eine Gesellschaft eine Unterbilanz auf, so kann sie gemäss Art. 653p revOR eine Kapitalherabsetzung unter erleichterten Bedingungen durchführen⁶⁸. Voraussetzung für die erleichterte Kapitalherabsetzung ist gemäss Art.

⁶⁷ Vgl. die Situation bei der Sanierung der von Roll im Jahr 2003; vor der Sanierung war die von Roll AG überschuldet, dennoch erhielten die Altaktionäre im Rahmen der Sanierung noch einen kleinen Anteil (unter 10%) des Kapitals. Dies sicherte die Unterstützung der Altaktionäre in der für die Sanierungsbeschlüsse entscheidenden Generalversammlung.

⁶⁸ Vgl. von der Crone, Rz. 686 f.

653p revOR, dass ein zugelassener Revisionsexperte bestätigt, dass einerseits eine Unterbilanz vorliegt, d.h. die Aktiven abzüglich der Verbindlichkeiten das Aktienkapital nicht mehr vollumfänglich decken, und dass andererseits der Betrag der beantragten Kapitalherabsetzung den Betrag dieser Unterbilanz nicht übersteigt⁶⁹. Sollte die Kapitalherabsetzung den Betrag der Unterbilanz überschreiten, so muss die Kapitalherabsetzung im ordentlichen Verfahren durchgeführt werden, d.h. gemäss Art. 653j ff. revOR, obwohl keine Ausschüttung an die Aktionäre erfolgt. In diesem Fall muss vor der Generalversammlung ein Schuldenruf durchgeführt werden und eine Prüfungsbestätigung eingeholt werden, in der ein zugelassener Revisionsexperte bestätigt, dass die Kapitalherabsetzung nicht zu einer Gefährdung der Gläubiger führt. Da dieses Verfahren den Gläubigern die Möglichkeit gibt, durch Verlangen nach Sicherstellung die Abwicklung der Sanierung zu verzögern, ist bei deklaratorischen Kapitalherabsetzungen dringend zu empfehlen, die Unterbilanz und den Herabsetzungsbetrag zur Übereinstimmung zu bringen – meist ist dies durch grössere Abschreibungen nach dem Vorsichtsprinzip im Sinne von Art. 958c Abs. 1 Ziff. 5 bzw. 960 Abs. 2 OR möglich. Wenn der Prüfungsbericht des Revisionsexperten bestätigt, dass eine Unterbilanz vorliegt und die beantragte Kapitalherabsetzung den Betrag der Unterbilanz nicht übersteigt, so kommen die gesetzlichen Bestimmungen über Schuldenruf und Sicherstellung von Forderungen nicht zur Anwendung⁷⁰.

2. Kapitalerhöhung

a) *Ziel und wirtschaftliche Grundlage der Kapitalerhöhung*

Bei einer Kapitalerhöhung werden einer Gesellschaft Eigenkapital und – zumindest im Falle einer Barliberierung – Liquidität zugeführt. Deshalb eignet sich die Kapitalerhöhung zur Sanierung von Gesellschaften, die eine Unterbilanz aufweisen oder die zwar ein positives Eigenkapital haben, bei denen dieses aber nicht genug hoch ist oder denen die zur Geschäftsführung notwendige Liquidität fehlt.

Weist eine Gesellschaft eine Überschuldung auf, kann diese durch eine Kapitalerhöhung zwar beseitigt werden, die Kapitalerhöhung ist aber für die Investoren, die der Gesellschaft Geld zur Verfügung stellen, aus wirtschaftlicher Sicht nicht interessant. Grund dafür ist, dass sie mit einem Teil ihres Geldes, d.h. dem Betrag, der dem Ausmass der Überschuldung entspricht, direkt die Ansprüche der Gläubiger decken, ohne dass die Investoren davon

⁶⁹ BBl 2017, 510.

⁷⁰ Art. 735 OR bzw. Art. 653k Abs. 3 revOR; BBl 2017, 511.

etwas hätten. Bis zu diesem Umfang würde ein direkter Vermögenstransfer von Investoren (also neuen Aktionären) an bisherige Gläubiger stattfinden. Bei überschuldeten Gesellschaften verlangen Investoren, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung neues Eigenkapital und Liquidität einbringen, deshalb, dass die Überschuldung von den Gläubigern selbst beseitigt wird, indem diese einen Teil ihrer Forderungen in Eigenkapital umwandeln⁷¹ oder auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten. Ein derartiger Teilverzicht der Gläubiger ist in der Praxis immer dann realistisch, wenn mit einem Teil der neu zugeführten Liquidität die auch nach einem Teilverzicht immer noch vorhandenen Schulden sofort zurückbezahlt werden oder wenn die Kapitalerhöhung mindestens dazu führt, dass die verbleibende Restschuld nicht mehr gefährdet ist.

Aus ökonomischer Sicht ist für die Investoren entscheidend, wie gross ihr Anteil am Kapital der Gesellschaft nach der Sanierung sein soll. Aus wirtschaftlichen Überlegungen wäre es richtig, dass die Beteiligung der Investoren dem Verhältnis zwischen dem Gesamtbetrag der eingebrachten Mittel und der Börsenkaptalisierung⁷² der Gesellschaft vor Sanierung entspricht. Da die Börsenkaptalisierung von Unternehmen, die sich in einer finanziellen Krise befinden und zur Weiterführung des Geschäftes auf den Zufluss neuer Mittel angewiesen sind, meist sehr tief ist und die Verhandlungsposition der bisherigen Aktionäre daher schlecht ist, erhalten die Investoren, welche neues Geld zuführen und damit zu neuen Aktionären werden, meistens einen sehr hohen Teil an der Gesellschaft nach der Sanierung. Damit die Kapitalerhöhung tatsächlich zum gewünschten Verhältnis der Beteiligungen führt, muss, wie oben in [Ziff. 1](#) dargestellt, vor der Kapitalerhöhung meist eine Kapitalherabsetzung durchgeführt werden. Wenn eine Gesellschaft überschuldet ist und eine Kapitalerhöhung im Rahmen eines Gesamtsanierungskonzeptes, bei dem auch vorgängig die Schulden reduziert werden, durchgeführt wird, so ist es gerechtfertigt, das bisherige Kapital vor der Kapitalerhöhung auf null herabzusetzen, da die bisherigen Aktionäre aufgrund der Überschuldung ihren gesamten Kapitaleinsatz bereits verloren haben.

Das oben erwähnte Beteiligungsverhältnis zwischen bisherigen und neuen Aktionären müsste eigentlich dazu führen, dass die Aktien in der Kapitalerhöhung zum Börsenkurs ausgegeben werden, da dieser den Wert des Unternehmens vor Sanierung reflektiert und damit die Zeichnung neuer Aktien zu diesem Preis automatisch zum oben dargestellten, theoretisch richtigen Beteiligungsverhältnis zwischen alten und neuen Aktionären führt. Eine Ausgabe von Aktien zum Börsenkurs ist in der Praxis aber unmöglich, da die Perso-

⁷¹ Dazu hinten [Ziff. 3](#).

⁷² Bzw. bei nichtkотиerten Gesellschaften dem Verkehrswert.

nen, die neue Aktien zeichnen, dann keinen finanziellen Anreiz zur Zeichnung der Aktien haben. Sie könnten die Aktien zu diesem Preis auch schlicht an der Börse kaufen. Um den Erfolg einer Kapitalerhöhung sicherzustellen, ist es daher wichtig, den Ausgabepreis der neuen Aktien unter dem Börsenkurs anzusetzen. Andernfalls würden keine oder mindestens nur sehr wenige Aktien in der Kapitalerhöhung gezeichnet. Da der Aktienkurs bei Aktien von unsicheren Gesellschaften eine hohe Volatilität aufweist, genügt ein kleiner Abschlag gegenüber dem Börsenkurs im Allgemeinen nicht, um den Erfolg der Transaktion sicherzustellen. Ein relativ kleiner Kurseinbruch würde dann schon dazu führen, dass die Zeichnung von Aktien völlig unattraktiv ist. Daher ist in diesen Situationen im Normalfall eine Deep Discount Emission notwendig, d.h. der Ausgabepreis muss erheblich unter dem bisherigen Börsenkurs liegen. Dadurch erhalten die Investoren, welche neue Aktien zeichnen, einen grösseren Teil am Unternehmen, als ihnen aufgrund der Wertverhältnisse tatsächlich zusteht. Ausgeglichen wird diese Differenz aber durch die Bezugsrechte, welche die bisherigen Aktionäre bei Deep Discount Emissionen zwingend haben⁷³. Der Marktpreis der Bezugsrechte muss grundsätzlich der Differenz zwischen dem Börsenkurs der Aktien nach Sanierung und dem Ausgabepreis der neuen Aktien entsprechen. In wirtschaftlicher Sicht führen die Bezugsrechte bzw. ihre Abgeltung dazu, dass Aktionäre, die nicht an der Kapitalerhöhung teilnehmen, entschädigt werden, wenn der Bezugspreis der neuen Aktien unter dem Börsenkurs der Aktien vor Sanierung liegt. Diese Abgeltung funktioniert in wirtschaftlicher Sicht allerdings nur, wenn ein liquider Handel für Bezugsrechte besteht, der das Verhältnis zwischen Börsenkurs und Ausgabepreis wieder spiegelt.

b) Voraussetzungen der Kapitalerhöhung

aa) Beschluss der Generalversammlung

Gemäss Art. 650 Abs. 1 OR muss die Kapitalerhöhung von der Generalversammlung beschlossen werden. Sofern die Gesellschaft allerdings über genehmigtes Kapital nach Art. 651 OR bzw. Art. 653s ff. revOR verfügt, kann der Verwaltungsrat auch selbst eine Kapitalerhöhung durchführen (Art. 651 Abs. 4 OR bzw. Art. 653u Abs. 2 und 3 revOR). Die Erfahrung zeigt allerdings, dass genehmigtes Kapital bei Sanierungen selten zum Tragen kommt, da das genehmigte Kapital meistens betragsmässig nicht ausreicht, um den hohen Kapitalerhöhungsbetrag zu schaffen, der bei Sanierungen notwendig ist⁷⁴. Es ist

⁷³ Siehe dazu [Ziff. 2.b\)bb\)](#) hinten.

⁷⁴ Häufig ist der Erhöhungsbetrag ja grösser als das bisherige Kapital.

folglich regelmässig die Generalversammlung, die den Betrag der Kapitalerhöhung festlegt, über das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre entscheidet und den Preis der neuen Aktien festlegt. Die Festlegung des Aktienpreises kann aber auch an den Verwaltungsrat delegiert werden (Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR), was sinnvoll sein kann, damit der Preis veränderten Marktbedingungen angepasst werden kann.

bb) Ausgabepreis

Wie oben dargestellt, ist es bei Sanierungen notwendig, dass der Ausgabepreis erheblich unter dem Börsenkurs der Aktien liegt, damit bisherige Aktionäre, aber vor allem auch neue Investoren, einen Anreiz haben, die Aktien zu erwerben. Die Erfahrung zeigt, dass Kapitalerhöhungen im Rahmen von Sanierungen deshalb immer mit Deep Discount durchgeführt werden⁷⁵. Das Bundesgericht hat in einem Entscheid⁷⁶ festgehalten, dass die Ausgabe von Aktien zu einem Preis, der stark unter dem Verkehrswert liegt, zu einer Benachteiligung von Minderheitsaktionären führt, da diese gezwungen sind, entweder bei der Kapitalerhöhung mitzuwirken und so der Gesellschaft bzw. indirekt dem Mehrheitsaktionär Geld zur Verfügung zu stellen oder aber eine starke Verwässerung in Kauf nehmen müssen. Das Ausnutzen dieser Zwangslage wird vom Bundesgericht als Verstoß gegen den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung betrachtet⁷⁷. Diese Praxis des Bundesgerichtes wird durch den in der Revision vorgesehenen Art. 652b Abs. 4 revOR aufgenommen, der eine Festsetzung des Ausgabepreises auf einen Preis, der einzelne Aktionäre benachteiligt bzw. bevorteilt, verbietet. Diese Überlegungen sind bei einer privat gehaltenen Gesellschaft, die sich nicht in einer finanziellen Krise befindet, u.E. absolut richtig. Bei einer kotierten Gesellschaft, die in einer Krisensituation eine Kapitalerhöhung macht, liegen die Verhältnisse aber anders:

- Bei kotierten Aktien kann sich ein liquider Bezugsrechtshandel entwickeln. Haben die Bezugsrechte der bisherigen Aktionäre einen Wert, weil die neuen Aktien tatsächlich zu einem Preis ausgegeben werden, der unter dem Börsenkurs der Aktien liegt, so können sie die entsprechende Differenz aus dem Verkauf von Bezugsrechten kompensieren. Aktionäre können die vermögensmässige Verwässerung, die durch den Discount des Ausga-

⁷⁵ Vgl. Kapitalerhöhung der Meyer Burger AG im Jahr 2020, bei welcher Aktien zum Preis von CHF 0.09 ausgegeben wurden, während der Börsenkurs der Aktien während der Bezugsfrist zwischen CHF 0.3 und CHF 0.2 schwankte.

⁷⁶ Urteil des Bundesgerichts 4A_531/2017 vom 20. Februar 2018.

⁷⁷ Urteil des Bundesgerichts 4A_532/2017 vom 20. Februar 2018, E. 3.2 und 3.3; vgl. auch Schaffner/Weibel, 308.

bepreises gegenüber dem Börsenkurs entsteht, nicht nur dann vermeiden, wenn sie die Bezugsrechte ausüben, sondern auch wenn sie diese Bezugsrechte verkaufen. Damit werden die bisherigen Aktionäre bei Deep Discount Kapitalerhöhungen nicht benachteiligt. Dagegen lag dem erwähnten Entscheid des Bundesgerichtes⁷⁸ der Fall einer Gesellschaft zugrunde, bei der ein Aktionär 60% hielt und der Andere 40%; einen Bezugsrechtshandel konnte es unter diesen Verhältnissen nicht geben.

- Eine Gesellschaft, die sich in einer finanziellen Krise befindet, hat ein sehr starkes Interesse an einer Refinanzierung mit neuem Eigenkapital. Da die Zuführung von neuem Eigenkapital nur möglich ist, wenn die Kapitalerhöhung zu einem Preis durchgeführt wird, der stark unter dem Börsenkurs liegt, ist diese Art der Preisgestaltung unvermeidlich und im Interesse der Gesellschaft geboten. Dieses Interesse der Gesellschaft überwiegt gegenüber dem Interesse des Aktionärs schon allein deshalb, weil der Aktionär ohne Durchführung einer Kapitalerhöhung ja seinen bisherigen Einsatz mit sehr grosser Wahrscheinlichkeit verliert, sofern die Existenz der Gesellschaft ohne Kapitalerhöhung gefährdet ist.

cc) *Das Bezugsrecht*

Den Aktionären steht gemäss Art. 652b OR bei einer Kapitalerhöhung ein Bezugsrecht zu. Dieses Bezugsrecht kann von der Generalversammlung aus wichtigen Gründen mit qualifizierter Mehrheit entzogen werden (Art. 652b Abs. 2 OR i.V.m. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 OR). Grundsätzlich können die Bezugsrechte auch in einem Sanierungsfall entzogen werden, was je nach Gestaltung der Sanierung auch notwendig ist⁷⁹. Bei Deep Discount Emissionen ist der Entzug des Bezugsrechtes aber kaum möglich. Wegen der starken Verwässerung, welche die bisherigen Aktionäre erleiden, hat das Bezugsrecht, das diese Verwässerung in wirtschaftlicher Sicht kompensiert, einen erheblichen Wert für den Aktionär und verhindert dessen Schädigung⁸⁰. Der Verlust muss in die Interessensabwägung einbezogen werden, die im Rahmen der Beurteilung des wichtigen Grundes im Sinne von Art. 652b Abs. 2 OR vorgenommen wird. Wenn es möglich ist, eine Kapitalerhöhung unter Gewährung des Bezugsrechtes durchzuführen, so ist es nicht zulässig, das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre auszuschliessen, da es der Gesellschaft in der Kapitalerhöhung nur

⁷⁸ Urteil des Bundesgerichts 4A.531/2017 vom 20. Februar 2018.

⁷⁹ Vgl. ZK OR AG-Cramer, Art. 652b, N 14 und 35; hinten sowie [Ziff. 3.b\)bb](#)) betr. Debt-/Equity-Swap.

⁸⁰ Dazu hinten [Ziff. 3.a\) ff.](#)

darum gehen darf, Eigenkapital und Liquidität zu beschaffen und sie keinen sachlichen Grund hat, die bisherigen Aktionäre von der Kapitalerhöhung auszuschließen, wenn diese bzw. Personen, die deren Bezugsrechte erwerben, Aktien zeichnen und dementsprechend der Gesellschaft neue Mittel zur Verfügung stellen. Ein Entzug des Bezugsrechtes kommt in derartigen Situationen nur in Frage, sofern dies für die Durchführung der Kapitalerhöhung absolut notwendig ist:

- Der Entzug des Bezugsrechtes kann notwendig sein, wenn die Sanierung ein Debt-Equity-Swap ist⁸¹, da den Gläubigern bzw. Obligationären, die ihre Forderungen in Aktien wandeln, Aktien nur zur Verfügung gestellt werden können, wenn das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre entzogen wird. Dementsprechend kann bei diesen Transaktionen das Bezugsrecht entzogen werden⁸². Allerdings wird das Problem der Verwässerung in der Praxis dadurch entschärft, dass Obligationären und Gläubigern, welche im Rahmen eines Debt-Equity-Swaps ihre Forderungen mit dem Liberierungsbeitrag verrechnen, den sie aufbringen müssen, kein Discount gewährt wird. Wie hinten dargestellt, ist für diese Gläubiger die Wandlung allein schon deshalb attraktiv, weil sie einerseits ohne Wandlung wohl gar nichts mehr erhalten, und andererseits, weil der Verkehrswert ihrer Forderungen unter deren Nominalwert liegt.
- Das Bezugsrecht kann aber auch entzogen werden, wenn gewisse neue Aktionäre der Gesellschaft neben der Zeichnung der neuen Aktien weitere geldwerte Vorteile bringen. Wenn Investoren im Rahmen eines Subunderwritings oder Backstops⁸³ Aktien übernehmen, die den Erfolg der Kapitalerhöhung absichern, so kann ihnen als Gegenleistung das Recht eingeräumt werden, eine bestimmte Anzahl von Aktien auch ohne Bezugsrecht zum Deep Discount Bezugspreis zu erwerben⁸⁴.

Wird das Kapital vor der Durchführung der Kapitalerhöhung auf null herabgesetzt, d.h. eine vollständige „Harmonika“ durchgeführt, so darf das Bezugsrecht in keinem Fall entzogen werden (Art. 732a Abs. 2 OR). In diesen Fällen ist das Bezugsrecht der einzige Wert, den der bisherige Aktionär im Rahmen der Transaktion noch erhält.

⁸¹ Dazu im Einzelnen [Ziff. 3.b\)bb\)](#) bzw. [3.c\)dd\)](#).

⁸² Rampini/Rohde, 57.

⁸³ Dazu [Ziff. 2.c\)](#) hinten.

⁸⁴ Vgl. die Situation bei der Kapitalerhöhung der Meyer Burger AG, die im Sommer 2020 durchgeführt wurde. Die Investoren, welche die Kapitalerhöhung durch ein Subunderwriting absicherten, erhielten eine bestimmte Anzahl an Aktien auch ohne Bezugsrechte zum Deep Discount Emissionspreis.

c) Durchführung der Kapitalerhöhung

Nach dem Beschluss der Generalversammlung muss der Verwaltungsrat die Kapitalerhöhung durchführen. Die Aktionäre erhalten mit dem Zeichnungsschein (Art. 652 OR) eine Offerte zur Aktienzeichnung⁸⁵. Bei einer Publikumsgesellschaft wird die Mitteilung an die Aktionäre nötig, dass sie während einer bestimmten Frist die Bezugsrechte ausüben können, wobei diese Bezugsrechte bis zum Ablauf dieser Frist an der Börse gehandelt werden können. Nach Ablauf der Frist müssen die Aktionäre den Zeichnungsbetrag einzahlen und erhalten daraufhin die Aktien, die sie im Rahmen der Kapitalerhöhung erworben haben⁸⁶.

Normalerweise werden Kapitalerhöhungen bei Publikumsgesellschaften mit einer Festübernahme durch eine Bank bzw. ein Bankenkonsortium durchgeführt. Die neu ausgegebenen Aktien werden von dieser Bank bzw. dem Bankenkonsortium gezeichnet und diese bzw. dieses zahlt den Nominalwert der Aktien ein. Die Bank bzw. das Bankenkonsortium gibt die betreffenden Aktien nach Ablauf der Zeichnungsfrist und Zahlung des Ausgabebetrages den die Bezugsrechte ausübenden Aktionären weiter und zahlt in diesem Zeitpunkt auch die Differenz zwischen dem Nominalwert und dem Ausgabebetrag an die Gesellschaft⁸⁷. Bei einer derartigen Festübernahme wird der Erfolg der Kapitalerhöhung von Anfang an gesichert. Die Banken, welche die Festübernahme machen, übernehmen dabei das Risiko der Platzierung an die Aktionäre. Befindet sich eine Gesellschaft in finanziellen Schwierigkeiten, so ist dieses Risiko allerdings wesentlich grösser als bei einer Gesellschaft ohne finanzielle Schwierigkeiten⁸⁸. Die meisten Banken sind daher nicht bereit, dieses Risiko zu übernehmen. Bei Gesellschaften mit finanziellen Schwierigkeiten machen sie eine Festübernahme nur, wenn das Risiko durch einen starken Discount gemindert wird und wenn es zu einem grossen Teil durch Drittinvestoren übernommen wird, die ein Subunderwriting machen. Dieses Subunderwriting⁸⁹ besteht darin, dass sich die betreffenden Investoren verpflichten, die Aktien zu übernehmen, wenn die Bezugsrechte nicht ausgeübt werden. Für die Übernahme dieses Risikos muss im Normalfall eine Prämie bezahlt werden. Es ist aber auch

⁸⁵ Vgl. ZK OR AG-Cramer, Art. 652, N 3 ff.

⁸⁶ Die Einlagen sind gemäss Art. 652c OR nach den Bestimmungen über die Gründung (Art. 633 ff. OR) zu leisten.

⁸⁷ Vgl. ZK OR AG-Cramer, Art. 6520, N 49 ff.

⁸⁸ Das Risiko, dass Banken, die bei einer Kapitalerhöhung eine Festübernahme machen, auf den Aktien sitzen bleiben, existiert aber auch bei finanziell gesunden Gesellschaften. So blieben die Banken bei der Festübernahme von Aktien im Wert von EUR 1,65 Mrd. des österreichischen Sensorspezialisten AMS auf rund einem Drittel der Aktien sitzen.

⁸⁹ Zum Teil auch als Backstopp bezeichnet.

möglich, dass den betreffenden Investoren zur Kompensation die Möglichkeit eingeräumt wird, eine gewisse Zahl von Aktien ohne Bezugsrecht zum Emissionspreis zu kaufen, sodass sie in jedem Fall vom Deep Discount profitieren. Soweit die Einräumung eines derartigen Rechts notwendig ist, um den Erfolg der Emission zu sichern, ist, wie oben dargestellt, der Entzug der Bezugsrechte möglich. Der wichtige Grund liegt vor, da nur auf diese Weise die im Interesse der Gesellschaft liegende Kapitalerhöhung gesichert werden kann.

3. Debt-Equity-Swap mit Finanzgläubigern

a) *Wirtschaftliche Grundlagen des Debt-Equity-Swaps*

Unternehmen in einer finanziellen Krise weisen oft Finanzschulden auf, welche die Verschuldungskapazität des Unternehmens übersteigen. Im Allgemeinen geht man davon aus, dass die Finanzschulden eines Unternehmens die Nettofinanzschulden⁹⁰ und 350% des durchschnittlich nachhaltig erzielbaren EBITDA nicht übersteigen sollten, wobei diese Grenzzahl natürlich von der Tätigkeit des Unternehmens und der Zyklizität seiner Branche abhängig ist. Übersteigen die Finanzschulden eines Unternehmens diesen Betrag deutlich, d.h. liegen sie bei 500% oder mehr, so kann das Unternehmen ohne Reduktion der Schulden nicht weiterexistieren. Das Gleiche gilt auch, wenn die Finanzschulden so hoch sind, dass das Unternehmen überschuldet ist. Diese exzessive Überschuldung kann durch eine Kapitalerhöhung beseitigt werden, wenn die neu zugeführten Mittel zur Rückzahlung des Fremdkapitals verwendet werden. Auch ein teilweiser Verzicht der Gläubiger kann die Überschuldung auf ein normales Mass zurückführen. Wie oben dargestellt, ist ein derartiger Teilverzicht durch die Gläubiger in der Regel aber nur zu erreichen, wenn der nach dem Teilverzicht verbleibende Restbetrag der Schulden zurückbezahlt wird oder nicht mehr gefährdet ist.

Eine andere Möglichkeit zur Verbesserung des Bilanzbildes ist ein Debt-Equity-Swap, bei dem die Gläubiger ihre Forderungen oder einen Teil dieser in Eigenkapital umwandeln. Mit einer derartigen Transaktion wird die Schuldenlast reduziert und gleichzeitig das Eigenkapital erhöht⁹¹. Durch den Debt-Equity-Swap ändern sich aber auch die Eigentumsverhältnisse am betroffenen Unternehmen. Die Gläubiger erhalten einen Anteil oder allenfalls auch die Mehrheit am Aktienkapital und übernehmen so möglicherweise die Kontrolle über das Unternehmen⁹². Letztlich ist der Debt-Equity-Swap nichts anderes

⁹⁰ Finanzschulden abzüglich Liquidität.

⁹¹ Maurer, 113.

⁹² Schenker, Sanierung, 77

als der rechtliche Nachvollzug der wirtschaftlichen Realität. Ein Unternehmen, dessen Enterprise Value⁹³ wegen ungenügender Erträge tief ist, das aber eine hohe Überschuldung aufweist, gehört seinen Gläubigern und nicht mehr seinen bisherigen Aktionären, die durch Verluste einen grossen Teil ihres Anteils verloren haben. Wenn der Unternehmenswert sinkt und der Eigenkapitalanteil immer kleiner wird, so steigt das Risiko, welches die Kreditgeber tragen, immer stärker und erreicht letztlich ein eigenkapitalähnliches Niveau. Auch aus dieser Sicht ist der Debt-Equity-Swap damit nur ein Nachvollzug einer in wirtschaftlicher Hinsicht bereits eingetretenen Risikoverschiebung vom Eigenhin zum Fremdkapital.

Aus Sicht der Kreditgeber ist ein Debt-Equity-Swap oft eine der letzten Möglichkeiten, um die eingesetzten Mittel zu retten. Wenn bestehende oder neue Aktionäre nicht bereit sind, dem Unternehmen neues Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, so können die Kreditgeber durch den Debt-Equity-Swap den Konkurs, der ihnen hohe Verluste einbringen würde, abwenden. Sie können den Verlust ihrer Forderungen später mit der Verwertung der erhaltenen Aktien abdecken. Problematisch ist, dass eine Bank als Gläubiger im Normalfall keine Beteiligungen übernehmen will und vor allem hohe Beteiligungen, die mit einer Kontrolle des betreffenden Unternehmens verbunden sind, vermeiden will, da die Bank sonst Unternehmensrisiken übernimmt, die sie nicht tragen will. Häufig versuchen daher Banken und andere Kreditgeber, die im Rahmen eines Debt-Equity-Swaps Aktien übernehmen, diese so schnell wie möglich weiter zu platzieren. Ein Debt-Equity-Swap kann auch Teil eines grösseren Massnahmenpakets sein. Dabei kann ein Debt-Equity-Swap mit einer Kapitalerhöhung verbunden werden, da es dank dem Debt-Equity-Swap einfacher werden kann, zusätzliches Kapital zu finden⁹⁴.

b) Rechtliche Grundlagen des Debt-Equity-Swaps

Beim Debt-Equity-Swap wird Fremd- in Eigenkapital umgewandelt. Basis bildet eine Kapitalerhöhung mit Verrechnungsliberierung sowie eine entsprechende Vereinbarung mit den betreffenden Gläubigern⁹⁵.

⁹³ Unternehmenswert vor Abzug der Nettofinanzschulden.

⁹⁴ Vgl. die Situation bei Swisslog im Jahr 2004; die Kreditbanken machten einen Debt-Equity-Swap. Gleichzeitig wurde aber auch noch eine Kapitalerhöhung durchgeführt, bei der die Aktien platziert werden konnten, weil die übermässige Verschuldung durch den Debt-Equity-Swap auf ein vernünftiges Niveau zurückgeführt worden war. Ähnlich wurde bei OC Oerlikon im Jahr 2010 vorgegangen, wo ebenfalls Kapitalerhöhung und Debt-Equity-Swap verbunden wurden.

⁹⁵ Vgl. Maurer, 113.

aa) *Vereinbarung mit den betroffenen Gläubigern*

Die Gläubiger können nicht zu einem Debt-Equity-Swap gezwungen werden. Ausser in einem Nachlassverfahren ist für die Durchführung einer derartigen Massnahme ein Mehrheitsentscheid der Gläubiger im Sinne von Art. 305 Abs. 1 SchKG notwendig. Ein Debt-Equity-Swap ist daher grundsätzlich nur möglich, wenn jeder einzelne der betroffenen Gläubiger der Transaktion zustimmt. Die einzelnen Gläubiger und die Gesellschaft schliessen in diesem Sinne einen Vertrag über die Tilgung der Schuld durch Verrechnungsliberierung ab. Normalerweise beharren Kreditgeber allerdings auf Gleichbehandlung, d.h. Kreditgeber, die einem Unternehmen entweder unabhängig voneinander Kredite eingeräumt haben oder gemeinsam im Rahmen eines Konsortialkreditvertrages einen Kredit gewährt haben, bei dem sie Tranchen halten, werden bei einem Debt-Equity-Swap nur mitmachen, wenn alle Kreditgeber in gleichem Masse an der Transaktion partizipieren oder aber ihre Forderung zum Veräusserungswert abgeben. Würden nicht alle Kreditgeber mitmachen, so hätten diejenigen, die den Debt-Equity-Swap verweigert haben, eine wesentlich bessere Position als die anderen Gläubiger, da sie dank dem Debt-Equity-Swap der anderen Gläubiger und der dementsprechenden Reduktion der Fremdkapitalbelastung des Unternehmens eine bessere Chance auf volle Rückzahlung ihrer Kredite haben. Die Verhandlungen über Debt-Equity-Swaps sind daher sehr schwierig, da immer wieder einzelne Kreditgeber versuchen, ihre Position auf Kosten der übrigen Kreditgeber zu verbessern oder sich aus grundsätzlichen Überlegungen gegen eine Beteiligung am Eigenkapital aussprechen. In der Praxis löst sich dieses Problem manchmal aber auch dadurch, dass die Gläubiger, die nicht an einem Debt-Equity-Swap interessiert sind, ihre Kredite bzw. Kredittranchen an Dritte verkaufen, die an einem Debt-Equity-Swap interessiert sind. Bei grösseren Gesellschaften entwickelt sich im Normalfall ein Handel, in dem Kreditbanken ihre Kredite zu Preisen, die deutlich unter dem Nominalwert liegen, verkaufen können. Im Fall OC Oerlikon wurde auf diese Weise ein sehr grosser Teil des Kreditvolumens von den ursprünglichen Kreditbanken an Hedgefonds verkauft, welche am Debt-Equity-Swap interessiert waren und später auch in erheblichem Masse finanziell davon profitieren konnten⁹⁶. Der natürliche Widerstand der Kreditgeber, ihre Position als Gläubiger aufzugeben und zu Aktionären zu werden, kann aber auch dadurch aufgefangen werden, dass der Verkauf der Aktien organisiert wird. Bei der Sanierung von Swisslog im Jahr 2004 wurden die

⁹⁶ Vgl. Schenker, OC Oerlikon, 544.

Aktien, welche die Kreditbanken nach dem Debt-Equity-Swap hielten, sofort auf dem Markt platziert. Aufgrund der Sanierung der Bilanz durch den Debt-Equity-Swap waren diese Aktien für Käufer attraktiv.

bb) Aktienrechtliche Umsetzung: Liberierung durch Verrechnung und Entzug des Bezugsrechtes

Wenn Forderungen in Aktien umgewandelt werden sollen, muss die Generalversammlung eine Kapitalerhöhung beschliessen, bei der das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre entzogen und die Liberierung durch Verrechnung vorgesehen wird⁹⁷. Sowohl der Beschluss, das Bezugsrecht zu entziehen, wie auch der Beschluss, die Liberierung durch Verrechnung zu erlauben, brauchen gemäss Art. 704 Abs. 1 OR eine qualifizierte Mehrheit von zwei Dritteln der an der betreffenden Generalversammlung vertretenen Stimmen und von mehr als 50% der vertretenen Aktiennennwerten. Bei diesen Beschlüssen können folgende Probleme auftreten:

– **Entzug des Bezugsrechts**

Die Kapitalerhöhung durch Verrechnung kann nur durchgeführt werden, wenn die Aktionäre auf ihr Bezugsrecht verzichten, da die neu geschaffenen Aktien den Gläubigern zukommen müssen. Übersteigen die Finanzschulden einer Gesellschaft deren Verschuldungskapazität oder ist sie sogar überschuldet, so liegt jedoch ein wichtiger Grund für den Entzug des Bezugsrechtes vor⁹⁸, sofern die Bilanz der Gesellschaft nicht auf andere Weise saniert werden kann, d.h., wenn es also nicht möglich ist, durch eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht wieder ein vernünftiges Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital herzustellen. Kann der Verwaltungsrat nachweisen, dass Anfragen bei Aktionären bzw. ein Sounding einer Investmentbank gezeigt haben, dass die Aktionäre nicht genügend Eigenkapital zur Verfügung stellen können oder wollen, so liegt ein wichtiger Grund im Sinne von Art. 652b Abs. 2 OR vor. Der Entscheid der Generalversammlung, das Bezugsrecht zu entziehen, kann in diesem Fall nicht erfolgreich angefochten werden.

– **Werthaltigkeit der zur Verrechnung gestellten Forderung**

In Anlehnung an die deutsche aktienrechtliche Praxis hat sich in der Schweiz die Meinung entwickelt, dass eine Verrechnungsliberierung nur gültig ist, wenn die zur Verrechnung gestellte Forderung einen Verkehrswert aufweist, der dem Nominalwert des damit liberierten Kapitals ent-

⁹⁷ Maurer, 113.

⁹⁸ Schenker, Möglichkeiten, 491.

spricht (Werthaltigkeitstheorie). Während in der Literatur die Meinungen aufeinanderprallen⁹⁹, hat das Bundesgericht nie einen direkten Entscheid zur Gültigkeit der Liberierung durch Verrechnung gefällt, sich im Urteil des Bundesgerichts 2A.169/2002 allerdings klar für die Werthaltigkeitstheorie ausgesprochen, was erstaunlicherweise in der Literatur kaum beachtet worden ist: „Bei einer Liberierung durch Verrechnung gilt eine Einlage nur dann als erbracht, wenn der Verkehrswert der Forderung gegen die Gesellschaft nicht tatsächlich unter deren Nennwert gefallen ist“¹⁰⁰. Damit geht ein Gläubiger, der bei einem Debt-Equity-Swap seine Forderungen zum Nominalwert mit der Liberierungsschuld verrechnet, ein erhebliches Risiko ein, wenn der Verkehrswert der Forderung unter dem Nominalwert liegt. Die Aktien gelten dann in dem Ausmass, in dem der Verkehrswert den Liberierungsbetrag unterschreitet, als nicht liberiert und die Gesellschaft hat einen Anspruch auf vollständige Liberierung gegen den Gläubiger, der insbesondere im Konkursfall geltend gemacht würde. Gerade wenn Kredittranchen im Handel unter Nominalwert gehandelt werden, ist das Risiko der Bank beim Debt-Equity-Swap sehr gross. Um dieses Risiko zu vermeiden, können aber folgende Vorkehrungen getroffen werden:

- Teilverzicht und tiefer Preis der Aktien: Ein Ausweg aus dem Dilemma der Werthaltigkeitstheorie ist, dass der Gläubiger im Rahmen der Transaktion zunächst auf einen grossen Teil seiner Forderung verzichtet und danach Aktien zu einem äusserst tiefen Preis, zum Beispiel zum Nominalwert, erhält, den er mit dem Restbetrag der Forderung verrechnet. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass der Restbestand der Forderung durch den Verzicht werthaltig wird, weil die Restforderung nach dem Verzicht gegen eine Gesellschaft gerichtet ist, deren Bilanz verbessert wurde. Überdies wird durch den tiefen Aktienpreis auch das Risiko, das mit einer Nachliberierung verbunden ist, auf einen wesentlich geringeren Betrag reduziert. Die Ausgabe zu einem tiefen Betrag kann gegenüber den Aktionären damit gerechtfertigt werden, dass der betreffende Gläubiger durch seinen Verzicht einen erheblichen Beitrag zur Sanierung der Gesellschaft leistet und deshalb der tiefe Preis das Gleichbehandlungsprinzip gemäss Art. 717 Abs. 2 OR nicht verletzt. Damit ein tiefer Ausgabepreis gewährt werden kann, ist allerdings häufig vorgängig eine Kapitalherabsetzung notwendig¹⁰¹.

⁹⁹ Gute Darstellung der Lehrmeinungen bei Glanzmann, 15.

¹⁰⁰ Urteil des Bundesgerichts 2A.169/2002 vom 11. Juli 2002 E. 6.

¹⁰¹ Dazu oben [Ziff. III.1](#).

- Verzicht und Option zum Kauf von Aktien: Der Debt-Equity-Swap kann auch dadurch bewerkstelligt werden, dass überhaupt keine direkte Verrechnungsliberierung vorgenommen wird, sondern die Gläubiger, als Gegenleistung für einen (Teil-)Verzicht Optionen erhalten, die es ihnen erlauben, Aktien zu einem äusserst tiefen Preis (zum Beispiel zum Nominalwert) zu erwerben¹⁰². Diesen Preis müssen sie dann in bar einzahlen. Damit wird das Problem der Werthaltigkeit vollständig vermieden, da der betreffende Gläubiger eine Zahlung macht und nicht eine Verrechnung vornimmt. Damit derartige Bedingungen verwirklicht werden können, ist es notwendig, das Kapital vorgängig herabzusetzen, damit sich ein tiefer Preis realisieren lässt. Die Einräumung von Optionen für den (Teil-)Verzicht von Gläubigern ist auch im Rahmen des Gleichbehandlungsgebotes gemäss Art. 717 Abs. 2 OR gerechtfertigt, da die Gewährung der Option eine Kompensation für den (Teil-)Verzicht darstellt, der dem Unternehmen direkte Vorteile bringt bzw. die Sanierung ermöglicht.

Wird dieser Weg gewählt, so muss die Generalversammlung das notwendige bedingte Kapital im Sinne von Art. 653 OR schaffen, wozu gemäss Art. 704 OR ein Generalversammlungsbeschluss mit qualifizierter Mehrheit notwendig ist.

Die Probleme bei Debt-Equity-Swaps werden durch die Revision des Aktienrechts beseitigt: in Art. 634a Abs. 2 revOR wird festgehalten, dass die Liberierung des neuen Kapitals auch dann möglich ist, wenn die betreffende Forderung nicht werthaltig ist. Damit wird die oben dargestellte Streitfrage entschieden. Gemäss dieser Bestimmung genügt es, wenn die Forderung mit der verrechnet wird, gegenüber der Gesellschaft in dem für die Liberierung des Kapitals erforderlichen Umfang tatsächlich besteht¹⁰³. Der Gesetzgeber ist damit der letztlich überzeugenden Theorie gefolgt, dass es aus der Sicht der Gesellschaft irrelevant ist, ob sie die Forderung die im Rahmen der Verrechnungsliberierung verrechnet wird, zahlen könnte, oder ob sie mangels Aktiven oder Liquidität ihrer Zahlungspflicht nicht nachkommen kann. Die Gesellschaft wird unabhängig von ihrer Zahlungsfähigkeit bei der Verrechnung von dieser Zahlungspflicht befreit, sodass das in der Bilanz ausgewiesene Fremdkapital um den Nominalwert der verrechneten Forderung sinkt und das Ei-

¹⁰² Vgl. die Sanierung von OC Oerlikon, wo Gläubigern, die einen Teilverzicht gemacht haben, zur Kompensation Optionen eingeräumt worden sind, vgl. dazu Schenker, OC Oerlikon, 544 f.

¹⁰³ Von der Crone, Rz. 636 und 2024.

genkapital entsprechend erhöht wird¹⁰⁴. Durch Art. 634b Abs. 2 revOR wird der Debt-Equity-Swap bei sanierungsbedürftigen Gesellschaften erheblich erleichtert, da für die Gläubiger das Risiko einer Pflicht zur Nachliberierung im Falle eines späteren Konkurses wegfällt.

c) *Sanierungsmassnahmen bei Obligationen: Erleichterung bei Zins und Laufzeit, Debt-Equity-Swap*

Wie oben dargestellt, sind Sanierungsmassnahmen mit Gläubigern ausserhalb des Nachlassverfahrens schwierig, weil jeder Gläubiger einzeln den Massnahmen zustimmen muss, die in seine Rechte eingreifen könnten. Wenn eine Gesellschaft durch mehrere Banken finanziert wird oder einen Konsortialkredit aufgenommen hat, ist es aber noch möglich, alle Finanzgläubiger zu erreichen und mit diesen gemeinsam zu verhandeln. Wenn sich ein Unternehmen dagegen mit Obligationen finanziert hat, so ist diese Art der privatrechtlichen Sanierung von vornherein unmöglich, da es meist eine sehr grosse Anzahl von Obligationären gibt und diese dem Unternehmen meist auch gar nicht bekannt sind. Aufgrund dieser Probleme hat der Gesetzgeber in Art. 1164 ff. OR eine Sanierung mit Gläubigerversammlung vorgesehen, die es erlaubt, bei Obligationen gewisse Sanierungsschritte mit Mehrheitsentscheid der Obligationäre vorzunehmen. Bei diesem Verfahren handelt es sich um ein auf Obligationenanleihen beschränktes Spezialnachlassverfahren, das verschiedene Elemente aufweist, die für das Nachlassverfahren nach SchKG typisch sind. So führt einerseits die Einleitung des Verfahrens zu einer Stundung aller Forderungen aus den betroffenen Anleihenobligationen. Andererseits wird aber auch gegen den Willen einzelner Obligationäre mit Mehrheitsentscheid in bestehende vertragliche Rechte eingegriffen. Wie beim Nachlassverfahren ist zusätzlich auch eine gerichtliche Bestätigung notwendig.

aa) *Einleitung des Verfahrens*

Ein Unternehmen, das eine Obligationenanleihe restrukturieren möchte, setzt das Verfahren nach Art. 1164 ff. OR in Gang, wenn es eine Einladung zur Gläubigerversammlung veröffentlicht¹⁰⁵. In dieser Einladung müssen die Anträge der Gesellschaft an die Gläubiger bekannt gegeben werden. Nach dem Gesetzestext muss die Einladung keine nähere Begründung der beantragten Massnahmen enthalten und es müssen in der Einladung auch keine Angaben über die Finanzen der Gesellschaft gemacht werden. Eine Bilanz oder ein Status

¹⁰⁴ Vgl. von der Crone, Rz. 2025.

¹⁰⁵ Die Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihenobligationen vom 9. Dezember 1949 (SR 221.522.1) regelt das Verfahren über die Einberufung im Einzelnen.

müssen gemäss Art. 1175 OR erst an der Versammlung selbst vorgelegt werden. In der Praxis muss ein Unternehmen, das die Obligationäre zu Sanierungsschritten motivieren will, allerdings wesentlich weiter gehen, als in Gesetz und Verordnung vorgesehen. Den Obligationären muss im Vorfeld der Versammlung ein in sich geschlossenes Sanierungskonzept vorgelegt werden, das den Obligationären einerseits zeigt, dass die beantragten Massnahmen notwendig sind, da die Gesellschaft sonst in Konkurs geht, was zum Totalverlust der Obligationäre führt. Andererseits muss ihnen aber auch aufgezeigt werden, dass die Massnahmen bei der Obligationenanleihe zusammen mit weiteren Sanierungsmassnahmen zur Gesundung des Unternehmens führen, sodass die Obligationäre nach der Durchführung der sie betreffenden Massnahmen einen höheren Wert erhalten als in einem Konkurs.

bb) Stundung der Ansprüche

Vom Zeitpunkt der Veröffentlichung der Einladung an bis zur Gläubigerversammlung werden gemäss Art. 1166 OR sämtliche fälligen Ansprüche der Anleihegläubiger bis zur Beendigung des Verfahrens gestundet, womit auch die Verzugsfolgen und die entsprechenden Fälligkeitstellung der Anleihe durch den Bondagent vermieden werden können. Der Rechtsstillstand bezieht sich aber nur auf die Obligationäre und betrifft andere Finanzgläubiger nicht¹⁰⁶.

cc) Mögliche Massnahmen

Bei einem Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR können nicht beliebige Eingriffe in die Rechte der Gläubiger gemacht werden. Es ist nur möglich, die in Art. 1170 OR ausdrücklich vorgesehenen Massnahmen durchzuführen. Weitergehende Eingriffe in die Rechte der Obligationäre sind nur im Rahmen eines Nachlassverfahrens nach SchKG oder aber mit dem Einverständnis der einzelnen Obligationäre möglich.

Im Einzelnen sind folgende Änderungen an den Anleihebedingungen zulässig:

- Stundung von Zinsen für die Dauer von höchstens fünf Jahren, mit der Möglichkeit der zweimaligen Verlängerung;
- Erlass von höchstens fünf Jahreszinsen innerhalb eines Zeitraumes von sieben Jahren;

¹⁰⁶ BSK OR WR-Reutter/Steinmann Art. 1166 OR, N 2.

- Ermässigung des Zinsfusses bis zur Hälfte des in den Anleihebedingungen vereinbarten Satzes für höchstens zehn Jahre, mit der Möglichkeit der Verlängerung um höchstens fünf Jahre;
- Umwandlung eines festen Zinsfusses in einen vom Geschäftsergebnis abhängigen Zinsfuss, ebenfalls für höchstens zehn Jahre, mit der Möglichkeit der Verlängerung um höchstens fünf Jahre;
- Verlängerung der Amortisationsfrist um höchstens zehn Jahre durch Herabsetzung der Annuität oder Erhöhung der Zahl der Rückzahlungsquoten oder vorübergehende Einstellung dieser Leistungen, mit der Möglichkeit der Erstreckung um höchstens fünf Jahre;
- Stundung eines fälligen oder binnen fünf Jahren verfallenden Anleihebetrags oder von Teilbeträgen eines solchen auf höchstens zehn Jahre, mit der Möglichkeit der Verlängerung um höchstens fünf Jahre;
- Ermächtigung zu einer vorzeitigen Rückzahlung des Kapitals;
- Einräumung eines Vorgangspfandrechts für dem Unternehmen neu zugeführtes Kapital sowie Änderung an den für ein Anleihen bestellten Sicherheiten oder gänzlicher oder teilweiser Verzicht auf solche;
- Zustimmung zu einer Änderung der Bestimmungen über Beschränkung der Obligationenausgabe im Verhältnis zum Aktienkapital;
- Zustimmung zu einer gänzlichen oder teilweisen Umwandlung von Anleiheobligationen in Aktien.

Die oben dargestellten Massnahmen können auch kombiniert werden, d.h. eine Stundung kann mit einer Zinsreduktion verbunden werden (Art. 1170 Abs. 2 OR). Es ist auch möglich, einen Debt-Equity-Swap über einen Teilbetrag mit einer Stundung des Restbetrages zu verbinden. Zusätzlich kann das Unternehmen aber auch Massnahmen vorsehen, welche die Position der Obligationäre verbessern. Bei der Sanierung der Swisslog im Jahr 2004 wurde beispielsweise vorgesehen, dass die Obligationenanleihe zwar um einige Jahre gestundet wird, dass aber gleichzeitig ein höherer Zins bezahlt wird. Derartige zusätzliche Leistungen können natürlich die Akzeptanz der Sanierungsmassnahmen verbessern.

Sanierungsmassnahmen, die in Art. 1170 OR nicht erwähnt werden, können nicht im Verfahren gemäss Art. 1164 ff. OR durchgeführt werden¹⁰⁷. Daher ist es im Rahmen einer Gläubigerversammlung bei einer Obligationenanleihe insbesondere nicht möglich, ganz oder teilweise auf den Kapitalbetrag der Obliga-

¹⁰⁷ Meier-Hayoz/von der Crone, Rz. 1188.

tion zu verzichten. Wirtschaftlich kann zwar mit einer Kombination von Zinsreduktion und Stundung der Rückzahlung eine erhebliche Erleichterung für das Unternehmen erreicht werden, die in ihren finanziellen Auswirkungen einen teilweisen Forderungsverzicht nahekommt. Die Bilanzsituation wird aber durch derartige Massnahmen nicht verbessert. Allein die Umwandlung von Obligationen in Aktien, d.h. ein Debt-Equity-Swap der Obligationäre, kann die Bilanzsituation verbessern¹⁰⁸.

dd) Der Debt-Equity-Swap bei Obligationen

Bei der in Art. 1170 Ziff. 9 OR vorgesehenen Umwandlung von Obligationen in Aktien kommt es zu einer direkten Verbesserung der Bilanz. Das Fremdkapital wird verringert, das Eigenkapital erhöht. Bei dieser Transaktion findet eine vom Gesetz vorgesehene Verrechnungsliberierung statt, da der Ausgabebetrag der neuen Aktien direkt durch Verrechnung mit dem Nominalwert der betreffenden Obligation bezahlt wird. Dabei ersetzt der gerichtlich genehmigte Beschluss der Gläubigerversammlung den Zeichnungsschein und auch die übrigen, für den Vollzug einer Kapitalerhöhung notwendigen Dokumente und wird zum Beleg für den entsprechenden Handelsregistereintrag. Da der Gesetzgeber diese Verrechnungsliberierung ausdrücklich für finanzielle Krisensituationen eines Unternehmens vorgesehen hat, in der sich der Verkehrswert der betreffenden Obligation typischerweise auf weniger als 100% ihres Nominalwertes beläuft, kann sich die „Frage der Werthaltigkeitstheorie“ bei dieser Verrechnungsliberierung auch unter dem heute geltenden Recht von vornherein nicht stellen, d.h. die Umwandlung ist unabhängig vom Kurs der Obligation möglich. Die Umwandlung wird nur insoweit begrenzt, als der Nennwert der bei der Umwandlung ausgegebenen Aktien nicht über dem Nominalwert der umgewandelten Obligationen liegen darf.

ee) Der Beschluss der Gläubigerversammlung

Die Gläubigerversammlung kann Beschlüsse über Sanierungsmassnahmen mit einer Mehrheit von mindestens zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Obligationenkapitals fassen (Art. 1170 Abs. 1 OR). Damit die Gläubigerversammlung gültig Beschluss fassen kann, muss ihr gemäss Art. 1175 OR eine geprüfte Bilanz vorgelegt werden, deren Stichtag nicht länger als sechs Monate zurückliegt. Alternativ kann ihr auch ein Status, d.h. eine ungeprüfte Bilanz, die per Datum der Gläubigerversammlung errichtet wurde, vorgelegt werden. Dieses gesetzliche Erfordernis stellt allerdings eine blosser Mindestvorschrift da. Wie

¹⁰⁸ Zur Wirkung eines Debt-Equity-Swap [Ziff. 3.a\)](#) oben.

oben dargestellt, müssen den Obligationären in der Praxis wesentlich detailliertere und weitergehende Angaben über die Finanzierung des Unternehmens gemacht werden, wenn sie von der Notwendigkeit bestimmter Massnahmen überzeugt werden sollen.

Erreicht ein Antrag in einer Gläubigerversammlung nicht die erforderliche Mehrheit, so kann das Unternehmen gemäss Art. 1172 OR die fehlenden Stimmen durch schriftliche und beglaubigte Erklärungen innert zwei Monaten nach dem Versammlungstag beibringen und dadurch noch nachträglich einen gültigen Beschluss erzielen. Da bei den breit gestreuten Obligationen nicht zu erwarten ist, dass zwei Drittel des ausstehenden Betrages tatsächlich an der Gläubigerversammlung vertreten sind, ist es normalerweise nicht möglich, die notwendige Mehrheit bei der Gläubigerversammlung selbst zu erreichen. Die Gesellschaft muss daher bereit sein, während zwei Monaten die Obligationäre einzeln zu kontaktieren und sie zur Unterschrift zu bewegen.

ff) Bestätigung des Entscheids der kantonalen Nachlassbehörde

Die von der Gläubigerversammlung beschlossene Änderungen der Anleiheobligationen werden nur rechtskräftig, wenn die obere kantonale Nachlassbehörde am Sitz der Gesellschaft den betreffenden Änderungen der Anleihebedingungen zustimmt. Diese kann aus den in Art. 1177 Ziff. 1-4 OR festgehaltenen Gründen verweigert werden, insbesondere dann, wenn die Vorschriften über Einberufung und Zustandekommen der Beschlüsse der Gläubigerversammlung verletzt wurden, der Beschluss nicht notwendig ist, die gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger nicht genügend bestimmt wurden oder der Beschluss anderweitig auf unredliche Weise zustande gekommen ist.

gg) Bedeutung der Restrukturierung einer Obligationenanleihe

Die Restrukturierung einer Obligationenanleihe kann für Unternehmen, die Obligationenanleihen ausstehend haben, von entscheidender Bedeutung sein, da auf diese Weise neben Krediten auch Obligationenanleihen in eine Sanierung einbezogen werden können und die Opfersymmetrie der Gläubiger sichergestellt werden kann. Dieses Vorgehen muss deshalb immer geprüft werden, wenn eine Gesellschaft in finanzieller Krisensituation Obligationen ausstehend hat. Gesellschaften müssen sich allerdings im Klaren sein, dass es nicht einfach ist, Obligationäre zu einem solchen Opfer zu bewegen. Sie müssen vielmehr überzeugt werden, dass die geplante Sanierung notwendig ist und gesamthaft erfolgreich sein wird.

Gesellschaften, die Obligationenanleihen restrukturieren möchten, müssen auch davon ausgehen, dass sich ein grosser Teil der betreffenden Obligationenanleihen in den Händen von Hedgefonds befinden, die auf Sanierungssituationen spezialisiert sind, was zu entsprechend harten Verhandlungen über die möglichen Massnahmen führt. Diese Verhandlungen werden im Allgemeinen vor der Einleitung des Verfahrens der Gläubigergemeinschaft geführt.

4. Schlussfolgerungen

Wenn sich eine kotierte Gesellschaft in einer finanziellen Krisensituation befindet, so sind die Organe gefordert. Sie müssen einen Sanierungsplan entwickeln, der Aktionäre, Gläubiger, Kreditgeber und gegebenenfalls auch Obligationäre einbezieht und für alle Beteiligten zu einer Verbesserung der Lage führt. Damit dieses Ziel erreicht werden kann, darf sich ein derartiger Plan aber nicht einfach auf Kapitalmassnahmen zulasten der Gläubiger beschränken. Die oben dargestellten Massnahmen müssen in ein betriebliches Sanierungskonzept eingebettet werden, sodass eine nachhaltige Besserung der Finanzlage der Gesellschaft und vor allem die Erzielung von Gewinnen ermöglicht wird. Dabei dürfen die Organe der Gesellschaft auch nicht vor harten Massnahmen wie Betriebsschliessungen, Entlassungen und scharfen Sparprogrammen zurückschrecken. Nur konsequente Sanierungsprogramme können Erfolg haben und die Überlebensfähigkeit der Gesellschaft sichern.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar, Obligationenrecht II Art. 530-964 OR inkl. Schlussbestimmungen, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Wigand Wolfgang (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Art. 965-1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a-108d IPRG, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Wigand Wolfgang (Hrsg.), Basel 2012 (zit. BSK OR WR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, mit Fusionsgesetz, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht, Corporate Governance, Recht der Revisionsstelle und der Abschlussprüfung in neuer Fassung – unter Berücksichtigung der angelaufenen Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009.
- Glanzmann Lukas, Verrechnungsliberalisierung – Absage an die Werthaltigkeitstheorie, GesKR 2008, 15 ff.
- Kunz Peter V., Sanierungen von Kapitalgesellschaften: Wann und wie kann oder muss saniert werden?, in: recht, Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis, 4/2014, 175 ff.

- Maurer Moritz, Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital, Übertragung von Aktiven, Forderungsverzicht, Genuss- und Besserungsschein, in: Sprecher Thomas (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen X, Die aktienrechtliche Sanierung, Zürich/Basel/Genf 2020, S. 109 ff.
- Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter/Sethe Rolf, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Mit neuem Firmen- und künftigem Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, 12. A., Bern 2018.
- Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A., Bern 2018-
- Milani Dominik/Schürch Philipp, Die Pflichten des Verwaltungsrates bei drohender Zahlungsunfähigkeit nach neuem Aktienrecht, SZW 2020, 519 ff.
- Rampini Corrado/Rohde Thomas, Sanierungstransaktionen am Kapitalmarkt, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 43 ff.
- Ryser Marc/Weber Rolf H., Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR, SZW 2012, 85 ff.
- Schaffner Tom/Weibel Adam, Die Festsetzung des Ausgabebetrags in der Kapitalerhöhung, GesKR 2017, 307 ff.
- Schenker Urs, Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, SJZ 105 21/2009, 485 ff. (zit. Schenker, Möglichkeiten).
- Schenker Urs, OC Oerlikon: Eine komplexe, aber erfolgreiche Restrukturierung, GesKR 2010, 542 ff. (zit. Schenker, OC Oerlikon).
- Schenker Urs, Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen – Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen, Zürich 2015, (zit. Schenker, Sanierung).
- Sprecher Thomas/Sommer Christa, Sanierung nach Aktienrecht, Bestandesaufnahme und Handlungsbedarf, in: der Schweizer Treuhänder 6-7/2014, 551 ff.
- Vogt Hans-Ueli, Krisenmanagement unter dem Damoklesschwert der paulianischen Anfechtung – Die neuere Bundesgerichtspraxis zur Absichtsanfechtung nach Art. 288 SchKG, GesKR 2009, 163 ff.
- von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.
- Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620–659b OR, in: Handschin Lukas (Hrsg.), 2. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. ZK OR AG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat, Mängel in der Organisation, Art. 698–726 und 731b OR, in: Handschin Lukas (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. ZK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

„LIBOR-Ablösung“ bei Kapitalmarktinstrumenten

Benjamin K. Leisinger

Inhalt

I.	Ausgangslage – LIBOR Wegfall	59
1.	Hintergrund des LIBOR	59
2.	Die Entwicklung weg von den Quotes	60
II.	LIBOR Legacy – Auch Anleihen?	62
1.	Art des LIBOR Exposure	63
2.	Fallback Klauseln	63
3.	Besondere Herausforderungen	64
III.	Änderung konkreter Anleihebedingungen	65
1.	Bestimmungen über Anleihegläubigerversammlungen	65
2.	Einführung eines alternativen Referenzzinssatzes	68
a)	Lösung durch Auslegung	68
b)	Lösung durch Gläubigerversammlungen	71
3.	Praktischer Ansatz – risikobasiertes Vorgehen	72
	Literaturverzeichnis	73

I. Ausgangslage – LIBOR Wegfall

i. Hintergrund des LIBOR

Nur wenige Akronyme waren in den letzten Jahren ähnlich präsent wie das für Interbankensätze (*Interbank Offered Rates*, IBORs) und insbesondere das der *London Interbank Offered Rate*: LIBOR. Mutmasslich entstanden im Jahre 1969 im Rahmen einer Kreditfinanzierung, um den damaligen Banken eine laufende Anpassung an das Zinsumfeld und die jeweiligen „average funding costs“ zu erlauben,¹ feierte der LIBOR einen Siegeszug sowohl (und vor allem) in der Welt der Derivate und der Kredite als auch in der Welt der Anleiheobligationen. Interbankensätze sind somit seit Jahrzehnten ein wesentlicher Bestandteil der globalen Finanzmärkte als Referenzgrösse für die Berechnung anfallender Zinszahlungen.²

¹ Siehe Odaro, 38.

² Siehe hierzu Odaro, 38.

Der trotz des für Ende 2021 erwarteten dauerhaften Wegfalls wichtigste, und an den globalen Finanzmärkten am häufigsten verwendete IBOR ist immer noch der LIBOR.³ Beim LIBOR handelt es sich um den Durchschnittszinssatz, zu welchem Banken im Londoner Bankenmarkt bereit sind, sich über verschiedene Zeiträume unbesichert Gelder zu leihen.⁴

Ursprünglich wurde der LIBOR von der British Bankers' Association, BBA, administriert. Im Jahre 2005 gab es für den LIBOR insgesamt 16 „Panel Banken“, d.h. Banken welche die für das tägliche LIBOR Fixing erforderlichen Quotes abgeben. Hierbei gab es 150 LIBOR Referenzsätze in 10 Währungen und 15 Laufzeiten. Nach den bekannten Manipulationsvorwürfen bzw. -vorkommnissen erfolgte die Übernahme der Administration im Jahr 2012 durch die ICE Benchmark Association, IBA. Seitdem gibt es den LIBOR noch in 5 Währungen (CHF, Euro, GBP, YEN und USD) und 7 Fälligkeiten (Overnight/Spot Next, 1 Woche, 1, 2, 3, 6 sowie 12 Monate) an „London business days“.⁵ Hierbei nahmen 11-18 Panel Banken teil.

2. Die Entwicklung weg von den Quotes

Aufgrund der vor allem in der „Globalen Finanzkrise“ identifizierten Probleme gab es bereits seit 2013 Empfehlungen (z.B. des Financial Stability Board [FSB] oder der International Organization of Securities Commissions [IOSCO]), risikofreie Zins-Referenzsätze zu entwickeln, die auf tatsächlichen Transaktionen basieren und somit die Quotes und das damit verbundene Manipulationspotential mitigieren bzw. ausschliessen.⁶

Am 27. Juli 2017 kündigte die *United Kingdom Financial Conduct Authority* (FCA), als zuständige Aufsichtsbehörde im Lichte der LIBOR-Manipulations-skandale und angesichts der fehlenden Liquidität im relevanten Interbankenmarkt schliesslich an, die LIBOR Panel Banken ab Ende 2021 nicht mehr zu verpflichten, Quotes abzugeben.⁷

³ Vgl. Schrimpf/Sushko, 1; Maurenbrecher/Eckert, 402; Wherlock/Bösch/Leisinger, 471; Favre, 62. Der Schweizer Franken LIBOR (nachfolgend CHF-LIBOR) ist für Schweizer Finanzmarktteilnehmer nach wie vor der wichtigste Referenzzinssatz, auf welchem eine Vielzahl von Finanzkontrakten beruhen. Vgl. FINMA Aufsichtsmittteilung 08/2020, LIBOR Ablösung im Derivatebereich, 16. Oktober 2020, 2.

⁴ Zur Berechnungsmethodik des LIBOR vgl. Brändli, 1260 ff.

⁵ Vgl. Favre, 69.

⁶ Odaro, 38.

⁷ Ausführlich zu den Hintergründen des LIBOR Wegfalls Brändli, 1261 f.

Vor diesem Hintergrund ist generell davon auszugehen, dass insbesondere der CHF-LIBOR (für die meisten Fälligkeiten des USD LIBOR gilt eine vorübergehende Verlängerung bis Ende Juni 2023)⁸ spätestens ab Ende 2021 nicht mehr als repräsentativer bzw. gar nicht mehr als Referenzzinssatz für die Zinsberechnung zur Verfügung stehen wird; auch ein synthetischer CHF-LIBOR wird nicht erwartet.⁹

Aus diesem Grund wurden in diversen Initiativen alternative Referenzzinssätze entwickelt (sogenannte „ARRs“). Als Vorgaben für diese alternativen Referenzzinssätze können wohl (1) die robuste und präzise Abbildung der Zinssätze an den wichtigsten Geldmärkten, (2) die Eignung für sowohl Kassa-Instrumente als auch Zinsderivate, (3) die Eignung als Referenzzinssatz für die Kreditaufnahme und -vergabe über Tagesgeld hinaus, sowie (4) die Stärkung der Integrität (v.a. durch Bezugnahme auf tatsächliche Transaktionen anstatt blosse Quotes), genannt werden.¹⁰

Die verschiedenen Alternativen für die betroffenen Währungen sind v.a. die Secured Overnight Financing Rate (SOFR) für USD, der Sterling Overnight Index Average (SONIA) für GBP, die Tokyo Overnight Average Rate (TONAR) für YEN, die Euro Short-Term Rate (ESTR bzw. jetzt €STR) für EUR sowie der Swiss Average Rate Overnight (SARON) für CHF.¹¹ Bei diesen alternativen Referenzzinssätzen handelt es sich teilweise nicht um die einzige LIBOR Nachfolgelösung, wohl aber jeweils um die „bevorzugte“ Alternative.

Die typische Unterschiede der ARR¹² zum LIBOR sind die folgenden:

- sie basierend auf tatsächlichen Transaktionen auf liquiden Märkten anstatt auf Eingaben ausgewählter Panel Banken auf der Basis nur weniger Transaktionen;
- die Grundlage sind risikofreie Transaktionen (z.B. besicherte Repos) statt Transaktionen mit Einbezug von unterschiedlichen Kreditrisiken der beteiligten Banken als zusätzlichem Faktor;
- es handelt sich um Tageszinssätze (Overnight) statt solche betreffend Ausleihungen mit verschiedenen Laufzeiten;

⁸ Vgl. ICE Benchmark Administration. Damit ist allerdings noch nichts darüber gesagt, ob dieser noch repräsentativ ist. Vgl. Favre, 65.

⁹ Vgl. National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, 30. September 2020.

¹⁰ Vgl. zu den Kriterien Schrimpf/Sushko. Siehe auch Favre, 68.

¹¹ Odaro, 39.

¹² Zur LIBOR Methodologie, vgl. Favre, 63.

- sie sind, aufgrund der Berechnung gestützt auf tatsächlich erfolgte Transaktionen, retrospektiv („backward looking“) anstatt prospektiv („forward looking“), d.h. am Anfang einer Zinsperiode ist der konkrete Zins noch unbekannt, nur der Mechanismus zur Ermittlung ist klar geregelt; und
- die Ermittlung der Sätze ist oft Kapitalmarktbasiert (bestehend auf Transaktionen zwischen Bank- und Nichtbankgläubiger) anstatt nur basierend auf Interbanken-Geschäfte.

Bei CHF und dem SARON kann zudem angemerkt werden, dass dieser klarerweise die einzige Nachfolgelösung für den CHF-basierten Referenzzinssatz ist und im Markt breit abgestützt ist. Für variabel verzinsliche CHF-Anleihen im Fokus steht somit eindeutig der SARON als Alternative zum CHF-LIBOR. Der SARON ist der von der Nationalen Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG)¹³ empfohlene Nachfolge-Referenzzinssatz für CHF. Er basiert auf tatsächlichen Transaktionen im Overnight Segment des CHF Repo Marktes (das liquideste Segment), ist transparent dank öffentlich verfügbarer Preise, ist aufgrund der Besicherung der zugrundeliegenden Transaktionen wenig anfällig für Marktverwerfungen („market stress“), besteht seit 2009 (mit Berechnungen zurück bis 2000) und erlaubt somit auch die Berechnung historischer Unterschiede zum CHF-LIBOR (dazu später mehr) und wird von der SIX Swiss Exchange bzw. der SIX Financial Information A6 administriert. Die Methodologie des SARON wurde im Zusammenarbeit mit der Schweizerischen Nationalbank entwickelt.

Mit anderen Referenzzinssätzen hat der SARON gemeinsamen, dass es sich um einen Tageszinssatz (wie alle Overnight Rates) handelt, dass besicherte Transaktionen als Basis genommen werden (wie SOFR), und dass die Bestimmung rückblickend erfolgt. Als Unterschied zu einigen anderen alternativen Referenzzinssätzen kann erwähnt werden, dass der SARON nicht von einer Zentralbank administriert wird (Fed, BoE, EZB, Bank of Japan), sondern privat (SIX Swiss Exchange) und dass die Basis immer noch reine Interbankengeschäfte (CHF-Interbank-Repo) sind und nicht auch Nichtbankgläubiger bei den zugrundeliegenden Transaktionen beteiligt sind.¹⁴

II. LIBOR Legacy – Auch Anleihen?

Der auch in der Schweiz volumenmässig grösste Anteil der noch bestehenden, an den LIBOR gebundenen Verträge, bilden gemäss der Eidgenössischen Fi-

¹³ National Working Group on Swiss Franc Reference Rates.

¹⁴ Vgl. Schrimpf/Sushko 7.

nanzmarktaufsicht FINMA die *Over-the-Counter Derivate*.¹⁵ Nichtsdestotrotz ist auch ein nicht vernachlässigbarer Anteil von Anleihen vom LIBOR Wegfall betroffen.

i. Art des LIBOR Exposure

Dieses Exposure bei Anleihen kann sich entweder direkt ergeben, oder indirekt vorhanden sein.

Direkt betroffen sind vor allem die variabel verzinslichen Anleihen (*floating rate notes*), sowie Anleihen, die von einem zunächst festverzinslichen Instrument nach einer gewissen Zeit (z.B. nach einem Tag, an dem die Anleihe erstmals zurückgezahlt werden könnte [*First Call Date*]) zu einem variabel verzinslichen Instrument werden (*fixed to floating rate notes*).

Indirekt betroffen sind aber auch weitere Anleihen. Dies ist z.B. dort der Fall, wo der feste Zinssatz nach einer gewissen Zeit neu festgelegt wird (*reset*), sei es mit Bezug auf den LIBOR oder, noch indirekter, einen Mid-Market Swap dessen „floating leg“ vom LIBOR abhängt. Auch bei einem solchen, lediglich indirekten Bezug zum LIBOR können am nächsten Reset Date unangenehme Überraschungen drohen, wenn diese Thematik nicht rechtzeitig untersucht und ggfls. adressiert wird.

2. Fallback Klauseln

Verschiedene Marktteilnehmer unternahmen bereits frühzeitig erhebliche Anstrengungen, um in neu ausgegebenen Anleihen eine Lösung für den erwarteten Wegfall des CHF-LIBOR zu suchen. Einige Anleiheemittenten begannen, (zunehmend) ausgeklügelte Fallback- und/oder Ersatzbestimmungen in die Bedingungen ihrer CHF-Anleihen aufzunehmen, um speziell zu regeln, wie der Zinssatz bestimmt wird, wenn der CHF-LIBOR eingestellt wird, oder ggfls. nicht mehr repräsentativ oder feststellbar ist. Diese Bestimmungen wurden allerdings anfänglich teilweise verfasst, ohne zu wissen, wie und wann der CHF-LIBOR genau aufhören wird, zu existieren.¹⁶

Zudem gibt es noch immer eine beträchtliche Anzahl ausstehender CHF-Anleihen, die nach 2021 fällig werden¹⁷ und deren Zinssätze unter Bezugnahme auf den CHF-LIBOR festgelegt werden und deren Anleihebedingungen die

¹⁵ FINMA Aufsichtsmitteilung 08/2020, 2.

¹⁶ Vgl. Bösch et al. Zu den Fallbacks im Derivatebereich, vgl. Favre, 73 H.

¹⁷ Allenfalls sind auch Anleihen mit einer Fälligkeit vor 31. Dezember 2021 betroffen, namentlich dann, wenn der LIBOR bereits vor Ende 2021 nicht mehr repräsentativ ist.

Auswirkungen einer Abschaffung des CHF-LIBOR auf die Festlegung des Zinssatzes nicht angemessen berücksichtigen – sei es, weil sie überhaupt keine Fallback-Bestimmungen oder keine spezifischen Fallback- oder Ersatzbestimmungen enthalten, die eine Abschaffung (statt nur vorübergehende Nichtverfügbarkeit) des CHF-LIBOR berücksichtigen (sog. „Legacy Bonds“).

Typische Fallbackklauseln, falls vorhanden, haben das folgende Muster:¹⁸ Der häufigste Auslöser einer Fallback-Klausel ist, dass der einschlägige LIBOR Referenzzinssatz für die betreffende Periode auf der relevanten Seite (z.B. Bloomberg) an der für die Zinsbestimmung relevanten Zeit am für die Zinsbestimmung relevanten Tag nicht verfügbar ist. Ist dies der Fall soll typischerweise ein Agent bei einigen führenden Banken im Londoner Interbankenmarkt Quotierungen einholen. Wenn weniger als zwei Quotierungen verfügbar sind, sollen i.d.R. Quotierungen bei drei führenden Banken an einem anderen Bankplatz (z.B. New York City) eingeholt werden. Wenn weniger als drei Quotierungen beigebracht werden können, gilt meist der letzte anwendbare Zinssatz auch für die nächste Zinsperiode.

Diese Mechanik zeigt, dass solche Regelungen nicht auf einen permanenten Wegfall des betreffenden Referenzzinssatzes ausgelegt sind, sondern nur auf einen vorübergehenden.¹⁹ Insbesondere ist nach 2021 bzw. dem Wegfall des LIBOR nicht wahrscheinlich, dass sich Banken finden lassen, welche betreffende Quotes abgeben – man erinnere sich an die immensen Strafen, welche einige Banken im Rahmen des LIBOR Skandals zahlen mussten. Zum anderen führt diese Mechanik bei variabel verzinslichen Instrumenten im Falle eines definitiven Wegfalls des LIBOR dazu, dass aus dem Instrument ein fest verzinsliches Instrument wird. Dass das nicht die definitive Lösung und Meinung der Parteien, auch nicht der hypothetische Parteiwillen, eines variabel verzinslichen Instrumentes gewesen sein konnte, ist geradezu offensichtlich.

Für Emittenten von Legacy Bonds, für Anleiensvertreter und für die Halter solcher Legacy Bonds stellt sich daher zunehmend die Frage, was, wenn überhaupt, sie in Bezug auf die betreffenden Legacy Bonds tun sollten.

3. Besondere Herausforderungen

Für Anleiensobligationen kommen im Vergleich zu Derivaten noch ein paar besondere Herausforderungen hinzu:

¹⁸ Siehe Choudhury/O'Brien, 7.

¹⁹ Vgl. auch Choudhury/O'Brien, 2, 9. Vgl. auch zu solchen Regelungen bei Derivaten, Wherlock/Bösch/Leisinger, 476.

Im Gegensatz zu unter z.B. den Regeln der ISDA oder des Schweizer Rahmenvertrags für OTC-Derivate (SMA) dokumentierten Derivaten, steht eine Lösung mittels Anschluss aller Beteiligten an ein Protokoll (wie z.B. des ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol) nicht zur Verfügung.²⁰ Zudem bestehen im Bereich der Anleihen weit weniger standardisierte Anleihebedingungen, als dies bei OTC Derivaten unter ISDA und dem SMA der Fall ist – was die *due diligence* der Emittenten betreffend betroffener Anleihen aufwändiger machen kann. Erschwerend hinzu kommen nationale, teilweise sehr alte und stringente Regeln betreffend die Anpassung von Anleihebedingungen wie denjenigen in der Schweiz nach Art. 1157 ff. OR. Auch spielt das anwendbare Recht eine sehr gewichtige Rolle bei der Auslegung der konkreten Anleihebedingungen.

III. Änderung konkreter Anleihebedingungen

Eine naheliegende und konservative Vorgehensweise wäre, die Anleihebedingungen der Legacy Bonds zu ändern. In jedem Fall müsste eine solche Änderung die Ersetzung des CHF-LIBOR durch einen neuen Referenzzinssatz vorsehen, der bestimmte Parameter und Bedingungen erfüllt.²¹ Dazu gehört wohl, dass die Alternative eine *ökonomisch gleichwertige* Lösung schafft.

Wird dieses Ziel erreicht – z.B. wenn die Umstellung auf SARON mit einem etablierten einmalig ermittelten Anpassungsfaktor erfolgt – so stellt sich allerdings die Frage, ob dies in jedem Fall durch eine Gläubigerversammlung vorgenommen werden muss.

1. Bestimmungen über Anleihegläubigerversammlungen

Im Falle von Emittenten mit Sitz in der Schweiz von Legacy Bonds, die in der Schweiz öffentlich angeboten wurden, muss die Änderung der Anleihebedingungen nicht nur in Übereinstimmung mit den Anleihebedingungen der betreffenden Legacy Bonds erfolgen, sondern auch in Übereinstimmung mit den zwingenden und sehr restriktiven²² Vorschriften über Anleihegläubigerversammlungen im Schweizer Obligationenrecht, OR. Wurden die betreffenden Anleihen namentlich von einem Schweizer Emittenten, d.h. einem Emittenten mit Sitz oder Niederlassung in der Schweiz, direkt oder indirekt zur

²⁰ Schrimpf/Sushko 21.

²¹ Für ein Muster einer SARON-Zinsklausel für Floating Rate Bonds, siehe National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, 2. Juli 2019.

²² Vgl. BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Vor Art. 1170–1182, N 3.

öffentlichen Zeichnung angeboten, so bilden die Anleihegläubiger von Gesetzes wegen eine Gläubigergemeinschaft und es gelten die zwingenden (Art. 1186 OR)²³ Bestimmungen über Anleihegläubigerversammlungen der Art. 1157 ff. OR.

Art. 1157 ff. OR enthalten bestimmte übergeordnete und allgemeine Bestimmungen zu Anleihegläubigerversammlungen, wobei die detaillierteren Bestimmungen zu solchen Versammlungen in einer vom Schweizer Bundesrat erlassenen – uralten – Ausführungsverordnung festgelegt werden: der Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen vom 9. Dezember 1949 (Stand am 1. Januar 1950).

Bei Änderungen der Anleihsbedingungen von Schweizer Emittenten ist zu unterscheiden zwischen Änderungen einerseits, die bereits in den Anleihebedingungen selbst vorgesehen sind (und daher bereits durch die Vereinbarung der Parteien abgedeckt sind) und Änderungen andererseits, die nicht bereits vorgesehen sind.²⁴

Im Falle einer in den Anleihebedingungen vorgesehenen Änderung, z.B. einer konkreten Fallback-Lösung für den definitiven Wegfall des LIBOR, wird die relevante Bestimmung normalerweise auch regeln, wie eine solche Änderung durchgeführt werden kann. In einem solchen Fall ist die Änderung der Anleihsbedingungen keine Änderung im Sinne der Art. 1157 ff. OR, die einer Gläubigerversammlung bedürfen, sondern lediglich eine Anwendung der Anleihsbedingungen.²⁵

In Bezug auf jede andere Änderung der Anleihebedingungen gelten die zwingenden Bestimmungen über Anleihegläubigerversammlungen. Allerdings werden nicht alle Änderungen unter diesen Bestimmungen gleichbehandelt. Vielmehr unterscheiden diese Bestimmungen zwischen Änderungen, die für die Anleihegläubiger (1) eindeutig positiv, (2) neutral bis positiv, (3) negativ und in einer abschliessenden Liste von Massnahmen konkret aufgeführt sind, (4) und negativ und nicht in einer solchen Liste aufgeführt sind.²⁶

Im Zusammenhang mit der Änderung der Anleihebedingungen von Legacy Bonds in einer Weise, die dazu führt oder führen kann, dass der CHF-LIBOR

²³ Diese Bestimmung soll allerdings geändert und damit liberalisiert werden. Siehe Botschaft des Bundesrates vom 19. Juni 2020 zur Änderung des Bankengesetzes (BankG) (Insolvenz, Einlagensicherung, Segregierung), BBl 2020, 6359 ff., 6411.

²⁴ Siehe Bösch et al.; KuKo-OR Bösch/Leisinger, Art. 1170-1182 N 5.

²⁵ Vgl. BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1173, N 1; KuKo-OR Bösch/Leisinger, Art. 1170-1182 N 5.

²⁶ Vgl. OK OR-Lang/Klöti, Art. 1170, N 1; KuKo-Or Bösch/Leisinger, Art. 1170-1182 N 1.

(oder der entsprechende Referenz- oder Mid-Swap-Satz, der auf dem CHF-LIBOR basiert) ersetzt wird, sind drei Bestimmungen des Schweizer Rechts von besonderer Bedeutung: Art. 1170 OR, Art. 1173 OR und Art. 1181 OR.²⁷

Art. 1170 OR fordert – vorbehaltlich strengerer Anforderungen in den Anleihebedingungen, falls vorhanden – eine Mehrheit von mindestens zwei Dritteln des ausstehenden Gesamtnennbetrags der betreffenden Serie von Anleihen, um einen gültigen Beschluss zu fassen. Hierbei muss es sich um bestimmte, in Art. 1170 OR aufgezählte Massnahmen handeln. Diese abschliessende Aufzählung umfasst auch Massnahmen, die den Zinssatz um bis zur Hälfte des in den Anleihebedingungen festgelegten Zinssatzes für einen Zeitraum von bis zu zehn Jahren senken, mit der Option, diesen Zeitraum um bis zu weitere fünf Jahre zu verlängern.

Art. 1173 OR gilt für Beschlüsse, die Massnahmen genehmigen, welche nicht in Art. 1170 CO aufgeführt sind, die aber dennoch die Rechte der Anleihegläubiger negativ tangieren. Nach Art. 1173 OR ist für solche Beschlüsse Einstimmigkeit erforderlich. Ausser bei privat und nur bei wenigen Anlegern platzierten Anleihen ist dieser Standard der einstimmigen Zustimmung in der Praxis nicht zu erreichen.

Art. 1181 OR gilt für Beschlüsse, die Massnahmen genehmigen, welche die Rechte der Anleihegläubiger nicht einschränken, und, vorbehaltlich allfälliger strengerer Anforderungen in den Anleihebedingungen, lediglich mehr als die Hälfte des ausstehenden Gesamtnennbetrags der Anleihen erfordern, die an der Anleihegläubigerversammlung tatsächlich vertreten sind.²⁸ Im Extremfall würde somit die Zustimmung des einzigen an der Abstimmung teilnehmenden Anleihegläubigers genügen.²⁹ Diese Beschlüsse decken nicht nur rein administrative Aspekte³⁰ ab, sondern auch andere Änderungen, welche die Vermögensrechte der Anleihegläubiger nicht negativ beeinflussen.³¹

²⁷ Vgl. Bösch et al.

²⁸ Siehe dazu auch BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1181, N 1. Dies gilt auch hier nur dann, wenn das Gesetz als *lex specialis* nichts anderes vorsieht (vgl. z.B. den Widerruf oder die Änderung der einem Vertreter der Anleihegläubiger erteilten Vollmacht, die in Art. 1180 OR geregelt ist).

²⁹ BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1181, N 2.

³⁰ Für Beispiele solcher administrativer Änderungen, vgl. OK OR-Lang/Klöti, Art. 1181, N 1.

³¹ Vgl. OK OR-Lang/Klöti, Art. 1181, N 1, mit dem Beispiel einer konzerninternen Umschuldung, sofern sie mit entsprechenden Solidarbürgschaften oder Garantien auf erste Anforderung des ursprünglichen Schuldners verbunden ist.

Wenn die Rechte des Emittenten durch eine Änderung der Anleihebedingungen negativ verändert werden, bedarf diese Änderung ebenfalls der Zustimmung des Emittenten.³²

2. Einführung eines alternativen Referenzzinssatzes

Mit dem Gesagten stellt sich nun die Frage, wie in ausstehenden Legacy Bonds ein alternativer Referenzzinssatz eingeführt werden kann bzw. soll.

a) Lösung durch Auslegung

Zunächst stellt sich die Frage, ob bereits die Auslegung der konkreten Anleihebedingungen eine Einführung eines alternativen Referenzzinssatzes zulässt.

Im schweizerischen Recht steht bei der Auslegung von Anleihebedingungen die objektive Auslegung nach dem Vertrauensprinzip im Vordergrund.³³ Gemäss Bundesgericht ist unter dem Vertrauensprinzip massgebend, „was vernünftige und korrekt handelnde Parteien unter den im Zeitpunkt des Vertragsschlusses gegebenen Umständen gewollt hätten“ und „wie der Empfänger die Erklärung in guten Treuen verstehen durfte und musste“, wobei „stets der Zusammenhang, in dem die Willensäusserung abgegeben wurde, im Auge zu behalten“ ist.³⁴

Bei Anleihebedingungen gilt nach der Lehre die Besonderheit, dass diese nicht individuell nach Massgabe des Vertrauensprinzips, sondern objektiv oder einheitlich auszulegen sind.³⁵ Somit kommt es nicht auf das Verständnis des einzelnen Käufers bzw. Halters der Anleihensobligation an. Massgebend ist vielmehr das Verständnis nach Vertrauensprinzip eines durchschnittlichen berufsmässigen Investors.³⁶ Zum Teil wird ausdrücklich gefordert, dass eine solche kapitalmarktkonforme Interpretation Vorrang vor dem Anleger- bzw. Sozialschutz beanspruche.³⁷ Auch bei einer kapitalmarktkonformen Auslegung ist das primäre Auslegungsmittel der Wortlaut, wobei nach dem Gesagten das Verständnis eines durchschnittlichen berufsmässigen Investors ausschlagge-

³² Vgl. BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1170, N 3.

³³ Vgl. Daeniker, 76; Groner/Gotschev, 394. Vergleiche auch Bösch et al., 3 a).

³⁴ Urteil des Bundesgerichts 4C.287/2000 vom 8. Februar 2001 E. 2a.

³⁵ Daeniker, 71; Pfenninger, 101, 147 ff.; damit entfällt auch die von Weber, 109, postulierte Vorrang des übereinstimmenden wirklichen Willens der Parteien des Festübernahmevertrages (d.h. Schuldner und Emissionsbanken); vgl. Daeniker, 76.

³⁶ Daeniker, 76; ähnlich Pfenninger, 153 („durchschnittlicher transaktionsverständiger Anleger“).

³⁷ Pfenninger, 103, 107 ff.

bend ist. Unter analoger Heranziehung von im Zusammenhang mit allgemeinen Geschäftsbedingungen (was Anleihsbedingungen im Schweizer Recht nicht sind) angewandter Regeln will ein Grossteil der Lehre zudem Unklarheiten gegen die Emittentin ausgelegt sehen.³⁸

Dementsprechend ist bei der Auslegung der Zinsklausel in Anleihsbedingungen nach Schweizer Recht die Frage zu stellen, was der hypothetische durchschnittliche professionelle Anleger und der Emittent vereinbart hätten. Zunächst muss somit geprüft werden, ob der Wortlaut selbst einen Hinweis darauf gibt, was die Parteien vereinbart haben (z.B. spricht die Klausel, auch wenn es keine explizite Auffangregelung gibt, von einem möglichen Nachfolgesatz, einer Nachfolge-Bildschirmseite oder ähnlichem?).

Jedenfalls ist eines nach der hier vertretenen Meinung klar: es kann nicht der hypothetische Wille der Parteien gewesen sein – der auch im Falle einer *clausula rebus sic stantibus* und einer Vertragsänderung durch ein Schweizer Gericht aufgrund einer unvorhersehbaren Änderung der Umstände relevant wäre – eine dysfunktionale Zinsklausel zu haben.³⁹ Darüber hinaus sollte eine ohne Lösung dysfunktionale Zinsklausel aufgrund des allgemeinen Grundsatzes *pacta sunt servanda* und der wirtschaftlichen Erwartungen der Parteien zum Zeitpunkt der Emission der Legacy Bonds ebenfalls nicht zu einem ausserordentlichen Kündigungsrecht führen.⁴⁰ Schliesslich ist davon auszugehen, dass es bei variabel verzinslichen Anleihen oder Anleihen mit einem Mechanismus zur Neufestsetzung (*Reset*) des Zinses nie die Absicht der Parteien war, ein für die gesamte restliche Laufzeit festverzinsliches oder identisch verzinsliches Instrument zu haben.⁴¹

Im Falle von nach Schweizer Recht geregelten Bedingungen von Legacy Bonds, die eine Zinsberechnung auf Basis des CHF-LIBOR ohne jegliche Ausweich- oder Fallbackklausel vorsehen, kann die Vereinbarung zur Ausgabe und zum Kauf solcher Legacy Bonds wohl durchaus objektiv und nach Treu und Glauben ausgelegt werden als (1) eine Vereinbarung zur Verwendung des branchenüblichen und vorherrschenden (vgl. bereits Art. 314 OR) Referenzzinssatzes für variabel verzinsliche CHF-Anleihen im Allgemeinen und (2) eine Vereinbarung, wirtschaftlich genauso behandelt zu werden, als ob der CHF-LIBOR fortgeführt worden wäre.

³⁸ Daeniker, 71 f.; Zobl, 145 f. N 156.

³⁹ Vgl. auch Wherlock/Bösch/Leisinger, 476.

⁴⁰ So auch bei Schweizer Recht unterliegenden Derivaten Wherlock/Bösch/Leisinger, 474 f.

⁴¹ Bösch et al.

Mit anderen Worten wollten der Emittent und die durchschnittlichen professionellen Anleger zum Zeitpunkt der Ausgabe des betreffenden Instruments am wahrscheinlichsten eine Vereinbarung, den CHF-LIBOR (oder den auf dem CHF-LIBOR basierenden allgemein akzeptierten Referenzzinssatz) durch den nachfolgenden branchenüblichen und vorherrschenden Referenzzinssatz für CHF-denominierte variabel verzinsliche Anleihen zu ersetzen und alle Anpassungen dieses Zinssatzes vorzunehmen, die notwendig sind, um, soweit unter den Umständen vernünftigerweise durchführbar, jeglichen wirtschaftlichen Nachteil bzw. Vorteil für den Emittent und die Halter infolge der Ersetzung des CHF-LIBOR zu verringern oder zu beseitigen.⁴² Dies könnte durch die Verwendung des – für variabel verzinsliche Anleihen von der NAG empfohlenen – Compounded⁴³ SARON mit Anwendung einer Margenanpassung (eines *credit adjustment factors*) zum Zeitpunkt der Umstellung erreicht werden, der die systematischen bzw. konzeptionellen Unterschiede zwischen SARON und CHF-LIBOR ausgleicht. Als Basis für diese Margenanpassung sollte die etablierte ISDA Methodik gewählt werden. Dieses Vorgehen wurde von der NAG auch explizit als Empfehlung gutgeheissen, und zwar für den Reset bei hybriden Anleihen als auch bei variabel verzinslichen Anleihen mit CHF-LIBOR Legacy.⁴⁴

Mit dieser Auslegung und Nachfolgelösung sollten die meisten Anleihebedingungen von Legacy Bonds einer sinnvollen Lösung zugeführt werden können – bereits durch Auslegung der betreffenden Anleihebedingungen gestützt auf das Vertrauensprinzip eines durchschnittlichen berufsmässigen Investors sowie auf die allgemeinen Grundsätze des Schweizer Rechts. So liessen sich auch unnötige Kosten und Aufwände von Gläubigerversammlungen vermeiden – deren wohl unvermeidliche und absehbare Lösung für betroffene CHF-LIBOR basierte Anleihen angesichts der klar vorgeschlagenen und einzig verfügbaren Alternative dasselbe Ergebnis wäre.

Lediglich dann, wenn die Anleihebedingungen bereits eine klare Regelung enthalten, die eine Möglichkeit zur Berechnung des Zinssatzes bietet, wenn der CHF-LIBOR *definitiv* eingestellt wird (statt nur vorübergehend nicht verfügbar ist), besteht wenig Spielraum entgegen der klaren Regelung für ein Vorgehen wie vorstehend dargelegt. Dies gilt – ohne Änderung der betreffenden Klausel – leider auch dann, wenn sich der aus einer solchen Auffangregelung resultierende Zinssatz weder für die Halter noch für den Emittenten als vorteil-

⁴² Vgl. bereits Bösch et al.

⁴³ Zum „Compounding“, vgl. Favre, 71.

⁴⁴ Siehe National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, 2. Februar 2021.

haft erweist.⁴⁵ Die Einführung einer anderen (z.B. Fallback-) Regelung, welche die dargelegten Grundsätze berücksichtigt, sollte jedoch für die Anleihegläubiger neutral sein und könnte daher von der gemäss Art. 1181 OR erforderlichen Mehrheit (mehr als die Hälfte des an der Anleihegläubigerversammlung tatsächlich vertretenen Nennwertes der Anleihen) genehmigt werden, vorbehaltlich strengerer Anforderungen in den Anleihebedingungen selbst.

b) *Lösung durch Gläubigerversammlungen*

Ist die konkrete Auslegung nicht zielführend oder überzeugend genug, um den Emittenten und Anleiensvertretern genügend Komfort zu geben, bleibt immer die Möglichkeit einer Änderung der Anleiensbedingungen.

Wendet man Art. 1170, 1173 oder 1181 OR auf die Situation der Legacy Bonds an, so kommt es also vor allem auf die Auswirkungen der Einführung des alternativen Referenzzinssatzes auf die Halter an.

Führt die Verwendung eines neuen Referenzzinssatzes anstelle des CHF-LIBOR dazu, dass der Zinssatz effektiv um bis zur Hälfte des in den Anleihebedingungen vorgesehenen Zinssatzes reduziert würde, müsste nach Art. 1170 OR mindestens eine Zweidrittelmehrheit des im Umlauf befindlichen Nennwertes zur Gültigkeit des Beschlusses eingeholt werden. Ginge die Reduktion darüber hinaus, könnte dies nur durch eine einstimmige Zustimmung erreicht werden. Ganz unabhängig von der praktischen Unmöglichkeit wäre es sehr unwahrscheinlich, dass die Obligationäre einer solchen Änderung zu ihren Ungunsten zustimmen würden. Ist die Umstellung wirtschaftlich neutral, würde die Mehrheit der an der Anleihegläubigerversammlung tatsächlich vertretenen Stimmen genügen.

Die entscheidende Frage ist also, wie ein möglichst wirtschaftlich bzw. ökonomisch neutrales Ergebnis erreicht werden kann, d.h. wie der Fortbestand der den Anleiensbedingungen zugrundeliegenden wirtschaftlichen Vereinbarung über den Zinssatz sichergestellt werden kann.

Diese Frage kann unterdessen mit Blick auf die Derivatewelt besser beantwortet werden. Wie bereits ausgeführt, ist betreffend die Nachfolgelösung für CHF-LIBOR die Umstellung auf SARON, bei Anleihen v.a. auch Compounded SARON, mit Anwendung einer Margenanpassung gemäss *adjustment spread* der ISDA etabliert und weitherum empfohlen, auch von der NAG für Anlei-

⁴⁵ Z.B. wenn in den Bedingungen letztlich die Fortführung des letzten Zinssatzes auf Festzinsbasis vorgesehen ist und die Zinssätze danach deutlich steigen (negativ für den Emittenten) oder fallen (negativ für die Halter).

hensobligationen. Eine solche Umstellung ist wirtschaftlich für Emittenten und Anleiensgläubiger neutral⁴⁶ – und somit mit der Mehrheit des Art. 1181 OR einführbar.

3. Praktischer Ansatz – risikobasiertes Vorgehen

Angesichts der Erkenntnis, dass die Umstellung auf SARON mit einem *adjustment spread* nicht nur die weitherum akzeptierte und empfohlene, sondern für CHF-LIBOR wohl auch die einzig verfügbare sinnvolle Lösung ist, könnten Emittent einen praktikablen Ansatz wählen:

- Die relevanten Anleihebedingungen sollten dahingehend analysiert werden, ob eine explizite Lösung für den definitiven Wegfall des CHF-LIBOR getroffen wurde.
- Ist dies nicht der Fall, muss untersucht werden, ob der gewählte Ansatz potenziell ein Verzugsfall darstellen kann und wer in einem solchen Fall berechtigt wäre, die Anleihen zu fällig zu stellen. Im Falle von Bedingungen, die schweizerischem Recht unterliegen, kann häufig nur der Anleiensvertreter (*bondholder representative*) die Anleihe vorzeitig fällig stellen. Aus diesem Grund ist es ratsam, dass jeder Emittent sein Vorgehen mit dem/ den jeweiligen Vertreter(n) der Anleiensgläubiger abstimmt. Der Anleiensvertreter handelt als Stellvertreter mit direkter Wirkung für die Gläubigergemeinschaft und übt als Vertragsvertreter (Art. 1158 Abs. 1 OR) – vorbehaltlich abweichender Regelung in den Emissionsbedingungen – eine Doppel- bzw. Vermittlerfunktion zwischen Anleiensschuldner und Anleiensgläubiger aus und hat die Interessen beider wahrzunehmen.⁴⁷ Es müssten sehr ausserordentliche Umstände vorliegen, die einem Vorgehen wie angeregt (Umstellung auf den empfohlenen SARON mit empfohlener Margenanpassung) entgegenstehen würden.

Aus den ausgeführten Gründen könnte wohl in den meisten Fällen der Legacy Bonds auf die Durchführung einer Gläubigerversammlung verzichtet werden – sie hätte auch keinen ersichtlichen Mehrwert für die Gläubiger.

Selbst wenn dem Wegfall des CHF-LIBOR durch eine blosser Auslegung der Anleihebedingungen (d.h. nicht durch eine Änderung) Rechnung getragen werden kann, muss der neue Referenzzinssatz bzw. der neue Mechanismus zur Berechnung des Zinssatzes den Obligationären mitgeteilt werden. Dem-

⁴⁶ Der wirtschaftliche Effekt muss nicht fortlaufend oder zu einem bestimmten Zeitpunkt danach gemessen werden. Vgl. auch Bösch et al.

⁴⁷ Daeniker, 120 ff.; BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1158, N 1, 4; HK OR-Kuhn, Art. 1158, N 6; Gotschev/Groner, 390; KUKO OR-Bösch/Leisinger, Art. 1158–1163, N 4.

entsprechend muss der Emittent eine Mitteilung gemäss den Anleihebedingungen und – bei an der SIX Swiss Exchange kotierten Anleihen – eine offizielle Mitteilung veröffentlichen.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum Wertpapierrecht, Art. 965–1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a–108d IPRG, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 1. A., Basel 2012 (zit. BSK Wertpapierrecht-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Bösch René et al., Discontinuation of LIBOR and Swiss Law-Governed Legacy Bonds – Time to Take a Closer Look, CapLaw-2019-28.
- Brändli Beat, Wechsel von LIBOR zu SARON, AJP 2019, 1260 ff.
- Choudhury Roy/ O'Brien Kerry, Ernst & Young, Fallback language: Addressing the legal and contractual challenges of IBOR transition, 2019, abrufbar unter <https://www.ey.com/en_gl/ibor/how-to-address-the-legal-and-contractual-challenges-of-ibor-transition>.
- Daeniker Daniel, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992.
- Favre Oliver, LIBOR Transition for Derivatives Transactions, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen, Zürich 2020.
- Groner Roger/Gotschev Georg, Zur Auslegung von Anleihebedingungen, GesKR 2007, 385 ff.
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht – GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere – Bucheffektengesetz Art. 772–1186 OR und BEG, in: Roberto Vito/Trüeb Hans R. (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016a (zitiert: HK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- ICE Benchmark Administration, Press Release, 30. November 2020, abrufbar unter <<https://ir.theice.com/press/news-details/2020/ICE-Benchmark-Administration-to-Consult-on-Its-Intention-to-Cease-the-Publication-of-One-Week-and-Two-Month-USD-LIBOR-Settings-at-End-December-2021-and-the-Remaining-USD-LIBOR-Settings-at-End-June-2023/default.aspx>>.
- Kurzkommentar Obligationenrecht, in: Honsell Heinrich (Hrsg.), Basel 2014 (zit. KUKO OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Maurenbrecher Benedikt/Eckert Fabrice, Negativzinsen im Kreditgeschäft, GesKR 2020, 399 ff.
- National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, Discussion paper on SARON Floating Rate Notes, 2. Juli 2019, abrufbar unter <https://www.snb.ch/n/mmr/reference/SARON_FRN_20190702/source/SARON_FRN_20190702.n.pdf>.
- National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, Press Release, 30. September 2020, abrufbar unter <https://www.snb.ch/n/mmr/reference/minutes_20200929/source/minutes_20200929.n.pdf>.

- National Working Group on Swiss Franc Reference Rates, Press Release, 2. Februar 2021, abrufbar unter <https://www.snb.ch/n/mmr/reference/minutes_20210201/source/minutes_20210201.n.pdf>.
- Odaro Esohe Denise, The Great Transition: The search for a libor replacement, in: The International Debt Capital Markets Handbook 2020, 23rd edition, 38 ff.
- Orell Füssli Kommentar, OR Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, in: Kostkiewicz et al (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016 (zit. OK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Pfenninger Markus, Auslegung von Anleihsbedingungen, Diss. Zürich 1995.
- Schrimpf Andreas/Sushko Vladyslav, Nach dem LIBOR: eine Einführung zu den neuen Referenzsätzen, BIZ Quartalsbericht, 5. März 2019, 1 ff.
- Weber Mark M., Schutz der Anleihsgläubiger bei kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen, Diss. Zürich 1990.
- Wherlock Alexander/Bösch René/Leisinger Benjamin, Derivatverträge und bevorstehender LIBOR-Wegfall, GesKR 2020, 471 ff.
- Zobl Dieter, Änderungen von Anleihsbedingungen, SZW 1990.

Spin-offs bei Publikumsgesellschaften

Daniel Raun/Anna Capaul*

Inhalt

I.	Einleitung	76
II.	Begriff und Merkmale	76
	1. Begriff und Abgrenzung	76
	2. Merkmale	77
III.	Gründe, (erhoffte) Vorteile und Nachteile	78
	1. Gründe für einen Spin-off	78
	2. Mögliche Nachteile	80
IV.	Alternativen	80
	1. Spin-off vs IPO	81
	2. Spin-off vs Verkauf	82
	3. Dual Track	83
V.	Ablauf des Spin-off	84
	1. Schritt 1: Ausgliederung	85
	a) Ziel der Ausgliederung	85
	b) Identifizierung und Übertragung der Gegenstände der Ausgliederung	85
	c) Rechtliche Gestaltung der Ausgliederung	86
	aa) Einzelrechtsnachfolge	86
	bb) Gesamtrechtsnachfolge	87
	cc) Vermögensübertragung nach FusG	87
	dd) Spaltung nach FusG	89
	2. Schritt 2: Übertragung an Aktionäre	90
	a) Übertragung im Allgemeinen	90
	b) Übertragung durch Ausschüttung	91
VI.	Kotierung	92
	1. Kotierungsvoraussetzungen	92
	a) Anforderungen an den Emittenten	93
	b) Anforderungen an die Effekten	94
	2. Prospektpflicht bzw. Ausnahmen	94
VII.	Steuerrechtliche Aspekte	97

* Die Autoren bedanken sich bei Markus Mühlemann, dipl. Steuerexperte, Ökonom, Partner bei Riedweg & Partner, für den wertvollen Beitrag zu den in diesem Artikel erläuterten steuerrechtlichen Aspekten.

VIII. Haftungsfragen	99
IX. Pflichten ab Kotierung	101
X. Fazit	102
Literaturverzeichnis	103

I. Einleitung

Spin-offs von Publikumsgesellschaften haben in der Schweiz seit Ende der Neunzigerjahre und Beginn der Nullerjahre, als unter anderem die Ciba Spezialitätenchemie, Lonza, Givaudan und Syngenta aus Spin-off Transaktionen hervorgingen, einen festen Platz in der Schweizer Unternehmenslandschaft. Sie sind somit auch in der Schweiz keine neuere Erscheinung mehr – aber nach wie vor aktuell. Von den 20 aktuell dem Swiss Market Index (SMI) angehörenden Unternehmen sind mit Lonza, Givaudan und Alcon immerhin drei Unternehmen einem Spin-off, im Sinne des Begriffsverständnisses dieses Artikels (s. dazu sogleich, [II.1](#)), entsprungen. In den letzten beiden Jahren erfolgten nebst dem Spin-off von Alcon jene von Ina Invest Holding durch Implenia und von V-ZUG durch die Metall Zug Gruppe, letztere inmitten der durch die COVID-19 Pandemie verursachten Krise. Und auch zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses waren weitere Spin-offs angekündigt.

II. Begriff und Merkmale

i. Begriff und Abgrenzung

Der Begriff *Spin-off* wird nicht einheitlich verwendet. Gelegentlich dient er als Sammelbegriff für unterschiedliche Formen von Desinvestitionstransaktionen, die eine zumindest teilweise Separierung eines Unternehmensteils von einem Unternehmen zum Gegenstand haben. In anderem Kontext wiederum wird Spin-off sehr spezifisch als Ausschüttung der Aktien einer Gesellschaft durch deren Mutter an ihre Aktionäre verstanden (was der in den letzten Jahren gebräuchlichen Strukturierungsform entspricht; vgl. unten, [V](#)). Es ist deshalb angezeigt, den Begriff zu definieren und von anderen Begriffen bzw. Transaktionsformen abzugrenzen.

Unter Spin-off verstehen die Autoren im Kontext des vorliegenden Beitrags die Verselbständigung eines Geschäftsbereichs eines börsenkotierten Unternehmens durch Übertragung der entsprechenden Vermögenswerte auf eine (in der Regel neu gegründete) Tochtergesellschaft und Übertragung der Aktien

dieser Tochtergesellschaft an die Aktionäre des Unternehmens *pro rata* ihrer Beteiligung, wobei für die Aktien der Tochtergesellschaft ebenfalls eine Handelszulassung an einem Handelsplatz (oder allenfalls auch an mehreren Handelsplätzen) erwirkt wird. Seltener wird auch der Begriff *Spin-out* verwendet.

Davon abzugrenzen ist zunächst der (*Equity*) *Carve-out*, welcher üblicherweise als Platzierung bei Investoren von Aktien der Tochtergesellschaft durch deren Muttergesellschaft im Rahmen eines Börsengangs (*Initial Public Offering*, IPO) verstanden wird. Im Gegensatz zum *Spin-off* erhalten somit grundsätzlich nicht die Aktionäre der Muttergesellschaft selbst die Aktien (es ist diesen aber natürlich unbenommen, im IPO Aktien zu zeichnen). Daneben werden mit *Carve-out* regelmässig auch andere Rechtsgeschäfte bezeichnet, mittels derer ein Unternehmensteil oder auch nur einzelne Vermögenswerte aus einem Unternehmen herausgelöst werden.

Bei der – nicht nur in der Schweiz – wenig verbreiteten Transaktionsform des *Split-off* erhalten die Aktionäre des Mutterunternehmens die Wahl, ihre Aktien an der Muttergesellschaft ganz oder teilweise gegen Aktien der Tochtergesellschaft zu tauschen. Bei dieser Form folgt die Beteiligung an der Tochtergesellschaft somit nicht *pro rata* der Beteiligung der Aktionäre an der Muttergesellschaft. Die Abspaltung ist also asymmetrisch.¹

Der Begriff der *Abspaltung* wird sowohl in einem engen, technischen Sinne für eine der beiden Formen der fusionsrechtlichen Spaltung (Art. 29 lit. b FusG), in Abgrenzung zur Aufspaltung, wie auch gelegentlich als Sammelbegriff verwendet. Ähnlich verhält es sich mit dem Begriff *Demerger*. Im fusionsrechtlichen Sinne ist die Abspaltung für *Spin-offs* höchst selten von praktischer Relevanz, erfolgt diese doch meist im Wege einer altrechtlichen Spannung (s. unten, [V](#)). Sofern nachfolgend von Abspaltung gesprochen wird, ist mangels anderslautender Angaben der Begriff nicht im technischen Sinne nach Fusionsgesetz zu verstehen.

2. Merkmale

Bei einem *Spin-off* im Sinne des vorliegenden Beitrags handelt es sich somit um eine Separierungstransaktion, wodurch aus einem Unternehmen zwei typischerweise rechtlich und wirtschaftlich (auch finanziell) vollständig unab-

¹ Büchi, 15; in der steuerrechtlichen Terminologie des Kreisschreibens (Kreisschreiben Nr. 5 der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 1. Juni 2004 betreffend Umstrukturierungen) erfolgt die Abgrenzung zwischen *Spin-off* und *Split-off* danach, ob eine Kapitalherabsetzung der übertragenden Gesellschaft erfolgt.

hängige Unternehmen entstehen. Das abgespaltene Tochterunternehmen wird im Rahmen des Spin-off ebenfalls an einer Börse – typischerweise, aber nicht zwingend, an derselben Börse wie der abspaltende Konzern – kotiert.²

In der gängigen Strukturierungsvariante mit Ausschüttung der Aktien als Sachdividende (vgl. unten, [V.2.b](#)) sind zudem – sofern der Spin-off ein vollständiger und nicht bloss ein partieller ist (d.h. sämtliche Aktien an der Tochtergesellschaft ausgeschüttet werden)³ – das Aktionariat der Mutter und der Tochter anfänglich identisch, wobei die Aktionäre die Möglichkeit haben, die erhaltenen Aktien unmittelbar nach Erhalt über die Börse abzustossen.

Der Spin-off als solcher führt in der Regel zu keinem Mittelzufluss, zumindest wenn er wie in den letzten Jahren üblich über eine Sachdividende erfolgt. Aus Sicht der Muttergesellschaft handelt es sich um einen Ausschüttungstatbestand, dem keine Gegenleistung der Aktionäre, die die Aktien als Sachdividende erhalten, gegenübersteht. Aus Sicht der abgespaltenen (Tochter-)Gesellschaft erfolgt lediglich ein Aktionärswechsel, der ohne Auswirkungen auf Aktiven und Passiven der Gesellschaft bleibt. Sollen der Tochtergesellschaft Mittel zufließen, so besteht beispielsweise die Möglichkeit, zeitgleich mit dem Spin-off eine Kapitalerhöhung durchzuführen, in der die Aktionäre der Muttergesellschaft Bezugsrechte zur Zeichnung neu ausgegebener Aktien der Tochtergesellschaft erhalten. Ausübende Aktionäre erhalten in der Folge zusätzlich zu den an sie ausgeschütteten (bestehenden) Aktien an der Tochtergesellschaft im Umfang ihrer Bezugsrechtsausübung auch neue Aktien. Aktien, für welche Bezugsrechte nicht ausgeübt werden, werden typischerweise im Markt veräussert. Der Tochtergesellschaft fließen dadurch Mittel im Umfang des Bezugspreises der neuen Aktien zu.

III. Gründe, (erhoffte) Vorteile und Nachteile

i. Gründe für einen Spin-off

Einem Spin-off Vorhaben können unterschiedliche Motive zugrunde liegen, wobei letztlich meist die Erwartung im Vordergrund steht, dass die abspaltende Muttergesellschaft und in der Regel auch die abgespaltene Tochtergesellschaft hinsichtlich Strategie, Bewertung, Ressourcen, Perzeption im Markt und/oder anderer Faktoren durch den Spin-off begünstigt werden. Da wie

² In diesem Beitrag wird jeweils von einer Kotierung an der SIX Swiss Exchange ausgegangen und deshalb auf die Kotierungsregularien der SIX Exchange Regulation Bezug genommen.

³ Bsp.: Der Spin-off von Ina Invest Holding war insofern ein partieller Spin-off, als Implenia eine Beteiligung von ca. 43% an der operativen Tochtergesellschaft Ina Invest behielt.

oben geschildert ein Spin-off im Normalfall keinen Mittelzufluss bewirkt, ist die Kapitalbeschaffung kein Grund, der für einen Spin-off spricht. Nicht selten erfolgt ein Spin-off auf Druck (aktivistischer) Aktionäre oder geben diese zumindest den Anstoss.⁴

Aus Sicht der Muttergesellschaft geht es bei einem Spin-off häufig um eine Fokussierung des eigenen Geschäfts durch Abstossen von Bereichen, die nicht oder nicht mehr als Teil des Kerngeschäfts betrachtet werden. Bei heutzutage nicht mehr so häufig vorkommenden Konglomeraten kann der Spin-off ein Mittel zur Entflechtung des Konglomerats sein. In diesem Zusammenhang wird häufig der Konglomeratsabschlag (*Conglomerate Discount*) genannt. Damit wird das Phänomen bezeichnet, dass Konglomerate an der Börse mit einem Abschlag zum wahren (inneren) Wert gehandelt werden, mit anderen Worten in solchen Fällen in den Augen der Investoren das Ganze weniger wert ist als die Summe seiner Teile.⁵ Mit der Aufspaltung des Konglomerats kann sich das Unternehmen dieses Abschlags entledigen, mithin den viel zitierten *Shareholder Value* schaffen. Ausserdem werden die beteiligten Unternehmen und insbesondere die typischerweise in besonderem Masse spezialisierte Tochtergesellschaft für Anleger attraktiver, die einen sehr sektorspezifischen Investitionsfokus haben.

Mit einem Spin-off können auch *negative Synergieeffekte* verringert werden. So kann der interne Wettbewerb um Kapital und andere Ressourcen einen Unternehmensteil in seiner Entwicklung lähmen, wenn die vorhandenen Mittel vornehmlich in andere Geschäftsbereiche investiert werden, die margenstärker sind oder als zukunftsträglicher erachtet werden. Ausserdem können abspaltende und abgespaltene Gesellschaft ihre Kapitalstruktur sehr spezifisch auf die Bedürfnisse des operativen Geschäfts und die Strategie massschneiden. Gleiches gilt auch für die Führungsstruktur. Ausserdem können Beteiligungspläne sowie andere variable Vergütungselemente einfacher an die massgebenden Parameter des betreffenden Geschäfts angeknüpft werden. Es gibt denn auch eine Reihe empirischer Studien, die zum Ergebnis gelangen, dass Spin-off Gesellschaften mittel- bis langfristig den Gesamtmarkt übertreffen und mehr (*Shareholder Value*) schaffen.

Schliesslich kann ein Spin-off eine Alternative zu anderen Transaktionsformen, insbesondere zu einem (privaten) Verkauf oder IPO (s. hierzu unten, [IV](#)),

⁴ Ein Beispiel der jüngeren Vergangenheit ist der Spin-off von Ina Invest, mit dem Implenia einer Forderung einer Aktionärsgruppe bestehend aus Veraison und Mark Rössler (via Parmino Holding) nachkam.

⁵ Büchi, 19.

sein, wenn die Verfolgung solcher alternativer Transaktionsformen zu keinem befriedigenden Ergebnis geführt hat oder aufgrund der Marktlage oder anderer Gründe wenig erfolgversprechend erscheint.

2. Mögliche Nachteile

Selbstverständlich können infolge der Separierung auch Nachteile eintreten, die sorgfältig gegen die erhofften Vorteile abgewogen werden wollen, bevor ein Entscheid zugunsten eines Spin-off oder einer Separierung auf anderem Weg gefällt wird. Zu den möglichen Nachteilen gehört insbesondere der mögliche Verlust von Synergien sowohl auf der Nachfrage- wie der Angebotsseite. Weiter ist eine Fokussierung auch gleichbedeutend mit einer Verringerung der Diversifikation, was das Unternehmen anfälliger für Krisen macht, die seinen Sektor oder vor- oder nachgelagerte Industrien betreffen oder übermäßig beeinträchtigen. Ausserdem wird ein kleineres, spezialisiertes Unternehmen eher das Ziel unerwünschter Übernahmebestrebungen. Der Prozess des Spin-off selbst bindet zudem viele Ressourcen, was das operative Geschäft beeinträchtigen kann. Ausserdem ist ein Spin-off mit beträchtlichen Kosten verbunden.

Sodann besteht besonders in den ersten Wochen und Monaten nach einem Spin-off ein erhöhtes Risiko eines volatilen Aktienpreises. Druck auf den Aktienpreis kann insbesondere dann entstehen, wenn die abspaltende Muttergesellschaft eine gewisse Indexzugehörigkeit, bspw. zu einem Blue Chip Index, hat und die abgespaltene Tochtergesellschaft in diesen nicht, oder nicht sofort, aufgenommen wird, sei es aufgrund mangelnder Marktkapitalisierung, des Fehlens eines für die Aufnahme in den betreffenden Index erforderlichen Track Records oder anderer Voraussetzungen oder weil der Index nicht laufend, sondern nur zu bestimmten Daten aktualisiert wird.⁶ Auch andere Investoren sind u.U. aus unterschiedlichen Gründen nicht an der an sie ausgeschütteten Aktie interessiert, stossen diese zeitnah ab und sorgen so für einen Angebotsüberhang am Markt und entsprechenden Druck auf den Aktienkurs.

IV. Alternativen

Im Rahmen der Abwägung der Vor- und Nachteile muss der Verwaltungsrat des veräusserungswilligen Unternehmens insbesondere entscheiden, auf welchem Weg der Betriebsteil veräussert werden soll. Die hauptsächlichen Alter-

⁶ So wird z.B. die Zusammensetzung des Swiss Market Index (SMI) nur einmal jährlich überprüft. Beim Spin-off der Alcon durch Novartis wurden die Aktien der Alcon im Rahmen einer ausserordentlichen Anpassung ab Kotierung in den SMI aufgenommen.

nativen sind der IPO oder der (private) Verkauf. Von diesen Alternativen ist der IPO dem Spin-off insofern näher, als aus beiden Transaktionen eine Publikumsgesellschaft hervorgeht, deren Aktien öffentlich gehandelt werden. Im Gegensatz dazu ist ein Verkauf grundsätzlich eine private Transaktion, in deren Folge der verkaufte Betriebsteil typischerweise in das Eigentum eines einzelnen Käufers (im Rahmen eines *Share Deals* oder eines *Asset Deals*) übergeht. Daneben gibt es nebst weiteren Gemeinsamkeiten eine Vielzahl zusätzlicher Unterschiede. Davon werden die wichtigsten nachfolgend erläutert.

1. Spin-off vs IPO

Gleich wie bei einem Spin-off müssen im Zeitpunkt des Börsenganges die Corporate Governance, die Führungsstrukturen und das Berichtswesen, Statuten und Reglemente, Mandats- und Arbeitsverträge der Organmitglieder und andere Dokumente der Tochtergesellschaft so ausgestaltet sein, dass sie den veränderten Umständen einer Publikumsgesellschaft Rechnung tragen und den Anforderungen nach Gesetz sowie Regularien des betreffenden Handelsplatzes (in der Schweiz typischerweise das Kotierungsreglement und die weiteren Reglemente und Richtlinien der SIX Swiss Exchange; vgl. zu den Kotierungsvoraussetzungen unten, [VI.1](#)) genügen. Im Rahmen von IPOs wird die Schaffung dieser Voraussetzungen häufig als *IPO Readiness* bezeichnet.

Den Spin-off und den IPO verbindet auch die hohe Publizität. In beiden Fällen ist ein Prospekt mit umfangreichen Informationen über die Gesellschaft, deren Aktien Investoren angeboten bzw. an die Aktionäre der abspaltenden Gesellschaften ausgeschüttet werden, zu erstellen (s. unten, [VI.2](#)). Beim Spin-off ist die Publizität insofern noch höher, als es einen Generalversammlungsbeschluss braucht und im Hinblick auf die Generalversammlung weitere Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen oder üblicherweise gestellt werden, beispielsweise in der Einladung zur Generalversammlung selbst oder in Form von Aktionärsbroschüren oder vergleichbaren Dokumenten (zur Frage der Haftungsansprüche auf der Grundlage solcher Dokumente s. unten, [VIII](#)).

Wie bereits erwähnt, führt ein Spin-off in seiner üblichen Form zu keinem Mittelzufluss bei den beteiligten Unternehmen. Demgegenüber kann die Muttergesellschaft, die die Aktien ihrer Tochtergesellschaft im Rahmen eines IPO bei Investoren platziert (bzw. durch ein Bankenkonsortium platzieren lässt), den Angebotspreis dieser Aktien abzüglich der nicht unerheblichen mit dem IPO verbundenen Kosten (u.a. Kommission der Banken und Honorare der beteiligten Berater) vereinnahmen. Sollen auch der Tochtergesellschaft Mittel zufließen, so werden im Rahmen des Börsengangs gleichzeitig neu ausgegebene Aktien (sog. *Primary Shares*) platziert.

Während beim Spin-off ein vollständiger „Exit“ der Muttergesellschaft möglich und die Regel ist, ist dies bei einem IPO üblicherweise nicht machbar.⁷ Es besteht nämlich in aller Regel die Erwartungshaltung der neuen Investoren, dass der verkaufende Aktionär während einer gewissen Dauer eine massgebliche Beteiligung behält. Indem er dadurch das wirtschaftliche Risiko der weiteren Entwicklung der Gesellschaft mitträgt, soll er gewissermassen den Tatbeweis erbringen, dass er selbst an das zukünftige Gedeihen der Gesellschaft glaubt.⁸ Dies wird umgesetzt, indem die Restbeteiligung des verkaufenden Aktionärs durch eine sog. *Lock-up* Vereinbarung mit einer Veräusserungssperre von 6 bis 18 Monaten belegt wird.⁹ Nach Ablauf des *Lock-up* erfolgt der Beteiligungsabbau typischerweise in mehreren Schritten (*Sell-down*).

Ein unter Umständen gewichtiger Unterschied besteht in der Transaktionssicherheit. Der Erfolg eines IPO hängt letztlich davon ab, dass eine ausreichende Anzahl Investoren gefunden werden kann, die bereit sind, Aktien zu kaufen. Gerade in einem volatilen Marktumfeld ist das häufig alles andere als gesichert und es ist in den letzten Jahren wiederholt vorgekommen, dass die sog. *Intention to Float* – die Absicht einen IPO durchzuführen – aufgrund mangelnder Investorennachfrage nicht umgesetzt werden konnte. Ausserdem besteht bei IPOs ein erhöhtes Risiko für Verzögerungen, denn es kann angezeigt sein, von einem ursprünglich gewählten Zeitplan abzuweichen, wenn das Marktumfeld für einen Börsengang ungünstig ist. Im Gegensatz dazu braucht es beim Spin-off keine kaufwillige Gegenseite. Unsicherheiten bezüglich der Realisierung können sich bei einem Spin-off allenfalls aufgrund der erforderlichen Genehmigung durch die Generalversammlung, der Notwendigkeit von positiven Steuervorbescheiden u.ä. ergeben. Eine eigentliche Marktabhängigkeit wie beim IPO besteht aber nicht.

2. Spin-off vs Verkauf

Ein privater Verkauf (*Trade Sale*) findet in einem gänzlich anderen rechtlichen und tatsächlichen Umfeld statt als Spin-offs und IPOs. Börsenrechtliche Bestimmungen gelangen abgesehen von allfälligen Melde- und Berichterstattungspflichten des verkaufenden Unternehmens und, im Falle einer Börsenkotierung, des Käufers grundsätzlich nicht zur Anwendung. Ausnahmen sind denkbar, wo das kaufende Unternehmen kotiert ist und eigene Aktien als Akquisitionswährung einsetzen will.

⁷ Einzige Ausnahme der letzten Jahre war der IPO von Landis Gyr, wo die verkaufenden Aktionäre Toshiba Corporation und INCJ im IPO ihre gesamte Beteiligung platzierten.

⁸ Courvoisier, 23.

⁹ Reutter, 29.

Grundlage der Transaktion ist ein Aktienkaufvertrag, der das Ergebnis von Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer ist und kaum zwingenden gesetzlichen Bestimmungen unterworfen ist. Das durch das Schweizerische Obligationenrecht vorgesehene dispositive Haftungsregime wird dabei fast ausnahmslos zugunsten vertraglicher Regelungen ausgeschlossen, die sich aber immerhin an gewissen Marktstandards orientieren. Anstelle der Prospekthaftung (dazu mehr unten, VIII) tritt die Haftung des Verkäufers für von ihm abgegebene Gewährleistungen und allfällige weitere, spezifische Schadloshaltungsverpflichtungen.

Wo beim IPO eine Veräusserung der gesamten Beteiligung die Ausnahme darstellt, ist sie bei einem Verkauf die Regel. Nicht selten erfolgt aber bei der Gegenleistung ein Teilrückbehalt (sog. *Escrow*), allenfalls eine gestaffelte und/oder zielabhängige Zahlung (*Deferred Purchase Price Payment/Earn-out*). Zudem kommt es im Nachgang zu M&A-Transaktion sehr regelmässig zur Geltendmachung von Ansprüchen durch Käufer, insbesondere aufgrund der Verletzung von Gewährleistungen, während Fälle von erfolgreich geltend gemachten Prospekthaftungsansprüchen höchst selten vorkommen.

3. Dual Track

Mit Dual Track wird eine besondere Transaktionsform bezeichnet, in der zeitgleich ein M&A-Verkaufsprozess durchgeführt und ein IPO vorbereitet werden. Die Entscheidung für die eine oder andere Alternative kann dabei u.U. sehr spät im Prozess erfolgen, unter Berücksichtigung der dann vorherrschenden Marktverhältnisse und Bewertung bzw. der vorliegenden Angebote potenzieller Käufer.¹⁰ Der M&A-Prozess wird dabei – eine Mehrzahl von interessierten Bietern vorausgesetzt – im Auktionsverfahren durchgeführt.

Ein Dual Track-Prozess bringt hauptsächlich zwei Vorteile mit sich. Erstens erhöht er die Transaktionssicherheit. Ist im Zeitpunkt, in dem der Verkauf umgesetzt werden soll, der Kapitalmarkt für den IPO nicht zu einer als angemessen erachteten Bewertung der Gesellschaft aufnahmefähig, so steht der Verkauf auf dem M&A-Track offen. Wird sich die Verkäuferin mit keinem Kaufinteressenten handelseinig oder begegnet der Verkauf anderen Schwierigkeiten (z.B. im Rahmen von Bewilligungsverfahren unter Kartellrecht oder Investitionskontrollen), hat sie im IPO eine Alternative. Zweitens kann mit dem Dual Track Verfahren der Erlös maximiert werden, wobei aber der zweigleisige Prozess auch zu höheren Kosten führt.¹¹

¹⁰ Weber/Candreia, 90 f.

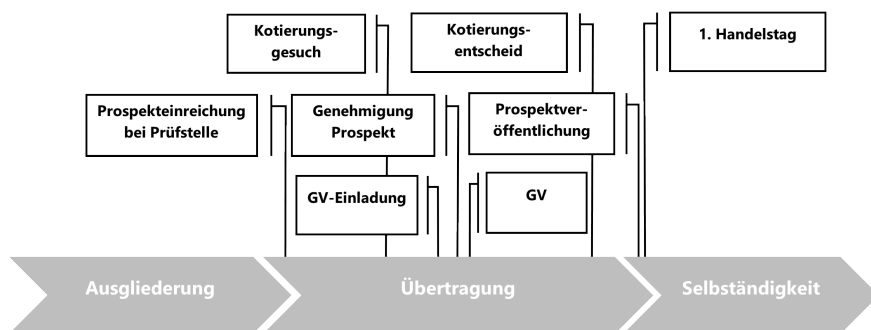
¹¹ Courvoisier, 8 f.; Weber/Candreia, 72 ff.

V. Ablauf des Spin-off

Obwohl das Fusionsgesetz seit nunmehr 17 Jahren das Instrument der Spaltung (Art. 29 ff.) bereitstellt, mittels dessen sich (in der Variante der Abspaltung) der bei einem Spin-off beabsichtigte Endzustand in einem einzigen rechtlichen Schritt bewerkstelligen liesse, fristet die fusionsrechtliche Spaltung in der Praxis ein Schattendasein und war für Spin-offs kaum je von praktischer Bedeutung.¹² Es ist heute auch weitgehend unbestritten, dass trotz Inkrafttreten des Fusionsgesetzes Umstrukturierungen ausserhalb dessen Anwendungsbereichs nach wie vor zulässig sind und somit diesbezüglich auch kein Numerus Clausus besteht.¹³ Ein Teil der Lehre will aber die besonderen Schutzbestimmungen des Fusionsgesetzes auch auf das nachfolgend beschriebene Verfahren in zwei Schritten angewendet sehen.¹⁴

Stattdessen werden Spin-offs in aller Regel weiterhin mittels der sog. altrechtlichen Spaltung, einem Verfahren, das vor dem Fusionsgesetz geprägt wurde und auch über dessen Inkrafttreten hinaus die bevorzugte Variante für Spin-offs darstellt, in einem zweistufigen Verfahren durchgeführt. Zunächst werden die abzuspaltenden Aktiven und Passiven innerhalb des Konzerns in eine Tochtergesellschaft ausgegliedert. Sodann werden in einem zweiten Schritt die Aktien dieser Tochtergesellschaft zeitgleich mit deren Kotierung an die Aktionäre der Konzernobergesellschaft übertragen. Mit Vollzug dieses zweiten Schritts erlangt die Tochtergesellschaft die rechtliche Selbständigkeit.

Die nachfolgende Grafik zeigt eine vereinfachte Darstellung des Ablaufs dieses Verfahrens (zur Kotierung und Prospekt s. [VI](#), unten).



¹² Watter/Büchi, Mauerblümchen, 164; eine Ausnahme bildet die gemäss Mitteilung vom Mai 2021 durch die Sulzer AG beabsichtigte Abspaltung ihrer Applicator System Division.

¹³ BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 29, N 15 f.; Glanzmann, N 980 ff.; Vischer, 575.

¹⁴ So insbesondere Böckli, § 3 Rz. 342a mit Hinweisen in Fn. 826 auf die wohl herrschende Lehre, die die Anwendbarkeit der fusionsrechtlichen Schutzbestimmungen ablehnt.

i. Schritt 1: Ausgliederung

a) Ziel der Ausgliederung

Der erste Schritt des Spin-off, die Ausgliederung, umfasst die Vorbereitung und anschliessende Vornahme eines u.U. sehr umfangreichen und komplexen Bündels von Massnahmen, um den zu verselbständigenden Geschäftsbereich so zu strukturieren, dass er anschliessend an die Aktionäre übertragen werden kann. Nach Abschluss dieses Schrittes sollen sämtliche Aktiven und Passiven dieses Geschäftsbereichs in einer (in der Regel direkt durch die Konzernobergesellschaft gehaltenen) Konzerngesellschaft (oder in durch diese gehaltenen Tochtergesellschaften) eingebracht sein.

b) Identifizierung und Übertragung der Gegenstände der Ausgliederung

In einem ersten Schritt sollen der zu separierende Betriebsteil, d.h. sämtliche diesem zugehörigen Aktiven und Passiven einschliesslich Vertragsverhältnissen und Mitarbeitern, auf eine – häufig neu gegründete – Tochtergesellschaft übertragen werden. Dies bedingt notwendigerweise, dass der abspaltungswillige Konzern den betreffenden Betriebsteil klar definiert und abgrenzt. Anschliessend sind alle dem so definierten Perimeter zugehörigen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten zu identifizieren. Der Aufwand hierfür kann gerade in grossen, in einer Vielzahl von Ländern operierenden Unternehmen abhängig vom Grad der Verflechtung und Überlappung mit den übrigen Aktivitäten des Konzerns erheblich sein.

Sind die Aktiven und Passiven erst einmal identifiziert, so müssen diese in einem nächsten Schritt innerhalb des Konzerns herausgelöst und von den übrigen Geschäftsbereichen getrennt werden. Auch hier ist der Aufwand umso grösser, je stärker die einzelnen Betriebsteile ineinander verflochten sind. Dies gilt insbesondere dann, wenn die verschiedenen Geschäftsbereiche nicht jeweils durch dedizierte Gruppengesellschaften betrieben werden, mit anderen Worten in ein- und derselben Gesellschaft sowohl Vermögenswerte, Verbindlichkeiten, Vertragsverhältnisse und Mitarbeiter des verbleibenden wie auch des auszusondernden Betriebsteils enthalten sind. Noch komplexer wird die Separierung, wenn bestimmte Mitarbeiter, Verträge (z.B. Supply-Verträge) und Vermögenswerte sowohl für die verbleibenden wie auch den abzuspaltenden Geschäftsbereich Aufgaben wahrnehmen bzw. beiden dienen. Sind die Vermögenswerte zudem auf Tochtergesellschaften in verschiedenen Jurisdiktionen verteilt, so ist bereits der Koordinationsaufwand an sich erheblich, weil in jedem betroffenen Land Rechts- und Steuerberater engagiert und deren Vorgehen aufeinander abgestimmt werden muss. Wurde hingegen der abzu-

spaltende Betriebsteil bereits in der Vergangenheit mit einem hohen Grad an struktureller und operativer Selbständigkeit geführt, so fällt der Aufwand typischerweise geringer aus.

c) *Rechtliche Gestaltung der Ausgliederung*

Wie die Ausgliederung konkret umgesetzt wird, hängt primär von rechtlichen und steuerlichen Überlegungen ab und davon, welches rechtliche Instrumentarium unter den betroffenen Rechtsordnungen zur Verfügung steht. Aus rechtlicher Sicht sind bei der Strukturierung u.a. zu berücksichtigen, ob durch die Ausgliederungsschritte Informations- oder Konsultationsverfahren (z.B. arbeitsrechtliche), Melde- oder behördliche Genehmigungspflichten, Zustimmungserfordernisse Dritter (z.B. Vertragsparteien) oder Gläubigerschutzvorschriften ausgelöst werden bzw. zur Anwendung gelangen. Verfügen die beteiligten Rechtsträger über behördliche Bewilligungen, beispielsweise weil sie im Banken- oder Versicherungsbereich tätig sind, so sind diese normalerweise nicht übertragbar. Bezieht sich die Bewilligung auf einen Geschäftsbereich, der Gegenstand des Spin-off sein soll (und wird sie für das verbleibende Geschäft nicht auch benötigt), so wird deshalb idealerweise der Bewilligungsträger mit ausgegliedert, ansonsten ein neues Bewilligungsverfahren durchlaufen werden muss.

Aus Schweizer Sicht bestehen verschiedene Möglichkeiten, den abzuspaltenden Geschäftsbereich aus dem Gesamtkonzern herauszulösen. Dabei kann unterschieden werden zwischen der Übertragung einzelner Aktiven und Passiven einerseits und der Vornahme von Handlungen, die eine Gesamtrechtsnachfolge (Universalsukzession) bewirken, andererseits. Zu letzteren gehören die fusionsrechtlichen Tatbestände, insbesondere die Vermögensübertragung und die bereits erwähnte Spaltung.

aa) *Einzelrechtsnachfolge*

Sollen Übertragungen im Sinne einer Einzelrechtsnachfolge erfolgen, so muss nach den jeweiligen für die betreffenden Vermögenswerte, Rechte oder Verbindlichkeiten geltenden Regeln übertragen werden, also bspw. durch Verschaffung des Besitzes an beweglichen Sachen, Abtretung von Immaterialgüterrechten (und gegebenenfalls Registereintragung zur Wirkung gegenüber Dritten) und Grundbuchanmeldung bei Grundstücken. Das mag zunächst gegenüber einer Universalsukzession umständlich erscheinen. Das Vorgehen mittels Einzelübertragungen hat aber den Vorteil, dass die betreffenden Aktiven und Passiven ganz gezielt ausgesondert werden können und nicht unbeabsichtigt z.B. Verbindlichkeiten auf die später abzuspaltende Tochter-

gesellschaft übergehen. Sodann gelangen die teils problematischen Gläubigerschutz- und Haftungsbestimmungen des Fusionsgesetzes nicht zur Anwendung und auch die Handelsregisterpublizität entfällt.

Nachteilig kann das Vorgehen vor allem in Bezug auf Verträge sein, da zu deren Übertragung die Zustimmung der jeweiligen Gegenpartei eingeholt werden muss, sofern nicht der Vertrag die zustimmungslose Übertragung erlaubt (was selten der Fall ist). Typischerweise wird zwischen den an der Übertragung beteiligten Konzerngesellschaften vereinbart, dass mangels einer Einwilligung der Drittpartei das Vertragsverhältnis treuhänderisch auf Rechnung jener Gesellschaft weitergeführt wird, an die der Vertrag hätte übertragen werden sollen,¹⁵ zusammen mit einer Verpflichtung, die Übertragung auf einen späteren Zeitpunkt dennoch weiterhin anzustreben.

Ausgliederungsschritte mittels Einzelübertragung können u.a. im Rahmen eines „einfachen“ Verkaufs zwischen Konzerngesellschaften, mittels Sacheinlagen oder allenfalls Zuschüssen, oder durch Ausschüttung erfolgen. Entscheidend sind hier in der Regel, neben der Frage, wo im Konzern sich die entsprechenden Vermögenswerte anfänglich befinden und welche Endsituation angestrebt wird, steuerrechtliche Aspekte.

bb) Gesamtrechtsnachfolge

Für die Aufgliederung im Vorgang zu einem Spin-off ist als Institut der Gesamtrechtsnachfolge vorderhand primär die Vermögensübertragung und in geringerem Masse allenfalls die Spaltung (in aller Regel in der Form der Abspaltung) relevant. Fusionen können bisweilen dann zur Anwendung gelangen, wenn es darum geht, nach der erfolgten Aufgliederung die Gruppenstruktur (auf Seiten des abzuspaltenden und/oder des verbleibenden Teils der Gruppe) zu vereinfachen, indem – primär über Mutter-Tochter-Fusionen – Einheiten verschmolzen werden. Nachfolgend werden deshalb nur die Vermögensübertragung und die Spaltung näher beleuchtet.

cc) Vermögensübertragung nach FusG

Für die Vermögensübertragung nach FusG spricht die Universalsukzession gemäss Art. 73 FusG, womit gegenüber der Einzelrechtsnachfolge die Notwendigkeit entfällt, sämtliche Objekte der Übertragung einzeln zu benennen. Dieser Vorteil wird aber in zweifacher Hinsicht relativiert. Erstens sind im Rahmen des Inventars nach Art. 71 Abs. 1 lit. b FusG die zu übertragenden Ge-

¹⁵ Gerhard/Hasler, 230.

genstände des Aktiv- und Passivvermögens „eindeutig zu bezeichnen“. Eine Erleichterung besteht somit nur insofern, als wohl auch eine gruppenweise bzw. pauschale Bezeichnung der Vermögensgegenstände den Anforderungen des Gesetzes genügt, vorausgesetzt die Vermögenswerte sind bestimmbar.¹⁶ Zweitens sind Grundstücke, Wertpapiere und immaterielle Werte auch im Rahmen der Vermögensübertragung einzeln aufzuführen. In der Praxis kann dies die Vorteile der Vermögens- gegenüber der Einzelrechtsübertragung im Einzelfall relativieren.

Ein weiterer Vorteil besteht in Bezug auf Verträge mit Drittparteien – zumindest wenn man der herrschenden Lehre folgt. Nach dieser gehen nämlich im Rahmen der Universalsukzession Verträge mit über, ohne dass es der Zustimmung der jeweiligen Vertrags(gegen)partei bedarf.¹⁷ Auch hier ist aber ein Vorbehalt anzubringen: In der Praxis sehen Verträge nämlich häufig Übertragungsverbote und Kontrollwechselklauseln vor. Erstere verbieten die Übertragung des Vertrags auf eine andere Partei ohne Zustimmung der Gegenpartei. Es ist bei solchen Klauseln zunächst zu prüfen, ob Übertragungen innerhalb eines Konzerns ausgenommen sind und, sofern dies nicht der Fall ist, sodann durch Auslegung zu ermitteln, ob sie auch für Universalsukzessionstatbestände gelten. Das vertragliche Übertragungsverbot würde zwar den Übergang des Vertragsverhältnisses infolge der Vermögensübertragung nicht verhindern. Die Übertragung könnte aber ein Kündigungsrecht der Gegenpartei auslösen. Kontrollwechselklauseln sehen typischerweise ein Kündigungsrecht vor, wenn ein Kontrollwechsel (*Change of Control*), regelmässig definiert als ein Wechsel des direkten und allenfalls des indirekten Gesellschafters, erfolgt. Auch hier ist durch Auslegung und anhand der konkreten Umstände zu ermitteln, ob die Vermögensübertragung einen Kontrollwechsel im vertraglich definierten Sinne zur Folge hat.¹⁸ Ein Kontrollwechsel liegt in der Regel dann nicht vor, wenn die übertragende und übernehmende Konzerngesellschaft denselben (indirekten) Aktionär haben.

Der Benutzerfreundlichkeit der Vermögensübertragung abträglich sind die Solidarhaftung der beteiligten Gesellschaften während dreier Jahre (vgl. Art. 75 FusG) und u.U. die Handelsregisterpublizität, welche Drittpersonen Einsicht in die eingereichten Dokumente erlaubt. Zudem besteht eine Sicherstellungspflicht, dies allerdings nur unter den relativ eingeschränkten Voraussetzungen von Art. 75 Abs. 3 FusG.

¹⁶ BSK FusG-Malacrida, Art. 71, N 5 f.

¹⁷ Böckli, § 3 Rz. 372b; Vogel/Günter, 609; BSK FusG-Malacrida, Art. 73, N 15 m.w.N.

¹⁸ Vogel/Günter, 609.

Im Gegensatz zu der Spaltung (vgl. dazu unten) muss die Generalversammlung der Vermögensübertragung auch nicht zustimmen und der Verwaltungsrat muss keinen Bericht erstellen und keine Bilanz vorlegen, wobei diese Erfordernisse ohnehin kein wesentliches Hindernis darstellen, da die Aufgliederung ein gruppeninterner Vorgang ist unter Gesellschaften, die in aller Regel zu 100% unter gemeinsamer Kontrolle stehen.

dd) Spaltung nach FusG

Eine Spaltung nach FusG hat aufgrund der Universalsukzession die oben für die Vermögensübertragung beschriebenen Vorteile mit den genannten Einschränkungen; insbesondere gilt in Bezug auf das Inventar grundsätzlich ebenfalls das oben zur Vermögensübertragung Gesagte. Hinsichtlich der Frage, ob auch Verträge von der Universalsukzession erfasst werden, sorgt bei der Spaltung allerdings eine Aussage in der Botschaft zum Fusionsgesetz bis heute für Rechtsunsicherheit. Gemäss dieser ist für den Vertragsübergang mangels anwendbarer Sonderbestimmungen (namentlich Art. 261 betreffend den Übergang der Mietverhältnisse bei Veräusserung des Mietgegenstands; Art. 333 betreffend den Übergang der Arbeitsverhältnisse infolge Betriebsübergangs) die Zustimmung sämtlicher Vertragsparteien erforderlich.¹⁹ Diese Aussage wurde aber durch die bundesgerichtliche Rechtsprechung relativiert und auch nach dem Dafürhalten der h.L. gehen inventarisierte Vertragsverhältnisse bei der Vermögensübertragung universalsukzessorisch auf den übernehmenden Rechtsträger über.²⁰

Die fusionsrechtliche Spaltung begegnet aber einigen gewichtigen Bedenken. Nicht nur stipuliert Art. 46 FusG eine Sicherstellungspflicht von Forderungen, sofern dies Gläubiger verlangen; hinzu kommt die (wenn auch bloss subsidiäre) Solidarhaftung aller an der Spaltung beteiligten Gesellschaften gemäss Art. 47 FusG. Das Gesetz sieht für diese Solidarhaftung bei der Spaltung im Gegensatz zur Vermögensübertragung keine Befristung vor. In der Lehre wird deshalb seit jeher diskutiert, ob die Haftung ewig gelte oder sie im Sinne einer teleologischen Lücke, durch analoge Anwendung der dreijährigen Haftungsbefristung bei der Vermögensübertragung nach Art. 75 Abs. 1 FusG oder in anderer Weise, zu befristen ist.²¹ Mangels höchstrichterlicher Klärung der Frage besteht nach wie vor eine bedeutende Ungewissheit. Auch unabhängig von der

¹⁹ Botschaft des Bundesrates vom 13. Juni 2000 zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, BBl 2000, 4337 ff., 4445.

²⁰ Urteil des Bundesgerichts 4C.385/2005 vom 31. Januar 2006 E. 1.2, s. aber den Vorbehalt von Gerhard/Hasler, Fn. 29; BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 52, N 5 ff.; Böckli, § 3 Rz. 338 ff.

²¹ BSK FusG-Kägi/Ehrt, Art. 47, N 12.

Frage der Befristung ist die Spaltung übermässig gläubigerfreundlich ausgestaltet.²² Das ist mit ein Grund für die bereits erwähnte geringe praktische Relevanz der Spaltung.

Erschwerend kommt, auch im Vergleich zu der Vermögensübertragung, das Erfordernis der Prüfung des Spaltungsberichts (Art. 39 FusG) hinzu. Liegt ausserdem der Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurück oder sind seit dem Abschluss der letzten Bilanz wichtige Änderungen in der Vermögenslage der an der Spaltung beteiligten Gesellschaften eingetreten, so ist eine Zwischenbilanz zu erstellen (vgl. Art. 35 FusG). Ferner entsteht aufgrund der Handelsgregistereinträge bei den beteiligten Gesellschaften auch hier, gleich wie bei der Vermögensübertragung, Publizität über die Vorgänge.

Da es sich bei der Aufgliederung im Hinblick auf einen Spin-off in aller Regel um rein konzerninterne Umstrukturierungsschritte von zu 100% gehaltenen Gruppengesellschaften handelt, stellen das sonst vielfach als eigentliches Damoklesschwert empfundene Risiko einer Überprüfungsklage durch Aktionäre nach Art. 105 FusG wie auch das Einsichtsrecht der Aktionäre (Art. 41 FusG) und das Erfordernis des Fusionsbeschluss durch die Generalversammlung (Art. 43 i.V.m. Art. 18 FusG) hingegen keine eigentlichen Hürden dar.

2. Schritt z: Übertragung an Aktionäre

a) *Übertragung im Allgemeinen*

Der erste Schritt der Ausgliederung des abzuspaltenden Geschäftsteils im Konzern soll die Voraussetzungen dafür schaffen, dass der Geschäftsteil anschliessend in einem zweiten Schritt an die Aktionäre der abspaltenden Muttergesellschaft – je nach Strukturierungsvariante (s. dazu sogleich unten) auch an Neuinvestoren – übertragen und dadurch endgültig rechtlich verselbständigt und abgespaltet werden kann.

Diese Übertragung wurde im Laufe der Zeit aufgrund der sich verändernden rechtlichen und vor allem steuerlichen Rahmenbedingungen auf unterschiedliche Weise umgesetzt. In der Praxis realisiert wurden in der Schweiz unter anderem die vier folgenden Strukturierungsvarianten.²³

- Kapitalerhöhung mit Zuweisung der Bezugsrechte an die Aktionäre: Bei dieser im März 1997 für die Abspaltung der Ciba Spezialitätenchemie ge-

²² Watter/Büchi, Mauerblümchen, 164.

²³ Für eine detailliertere Beschreibung der historischen Transaktionen s. Watter/Büchi, Demergers, 11 ff.

wählten Variante wird das abzusplattend Geschäft zunächst in eine gering kapitalisierte (im Falle der Ciba Spezialitätenchemie betrug das Aktienkapital CHF 250'000.-) Tochtergesellschaft ausgegliedert. Anschliessend führt die Tochtergesellschaft eine Kapitalerhöhung durch. Die Muttergesellschaft als einzige Aktionärin weist die ihr zustehenden Bezugsrechte ihren eigenen Aktionären zu, die diese ausüben oder weiterveräussern können. Infolge der Kapitalerhöhung erfolgt bei der Tochtergesellschaft ein Mittelzufluss in Form des Bezugspreises der Aktien.

- Ausschüttung von Kaufrechten an die Aktionäre: Beim Spin-off der Syngenta im Jahr 2000 wurden den Aktionären nicht Bezugsrechte auf neue Aktien, sondern Kaufrechte auf bestehende Aktien gewährt, welche in Form einer durch die Generalversammlung zu beschliessenden Sachdividende ausgeschüttet wurden. Der Mittelzufluss erfolgt deshalb auch nicht bei der abgespaltenen Tochtergesellschaft, deren Aktienkapital beim Spin-off unverändert bleibt, sondern bei der Muttergesellschaft – hier in Form des durch die ausübenden Aktionäre oder Erwerber von Kaufrechten zu zahlenden Ausübungspreis.
- Kapitalherabsetzung: Ein Spin-off im Wege einer Kapitalherabsetzung kann eine Alternative zur nachfolgend beschriebenen Ausschüttung als Sachdividende darstellen, wenn die für eine Ausschüttung erforderlichen ausschüttbaren Reserven nicht vorhanden sind. Die Wahl des Kapitalherabsetzungsverfahrens hat zur Folge, dass die Gläubigerschutzvorschriften einschliesslich Schuldenruf und zweimonatiger Wartefrist zur Anwendung gelangen.²⁴
- Sachdividende: Die Spin-offs der jüngeren Vergangenheit wurden jeweils mittels Ausschüttung der Tochteraktien als Sachdividende implementiert. Auf diese nun gebräuchliche Form wird nachfolgend näher eingegangen.

b) Übertragung durch Ausschüttung

Bei sämtlichen Spin-offs der letzten Jahre, zuletzt jenem der V-ZUG Holding AG, erfolgte die Abspaltung durch Ausschüttung der Aktien als Sachdividende. Im Grunde genommen gelten hierfür die Bestimmungen des Aktienrechts, die auch bei ordentlichen (Bar-)Dividenden zur Anwendung gelangen. Sie set-

²⁴ Mit der Aktienrechtsrevision wird das Kapitalherabsetzungsverfahren zumindest teilweise verkürzt und flexibilisiert, u.a. indem der Schuldenruf aufgrund einer Kapitalherabsetzung zukünftig bereits vor dem Herabsetzungsbeschluss der Generalversammlung erfolgen kann, nur noch einmal (statt dreimal) publiziert werden muss und die Frist der Gläubiger, um Sicherstellung zu verlangen, auf 30 Tage halbiert wird.

zen somit das Vorhandensein von Bilanzgewinn oder ausschüttbaren Reserven voraus (Art. 675 Abs. 1 OR) und bedürfen eines Beschlusses der (ordentlichen oder zu diesem Zweck einberufenen ausserordentlichen) Generalversammlung (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 4 OR). Für einen zustimmenden Beschluss genügt grundsätzlich das absolute Mehr.

Nebst dem auch für Bardividenden erforderlichen Beschlussinhalt hat der Antrag zudem eine Regelung bezüglich der Behandlung von Fraktionen (Aktienbruchteilen) – mindestens im Sinne einer Delegation an den Verwaltungsrat, die Einzelheiten zu regeln – zu enthalten, sofern eine Aktie der ausschüttenden Muttergesellschaft zum Erhalt von weniger als einer Aktie der Tochtergesellschaft berechtigt. Der Beschluss der Generalversammlung wird häufig bedingt gefasst.²⁵ Typische Bedingungen sind die Zulassung zum Handel am betreffenden Handelsplatz, das Fehlen eines behördlichen Verbots der Transaktion sowie, generalklauselartig, das Ausbleiben wesentlicher nachteiliger Entwicklungen. Das Vorliegen der Bedingung wird durch den Verwaltungsrat beurteilt und dieser typischerweise auch ermächtigt, auf einzelne Bedingungen zu verzichten.

VI. Kotierung

I. Kotierungsvoraussetzungen

Das FIDLEG regelt nun die Prospektpflicht einheitlich (dazu mehr unten, [2](#)). Die weiteren Kotierungsvoraussetzungen legt jedoch jede Börse im Rahmen von Art. 35 FinfraG im jeweiligen Kotierungsreglement selbst fest. Sowohl die SIX Swiss Exchange wie auch die BX Swiss AG setzen sich in den jeweiligen Regularien das Ziel, Transparenz hinsichtlich der Emittenten und Effekten sicherzustellen.²⁶ Die Kotierungsvoraussetzungen sollen insbesondere Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und damit auch das Funktionieren des Börsenhandels sowie Transparenz über die Qualität der kotierten Gesellschaften und deren Effekten gewährleisten.²⁷

²⁵ Zur grundsätzlichen Zulässigkeit bedingter Generalversammlungsbeschlüsse statt vieler Dubs, 363 ff.

²⁶ Vgl. Art. 1.1 Kotierungsreglement der BX Swiss AG sowie Art. 1 Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation AG.

²⁷ Reutter, 20.

Im Kotierungsgesuch nach Art. 43 Kotierungsreglement (KR) der SIX Exchange Regulation AG (SER) muss der Gesuchsteller im Hinblick auf eine Kotierung an der SIX Swiss Exchange nachweisen, dass die folgenden Anforderungen hinsichtlich des Emittenten und der Effekten erfüllt sind.

a) *Anforderungen an den Emittenten*

Das Kotierungsreglement setzt voraus, dass die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen des Emittenten (Gründung, Statuten oder Gesellschaftsvertrag) dem jeweiligen nationalen Recht entsprechen, dem der Emittent unterliegt (Art. 10 KR). Kotierte Gesellschaften müssen zwingend ihre Jahres- und ggf. ihre Konzernrechnung durch ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen ordentlich prüfen lassen (Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. a OR; Art. 13 Abs. 1 KR i.V.m. Art. 7 f. RAG). Die Revisionsstelle muss für die Kotierung in ihrem Bericht festhalten, dass die Rechnungslegung des Emittenten in Übereinstimmung mit dem angewandten Rechnungslegungsstandard²⁸ erstellt wurde (Art. 14 KR). Weiter muss das ausgewiesene Eigenkapital des Emittenten am ersten Handelstag mindestens CHF 2.5 Mio. betragen; bei einer Gruppenobergesellschaft ist hierzu das konsolidiert ausgewiesene Eigenkapital massgebend (Art. 15 KR).

Die Einhaltung dieser Anforderungen bereitet im Rahmen eines Spin-off typischerweise keine Schwierigkeiten. Hingegen kann die zu kotierende Gesellschaft, die oftmals gerade erst im Hinblick auf den Spin-off neu gegründet wird, in vielen Fällen das sogenannte Track Record-Erfordernis nicht erfüllen, wonach der Emittent mindestens drei Jahre als Gesellschaft bestanden haben muss (Art. 11 Abs. 1 KR). Der Gesuchsteller kann unter der Richtlinie betr. Ausnahmen zur Dauer des Bestehens der Emittenten (Track Record) (RLTR) der SER ein Ausnahmegesuch stellen. Grundsätzlich wird eine Ausnahme gewährt, wenn diese im Interesse der Gesellschaft oder der Anleger wünschenswert ist und die Anleger über die erforderlichen Informationen verfügen, um sich ein begründetes Urteil über die Gesellschaft und über die zuzulassenden Effekten zu bilden (Art. 2 RLTR), wobei das Regulatory Board gemäss Art. 4 Abs. 1 RLTR die Publikation zusätzlicher Informationen (insbesondere auch hinsichtlich Kontinuität der Geschäftstätigkeit) verlangen kann. Speziell erwähnt werden in Art. 3 Ziff. 1 RLTR insbesondere Ausnahmen bei Fusionen, Abspaltungen oder ähnlichen Transaktionen, bei welchen ein bereits bestehendes Unternehmen oder Teile davon wirtschaftlich weitergeführt werden.

Ausserdem müssen grundsätzlich die Jahresabschlüsse für die drei dem Kotierungsgesuch vorangegangenen vollen Geschäftsjahre entsprechend dem für

²⁸ Vgl. hierzu Richtlinie betr. Rechnungslegung der SER.

diesen Emittenten geltenden Rechnungslegungsstandard erstellt worden sein (Art. 11 Abs. 1 und Art. 12 KR). Wenn ein Spin-off zu einer sog. wesentlichen Strukturveränderung²⁹ führt, wird die Angabe zusätzlicher Finanzinformationen im Prospekt verlangt (Ziff. 2.8.6 von Anhang 1 FIDLEV). Die Offenlegung hat nach der entsprechenden Richtlinie der zuständigen Prüfstelle zu erfolgen.³⁰ Je nach Strukturierung der Transaktion und vorhandenen Abschlüssen müssen für die (meist neu gegründete) abzusplittende Tochtergesellschaft, für die keine eigenständigen Abschlüsse vorbestehen, sog. kombinierte Abschlüsse oder abgesplittete Abschlüsse und allenfalls zusätzlich Zwischenabschlüsse und (unterjährige) Pro forma-Finanzinformationen erstellt werden.

b) Anforderungen an die Effekten

Für die Effekten setzt Art. 17 Abs. 1 KR voraus, dass diese im Zeitpunkt der Kotierung in Übereinstimmung mit dem für den Emittenten geltenden Recht ausgegeben wurden und den für die Effekten geltenden Vorschriften entsprechen. Ausserdem müssen alle ausgegebenen Effekten derselben Kategorie kotiert werden (Art. 18 KR). Der Streubesitz (sog. *Free Float*) bezüglich in der gleichen Kategorie ausstehenden Effekten des Emittenten muss im Zeitpunkt der Kotierung mindestens 20% bei einer Kapitalisierung dieses Streubesitzes von mindestens CHF 25 Mio. betragen (Art. 19 KR). Daneben gelten die weiteren Voraussetzungen gemäss Art. 21 ff. KR an die Effekten im Zusammenhang mit der Handelbarkeit und Stückelung.

2. Prospektpflicht bzw. Ausnahmen

Wie oben bereits erwähnt, beurteilt sich infolge des Inkrafttretens des FIDLEG per 1. Januar 2020 die Pflicht zur Veröffentlichung nunmehr ausschliesslich nach dem Regime von Art. 35 ff. FIDLEG. Seit dem Ablauf der Übergangsfrist von Art. 109 FIDLEV am 1. Dezember 2020 sind zudem Prospekte für Effekten inhaltlich zwingend nach den Bestimmungen des FIDLEG zu erstellen und nach Art. 51 ff. FIDLEG durch die Prüfstelle zu prüfen. Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts nach FIDLEG knüpft dabei an zwei alternative Kriterien an. Ein Prospekt muss im Falle eines öffentlichen Angebots zum Erwerb

²⁹ Die Abspaltung eines Unternehmensteils, die zu einer Veränderung einer der genannten Kennzahlen (Jahresergebnis, Umsatz oder Bilanzsumme) von mehr als 25% führt, gilt als wesentliche Strukturveränderung, womit Spin-offs vielfach erfasst sind.

³⁰ Richtlinie Pro Forma-Finanzinformationen der SER (RLFI) bzw. der Prüfstelle der BX Swiss AG.

von Effekten oder bei einer Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz erstellt und veröffentlicht werden. Art. 36 bis 38 FIDLEG sehen verschiedene Ausnahmen von der Prospektpflicht vor.

Ein öffentliches Angebot besteht nach der Legaldefinition von Art. 3 lit. h FIDLEG bei einem an das Publikum gerichteten Angebot. Das Angebot wiederum wird definiert als Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selbst enthält (Art. 3 lit. g FIDLEG). Die Begriffe werden in Art. 3 Abs. 5-7 FIDLEG weiter konkretisiert. Ein Angebot muss notwendigerweise der Annahme durch den Angebotsadressaten fähig sein. Es muss also die Möglichkeit eines individuellen Anlageentscheids offenstehen. Erfolgt ein Spin-off im Wege einer Sachdividende, so ist dies nicht der Fall.³¹ Zwar bedarf der Dividendenbeschluss einer Zustimmung der Generalversammlung und somit der Aktionäre, die letztlich die Aktie erhalten. Es bedarf aber keines individuellen Entscheids des Aktionärs und sofern der Beschluss der Generalversammlung zustande kommt, erhalten sämtliche Aktionäre – egal ob sie dem Beschluss zustimmen, ihn ablehnen oder sich gänzlich passiv verhalten – die ausgeschütteten Aktien.³²

Da aber bei einem Spin-off immer auch eine Kotierung der abgespaltenen Tochtergesellschaft erfolgt, greift die Prospektpflicht grundsätzlich ohnehin aufgrund der damit verbundenen Zulassung zum Handel, dem zweiten Anknüpfungskriterium unter dem FIDLEG.

In Art. 38 Abs. 1 FIDLEG sieht das Gesetz einen Katalog von Ausnahmen von der Prospektpflicht für die Zulassung zum Handel vor. Diese werden aufgrund ihrer Natur bei einem Spin-off aber kaum jemals angerufen werden können. Nach Art. 38 Abs. 2 FIDLEG gelten jedoch die Ausnahmen für öffentliche Angebote nach den Art. 36 und 37 FIDLEG sinngemäss auch bei der Zulassung zum Handel. Zwar wird diese Erweiterung des Anwendungsbereichs durch Art. 39 FIDLEG, wonach nur einzelne der Ausnahmetatbestände von Art. 37 und gar keine von Art. 36 FIDLEG bei der Zulassung zum Handel Anwendung finden können, sogleich wieder eingeschränkt. Unter den sinngemäss anwendbaren Ausnahmen befindet sich aber jene gemäss Art. 37 Abs. 1 lit. e FIDLEG. Diese besagt, dass kein Prospekt veröffentlicht werden muss für Effekten, die anlässlich einer Fusion, Spaltung, Umwandlung oder Vermögensübertragung angeboten oder zugeteilt werden, sofern Angaben vorliegen, die inhaltlich ei-

³¹ Gleiches gilt wohl, wenn das Kapitalherabsetzungsverfahren angewendet wird. Hingegen wäre die Beurteilung wohl eine andere bei den weiteren in V.2.a erläuterten Strukturierungsvarianten.

³² Gl. M. Schleiffer/Schärli, 3.

nem Prospekt gleichwertig sind. Zwar handelt es sich beim Spin-off nicht um eine Fusion, Spaltung, Umwandlung oder Vermögensübertragung im fusionsgesetzlichen Sinne. Die Vorgängerbestimmung, Art. 33 Abs. 2 lit. e des Kotierungsreglements der SER in der Fassung vom 1. Januar 2020, die vom Wortlaut her auf Fusionsfälle beschränkt war, konnte aber gemäss Praxis trotz des gegenüber dem FIDLEG engeren Wortlauts auch für Spin-offs in Anspruch genommen werden, so u.a. im Falle des Spin-off von V-ZUG.³³ Nach der hier vertretenen Meinung ist deshalb Art. 37 Abs. 1 lit. e FIDLEG nicht eng auszulegen und somit nicht auf die fusionsrechtlichen Tatbestände zu beschränken, sondern kann auch auf vergleichbare gesellschaftsrechtliche Vorgänge angewendet werden.

Die inhaltliche Gleichwertigkeit setzt nach Art. 46 FIDLEV voraus, dass die vorhandenen Angaben eine für die Anleger mit einem Prospekt vergleichbare Transparenz gewährleisten. Massstab für diese Gleichwertigkeitsprüfung ist gemäss dem erläuternden Bericht die für einen fundierten Anlageentscheid eines durchschnittlichen Anlegers erforderliche Transparenz. Dabei soll es auf jeden Fall genügen, wenn die inhaltlichen Anforderungen an den Prospekt gemäss dem FIDLEG und der Verordnungen erfüllt sind und durch einen *Rule Check* überprüft wurden.³⁴ Ob Angaben auch als gleichwertig gelten können, wenn einzelne inhaltliche Anforderungen an Prospekte nicht abgedeckt sind, bleibt damit offen. Ist dies nicht der Fall, so würde das bedeuten, dass die gleichwertigen Angaben allenfalls der Form nach, nicht aber inhaltlich, von einem Prospekt abweichen können.

Als mögliche Dokumente mit gleichwertigen Angaben kommen regelmässig Informationsmemoranda, wie sie bei Spin-offs häufig vorbereitet werden, in Frage (so z.B. beim oben genannten Fall des Spin-off der V-ZUG). Aktionärsbroschüren werden in der Regel nicht ausreichend umfassende Informationen enthalten, um als gleichwertig gelten zu können. Zur Klärung der Gleichwertigkeit kann aber in jedem Fall ein Vorabentscheid der Prüfstelle eingeholt werden (Art. 46 Abs. 1 FIDLEV). Ist aufgrund einer Zweitkotierung im Ausland ein Prospekt, Registrierungsformular oder ähnliches Dokument zu erstellen, so genügt dieses u.U. den Anforderungen an die Gleichwertigkeit. Handelt es

³³ Vgl. Informationsmemorandum vom 17. Juni 2020 zur Kotierung der Aktien der V-ZUG Holding AG an der SIX Swiss Exchange, abrufbar unter <https://www.vzug.com/medias/sys_master/root/he2/h54/9680077291550/MZ-Informationen-Memorandum-2020-final.pdf>, 5.

³⁴ Erläuternder Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements EFD zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens zur Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV) vom 24. Oktober 2018, 37.

sich um einen Prospekt nach ausländischem Recht, so ist dieser unter den in Art. 54 Abs. 1 FIDLEG genannten Voraussetzungen (welche allerdings wiederum die Gleichwertigkeit beinhalten, wobei fraglich ist, ob dieser Begriff mit der Gleichwertigkeit nach Art. 37 Abs. 1 lit. e FIDLEG deckungsgleich ist) genehmigungsfähig oder gilt sogar nach Art. 54 Abs. 2 FIDLEG automatisch als genehmigt, sofern der Prospekt nach einer Rechtsordnung genehmigt wurde, die von der Prüfstelle auf der Liste nach Art. 70 Abs. 2 FIDLEG geführt wird.

VII. Steuerrechtliche Aspekte

Steuerrechtlichen Aspekten kommt bei Spin-offs zentrale Bedeutung zu. Der Spin-off soll möglichst steuerneutral erfolgen, d.h. für keine der beteiligten Parteien zu Steuerfolgen führen. Nachfolgend werden in einem kurzen Überblick die Voraussetzungen erläutert, unter denen ein Spin-off sowohl auf Stufe der involvierten Gesellschaften als auch der Aktionäre steuerneutral ist.

Für die Gewinnsteuer auf Stufe der beteiligten Gesellschaften spielt es keine Rolle, ob die Ausgliederung zivilrechtlich nach Fusionsgesetz oder gemäss dem vorbeschriebenen zweistufigen System erfolgt; beides ist aus steuerrechtlicher Sicht ein sog. Entnahmetatbestand, bei dem die stillen Reserven besteuert werden, sofern nicht die folgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- die Steuerpflicht der beteiligten Gesellschaften besteht in der Schweiz fort;
- die bisher für die Gewinnsteuer massgeblichen Werte werden übernommen;
- ein oder mehrere Betriebe oder Teilbetriebe werden übertragen; und
- die nach dem Spin-off bestehenden juristischen Personen führen je einen Betrieb oder Teilbetrieb weiter (sog. doppeltes Betriebserfordernis).³⁵

Dabei ist jedoch nicht erforderlich, dass der ausgegliederte oder der zurückbleibende Geschäftsbetrieb unverändert weitergeführt werden. Der Geschäftsbetrieb muss aber kumulativ die folgenden Erfordernisse erfüllen, um als Betrieb oder Teilbetrieb im Sinne des Steuerrechts zu gelten:

- das Unternehmen erbringt Leistungen auf dem Markt oder an verbundene Unternehmen;
- das Unternehmen verfügt über Personal (eigenes oder beauftragtes Personal); und

³⁵ Art. 61 Abs. 1 lit. b DBG und Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.2.1.

- der Personalaufwand steht in einem sachgerechten Verhältnis zum Ertrag.³⁶

Die Rechtsprechung und die Verwaltungspraxis haben darüber hinaus für bestimmte Spezialkonstellationen konkrete Bedingungen zur Erfüllung des Betriebserfordernisses festgelegt (beispielsweise für die Holdingspaltung oder die Abspaltung eines Immobilienbetriebs).³⁷

Voraussetzung ist ausserdem, dass mit dem Betrieb auch ein angemessenes Eigenkapital (Aktienkapital und/oder offene Reserven) übertragen wird (keine Sanierung durch Spaltung).³⁸ Auf eine Veräusserungssperrfrist für die im Rahmen des Spin-off übertragenen Vermögenswerte und Aktien wurde verzichtet. Die abspaltende Gesellschaft muss damit nach der Transaktion nicht sämtliche übertragenen Vermögenswerte und die Aktionäre müssen ihre Aktien an der abspaltenden und der abgespalteten Gesellschaft nicht behalten. Das Verhalten der Aktionäre nach Vollzug des Spin-off hat somit keine Auswirkungen auf die Gewinnsteuer.³⁹

Auf Stufe Aktionär ist für die Einkommenssteuer relevant, ob die Aktien im Privatvermögen oder im Geschäftsvermögen gehalten werden. Bei Aktien im Privatvermögen stellt ein gewinnsteuerneutraler Spin-off für die beteiligten natürlichen Personen eine steuerneutrale Vermögensumschichtung dar, die an keine Veräusserungssperrfrist gebunden ist.⁴⁰ Werden die Aktien im Geschäftsvermögen gehalten, so liegt bei einem gewinnsteuerneutralen Spin-off ein steuerfreier Anteilsaustausch vor, sofern handelsrechtlich kein Gewinn realisiert wird (Art. 19 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 61 Abs. 1 lit. c DBG).

Bei einem gewinnsteuerneutralen Spin-off fällt auch keine Verrechnungssteuer auf den Reserven und Gewinnen, die auf die abgespaltete Gesellschaft übergehen, an, sofern das Verrechnungssteuersubstrat (also die Summe von Aktienkapital und Kapitaleinlagereserven) nach dem Spin-off der beiden Gesellschaften zusammen nicht grösser ist als das Verrechnungssteuersubstrat der abspaltenden Gesellschaft vor dem Spin-off.⁴¹

Aktien, die im Rahmen des Spin-off ausgegeben und übertragen werden, sind ausserdem von der Emissionsabgabe sowie der Umsatzabgabe befreit, sofern

³⁶ Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.2.5.

³⁷ Urteil des Bundesgerichts 2C_34/2018 vom 11. März 2019, Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.2.6 ff.

³⁸ Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.2.4.

³⁹ Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.2.3.

⁴⁰ Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.3.1.

⁴¹ Art. 5 Abs. 1 lit. a VStG; Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.4.1.

ein oder mehrere Betriebe oder Teilbetriebe übertragen werden und die nach dem Spin-off bestehenden juristischen Personen einen Betrieb oder Teilbetrieb weiterführen.⁴² Bei der Mehrwertsteuer kommt das obligatorische Meldeverfahren zur Anwendung, sofern die beteiligten Gesellschaften mehrwertsteuerpflichtig sind und die Übertragung der Mehrwertsteuer unterliegt (Art. 38 Abs. 1 lit. a MWStG).

VIII. Haftungsfragen

Da wie oben erläutert für einen Spin-off ein Prospekt oder gleichwertiges Dokument erstellt werden muss, steht im Zentrum der Haftungsüberlegungen die Prospekthaftung. Seit dem 1. Januar 2020 und dem Inkrafttreten des FIDLEG beurteilt sich diese nicht mehr nach Art. 752 OR, sondern nach Art. 69 FIDLEG. Dabei wurde das Haftungsregime nicht fundamental verändert. Die bekannten Haftungsvoraussetzungen – Pflichtverletzung, Schaden, Kausalzusammenhang und Verschulden – gelten auch weiterhin; nachfolgend werden deshalb nur einzelne Aspekte im Kontext von Spin-offs beleuchtet.

Haftungsbegründende Dokumente sind Prospekte und Basisinformationsblätter sowie, wie bereits unter altem Recht, ähnliche Mitteilungen. Die Haftung für ähnliche Mitteilungen war unter altem Recht insofern von grösserer Tragweite, als dadurch die ausserhalb des Obligationenrechts geregelten Kotierungsprospekte erfasst wurden.⁴³ Da Art. 69 FIDLEG gleichermassen für Prospekte für öffentliche Angebote und für Handelszulassungen gilt, reduzieren sich in dieser Hinsicht die durch den Begriff der ähnlichen Mitteilungen potenziell erfassten Dokumente. Hingegen ist im vorliegenden Zusammenhang zu fragen, ob die regelmässig im Hinblick auf einen Spin-off veröffentlichten anderen Dokumente als ähnliche Mitteilungen eine Prospekthaftung auslösen können. Wo ein Dokument mit gleichwertigen Angaben im Sinne der oben unter [VI.2](#) erläuterten Ausnahme existiert und dieses den Prospekt gewissermassen ersetzt, ist davon auszugehen, dass eine ähnliche Mitteilung im Sinne des Gesetzes vorliegt und darin gemachte unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben zu einer Haftung nach Art. 69 FIDLEG führen können. Weniger eindeutig scheint uns dies bei Aktionärs- oder ähnlichen Broschüren, Aktionärsbriefen und vergleichbaren Dokumenten, die neben dem Prospekt bestehen. Unter dem alten Recht wurde der Begriff der ähnlichen Mitteilungen bisweilen recht weit ausgelegt, wo-

⁴² Art. 6 Abs. 1 lit. abis und Art. 14 Abs. 1 lit. i StG; Kreisschreiben Nr. 5, Ziff. 4.3.5 f.; siehe auch die Ausführungen zur Gewinnsteuer weiter oben.

⁴³ BSK OR II-Watter, Art. 752 N 14.

durch wohl auch die vorgenannten Dokumente Haftungsgrundlage im Falle der Unrichtigkeit oder Irreführung (aber wohl nicht mangels Entsprechung mit gesetzlichen Anforderungen, die es für die hier diskutierten Dokumente gar nicht gibt) bilden konnten.⁴⁴

Passivlegitimiert ist, wer bei der Erstellung des Prospekts, des Basisinformationsblatts oder der ähnlichen Mitteilung falsche Angaben macht, nicht jedoch – dies im Gegensatz zum alten Recht – wer bei deren Verbreitung involviert ist oder nur in untergeordneter Weise mitwirkt.⁴⁵ Aktivlegitimiert ist nach Art. 69 Abs. 1 FIDLEG der Erwerber, somit sowohl der Erst- wie auch der Zweiterwerber. Dies entspricht der Rechtslage, wie sie gemäss der h.L. bereits früher bestand.⁴⁶ Dass der Erwerb durch einen Aktionär im Falle eines Spin-off mittels Sachdividende ohne Gegenleistung durch den Aktionär erfolgt, beeinträchtigt dessen Erwerberstellung und die Aktivlegitimation u.E. hingegen nicht.⁴⁷

Hingegen ist dieses Faktum für die Frage des Schadens von Bedeutung. Dem Ersterwerber, d.h. dem Aktionär der ausschüttenden Muttergesellschaft, wird der Nachweis eines durch die im Sinne von Art. 69 Abs. 1 FIDLEG fehlerhaften Angaben kausal verursachten Schadens wohl schwerfallen. Wäre der Prospekt nämlich von Anfang korrekt und vollständig gewesen, so hätte der Markt die entsprechenden Angaben ab dem ersten Handelstag eingepreist statt erst im Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Fehlerhaftigkeit bzw. Unvollständigkeit, womit ein Schaden im Sinne der auch für die Prospekthaftung geltenden Differenztheorie nicht besteht. Sondersituationen sind aber denkbar, z.B. wenn der Ersterwerber die erhaltenen Aktien als Sicherheit für einen Kredit bestellt und nach der späteren Wertverminderung der Aktien infolge der durch den Kreditgeber abgerufenen Kreditnachdeckung (*Margin Call*) oder Teilrückzahlung geschädigt wird. Demgegenüber erleidet der Sekundärerwerber, der die Aktien erwirbt, bevor die Fehlerhaftigkeit der im Prospekt oder in der ähnlichen Mitteilung gemachten Angaben bekannt wird bzw. allfällige verschwiegene Tatsachen an die Öffentlichkeit gelangen, und sie zum Zeitpunkt des Bekanntwerdens nicht bereits weiterveräussert hat, im Falle eines durch das Bekanntwerden kausal verursachten Kurseinbruchs einen Schaden.⁴⁸ Dies selbst dann, wenn er sich nicht konkret auf die Angaben des Prospekts oder der ähnlichen Mitteilung abgestützt hat, diese u.U. nicht einmal gelesen hat,

⁴⁴ BSK OR II-Watter, a.a.O.; a.M. Daeniker/Waller, sofern die Dokumente nicht dazu bestimmt sind, einen Kaufentscheid zu vermitteln; einschränkender Böckli, § 18 Rz. 26.

⁴⁵ Gericke/Schifferle, 192.

⁴⁶ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 37 N 80; Gericke/Schifferle, 191.

⁴⁷ Gl.M. Gericke/Schifferle, 191.

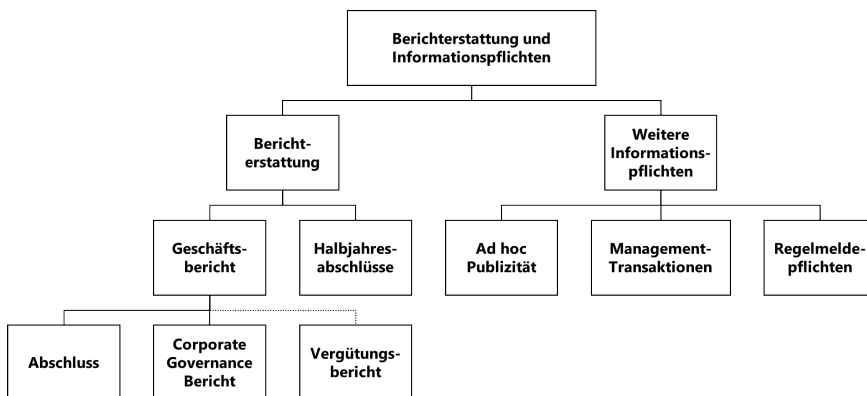
⁴⁸ Zur Frage der Schadensberechnung und Stand verschiedener Lehrmeinungen siehe BSK OR II-Watter, Art. 752 N 22 ff.

da er unter Annahme eines effizienten Marktes darauf vertrauen durfte, dass die Preisbildung unter Berücksichtigung der Informationen des Prospekts bzw. der ähnlichen Mitteilung zustande gekommen ist.⁴⁹

IX. Pflichten ab Kotierung

Nach der Kotierung gilt es für die abgespaltene Tochtergesellschaft, eine Reihe von Pflichten zu beachten, die für sie zuvor nicht, bzw. nur indirekt als Teil der durch die vormalige Muttergesellschaft gehaltenen Gruppe, galten. Von besonderer Bedeutung sind die entweder regelmässig wiederkehrenden oder ereignisbezogenen Berichterstattungs- und Informationspflichten. Hauptquelle dieser Pflichten sind das Kotierungsreglement, wo diese als Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung bezeichnet werden.⁵⁰ Eine Verletzung dieser Pflichten kann gemäss Art. 60 f. KR sanktioniert werden. Ausserhalb der Kotierungsregularien ergibt sich aus Art. 13 ff. der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) zudem die Pflicht, jährlich einen Vergütungsbericht zu erstellen. Für die zu publizierenden Jahresberichte enthält ausserdem auch das OR Bestimmungen.

Die folgende Abbildung zeigt einen Überblick über die wichtigsten Pflichten:



Die periodische Berichterstattung ist im Kotierungsreglement (Art. 49 ff.) in den Grundzügen geregelt. Darunter fallen insbesondere die Publikation der

⁴⁹ BGE 132 III 715 S. 715 ff., 721.

⁵⁰ Die folgenden Ausführungen beziehen sich wiederum auf eine Kotierung an der SIX Swiss Exchange.

jährlichen Geschäftsberichte und der halbjährlichen Zwischenberichte. Die Veröffentlichung von Quartalsabschlüssen ist hingegen freiwillig (Art. 50 Abs. 2 KR). Der Geschäftsbericht hat dabei in einem eigenen Kapitel, dem sog. Corporate Governance Bericht, gewisse Schlüsselangaben zur Corporate Governance gemäss der Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance (RLCG) der SER zu enthalten. Auch der Vergütungsbericht wird typischerweise als separates Kapitel des Geschäftsberichts und nicht in der Form eines eigenständigen Berichts veröffentlicht. Das Kotierungsreglement und die Richtlinie betr. Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren) Anleihen und Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen (RLRMP) der SER enthalten weitere Meldepflichten, wie insbesondere das Führen eines Unternehmenskalenders (Art. 52 KR) und Informationen im Zusammenhang mit der Generalversammlung (Ziff. 3 RLRMP) und der Dividende (Ziff. 4 RLRMP).

Ereignisbezogene Informationspflichten hingegen treten unregelmässig auf und verpflichten den Emittenten, im Falle des Eintritts bestimmter Vorfälle zu informieren. Die wichtigste dieser Informationspflichten ist die Ad hoc-Publizität gemäss Art. 53 KR und präzisiert in der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität der SER, gemäss denen der Emittent den Markt unverzüglich (es sei denn, es liege ein Tatbestand eines zulässigen Bekanntgabeaufschubs i.S.v. Art. 54 KR vor) über kursrelevante Tatsachen, also Tatsachen, die geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen, informieren muss. Erwähnenswert ist weiter die Pflicht zu Offenlegung von Management-Transaktionen gemäss Art. 56 KR i.V.m. der Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen der SER; nach dieser müssen Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung des Emittenten Transaktionen mit Beteiligungsrechten des Emittenten oder damit verbundene Finanzinstrumenten innert kurzer Frist dem Emittenten melden. Der Emittent hat danach Meldung gegenüber der Börse zu machen, welche die Angaben veröffentlicht.

X. Fazit

Spin-offs haben in der Schweiz einen guten Track Record und erfreuten sich auch in jüngerer Vergangenheit vergleichsweise grosser Beliebtheit. Es ist nicht davon auszugehen, dass die Treiber und zugrundeliegenden Trends, namentlich das Bestreben zur Fokussierung des Geschäfts und der Ressourcen, in absehbarer Zeit nachlassen werden. Das derzeitige Marktumfeld könnte hier ein begünstigendes Element sein. So sind Spin-offs weniger stark den Volatilitäten des IPO- aber auch des M&A-Marktes ausgesetzt. Es überrascht deshalb auch nicht, dass im Krisenjahr 2020 zwei Spin-offs erfolgten, während

kein einziger IPO erfolgreich lanciert wurde. Zudem dürfte der Bedarf abspaltender Unternehmen nach einem Mittelzufluss im derzeitigen Niedrigzinsumfeld in den Hintergrund treten und deshalb Spin-offs als alternatives Mittel zur Schaffung von *Shareholder Value* in den strategischen Überlegungen Schweizer Publikumsgesellschaften vermehrt Beachtung finden. Trotz der zahlreichen bereits in Kraft getretenen und noch kommenden Änderungen im regulatorischen Umfeld werden die Rahmenbedingungen für Spin-offs nicht signifikant erschwert.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530-964 OR (Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 6. A., Basel 2021 (zit. BSK OR II-Bearbeiter, Art. XX, N XX).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009.
- Büchi Raffael, Spin-off: Rechtliche Aspekte von Abspaltungen bei Publikumsgesellschaften, Diss. Bern 2001.
- Courvoisier Matthias, Dual Track – IPO vs M&A, in: Reutter Thomas /Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIV, Zürich 2019, 7 ff.
- Daeniker Daniel/Waller Stefan, Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, Zürich 2003, 55 ff.
- Dubs Dieter, Die bedingte Beschlussfassung der Aktionäre an der Generalversammlung, in: Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2002, 356 ff.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizer Aktienrecht, Bern 1996.
- Gerhard Frank/Hasler Daniel, Rechtliche Fallstricke bei Carve-out Transaktionen, GesKR 2/2014, 221 ff.
- Gericke Dieter /Schifferle Gregor, Die Prospekthaftung nach FIDLEG, GesKR 2/2020, 189 ff.
- Glanzmann Lukas, Verfasst das Schweizer Fusionsgesetz einen Numerus clausus?, in: Amstutz Marc/Müller Roland/Hochreutener Inge (Hrsg.), Das Fusionsgesetz: Bewährungsprobe nach dem 8. Jahr, Zürich 2015, 1 ff.
- Reutter Thomas U., IPO – Ablauf, Struktur, Haftung und Schadloshaltung, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VIII, Zürich 2014, 7 ff.
- Schleiffer Patrick/Schärli Patrick, Ausnahmen von der Prospektspflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 1/2018, 1 ff.
- Vischer Markus, Spaltung mittels Vermögensübertragung, GesKR 4/2012, 569 ff.
- Vogel Alexander/Günter Michael, Der Vertragsübergang bei Vermögensübertragungen nach Fusionsgesetz, AJP 5/2012, 592 ff.
- Watter Rolf/Büchi Raffael, Demergers (Abspaltungen) bei der (Publikums-)Gesellschaft, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich 2003, 1 ff. (zit. Watter/Büchi, Demergers).

- Watter Rolf/Büchi Raffael, Die Spaltung nach Fusionsgesetz als Mauerblümchen der Praxis?, GesKR 2/2007, 164 ff. (zit. Watter/Büchi, Mauerblümchen).
- Watter Rolf/Vogt Nedim Peter/Tschäni Rudolf/Daeniker Daniel (Hrsg.), Basler Kommentar, Fusionsgesetz, 2. A., Basel 2015 (zit. BSK FusG-Bearbeiter, Art. XX, N YY).
- Weber Philippe/Candreia Philipp, Dual Track Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich 2019, 69 ff.

Exit von Aktienbeteiligungen über den Kapitalmarkt

Hans-Jakob Diem/Patrick Schärli

Inhalt

I.	Ausgangslage	106
II.	Transaktions- und Erscheinungsformen	107
	1. Dribble-out	107
	2. Paketverkauf	108
	3. Blocktrade	109
	4. Marketed Offering	111
	5. Transaktionsformen: Zusammenfassung	112
III.	Ausgewählte Rechtsfragen	113
	1. Insiderrecht	113
	a) Investorenansprache vor Exit-Transaktion	113
	b) Insiderrechtliche Vorgaben für den verkaufenden Aktionär	114
	c) Ad hoc-Publizität	115
	2. Meldepflichten des verkaufenden Aktionärs	117
	a) Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen	117
	b) Managementtransaktionen	118
	3. Prospektpflicht	119
	a) Öffentliches Angebot	120
	b) Ausnahmen von der Prospektpflicht	121
	c) Prospektpflicht: Zusammenfassung	123
	4. Mitwirkung der Gesellschaft	124
	a) Schranken der Mitwirkung der Gesellschaft	124
	aa) Gesellschaftsinteresse	125
	bb) Aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot	125
	b) Einzelne Mitwirkungsarten	126
	aa) Gespräche mit dem Management und Roadshows	126
	bb) Zulassung und Unterstützung bei einer Due Diligence	126
	cc) Unterstützung bei der Erstellung der Angebotsdokumentation	128
	dd) Abgabe von Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen	128
IV.	Exit von mehreren Aktionären oder Aktionärsgruppen	129
	1. Insiderrechtliche Aspekte	130
	2. Offenlegungsrechtliche Aspekte	130
	3. Seltdown Coordination Agreement	131
V.	Schlussbetrachtung	132
	Literaturverzeichnis	133

I. Ausgangslage

Kotierte Gesellschaften verfügen nicht selten über Grossaktionäre; z.B. die vormaligen alleinigen Aktionäre einer frisch kotierten Gesellschaft oder Aktionäre, welche im Rahmen einer Akquisition mit Aktien der kotierten Gesellschaft bezahlt wurden. Gerade im Nachgang zu einem *Initial Public Offering* (IPO) kann bei Grossaktionären der Wunsch aufkommen, die bestehende Beteiligung weiter zu reduzieren oder gar vollständig zu veräussern. Solche Situationen kommen relativ häufig vor, denn ein IPO bietet oftmals nur eine beschränkte Möglichkeit zur Platzierung von bestehenden grossen Aktienpaketen.¹ Verkaufstransaktionen können aber auch durch langjährige Grossaktionäre vorgenommen werden, etwa zum Zweck der Portfoliodiversifikation.

Falls Grossaktionäre ihre Beteiligung reduzieren oder gar vollständig veräussern möchten (solche Transaktionen bezeichnen wir im Folgenden als „Exit“ oder „Exit-Transaktion“), so sehen sie sich mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert. So ist etwa die übliche Handelsliquidität regelmässig zu gering für den Verkauf grösserer Pakete zu einem angemessenen Preis. Folglich können grössere Aktienpakete üblicherweise nicht im Rahmen des normalen Börsenhandels platziert werden. Weiter verfügen verkaufswillige Aktionäre nicht selten über vertrauliche Informationen betreffend die Gesellschaft, insbesondere dann, wenn ein verkaufswilliger Aktionär auch über einen Sitz im Verwaltungsrat der jeweiligen Gesellschaft verfügt. Überdies gibt es auf Seiten des Erwerbers eines grösseren Aktienpakets unter Umständen ein Bedürfnis nach einer Due Diligence, was unter anderem auch die Mitwirkung der Gesellschaft erfordert. Eine solche Mitwirkung der Gesellschaft ist insbesondere bei umfangreicheren Platzierungen oft unumgänglich.

Im Folgenden betrachten wir zunächst die Transaktions- und Erscheinungsformen von Exit-Transaktionen über den Kapitalmarkt ([Teil II.](#)), gehen sodann auf ausgewählte Rechtsfragen ([Teil III.](#)) ein und behandeln schliesslich den Sonderfall von mehreren verkaufenden Aktionären ([Teil IV.](#)).

¹ Typischerweise werden im Rahmen eines IPO Beteiligungen im Bereich zwischen 30–40% des Aktienkapitals platziert. Falls ein Grossaktionär seine Position weiter reduzieren möchte, so muss er dies im Anschluss an das IPO mittels Folgetransaktionen (z.B. Paketverkäufen mittels *Accelerated Bookbuilding*) bewerkstelligen. Beispiele hierfür sind etwa die Verkäufe von Beteiligungen vormaliger Grossaktionäre an SoftwareONE Holding AG (siehe etwa die Transaktion vom Juni 2020, <<https://www.softwareone.com/de-ch/presse/2020/06/19/softwareone-aenderungen-aktionaersstruktur-2020-06-19>>) oder SIG Com-bibloc Group AG (siehe etwa die letzte einer Reihe von Transaktionen vom Dezember 2020, <<https://www.sig.biz/ch/media/press-releases/sale-of-shares-by-onex-4>>).

II. Transaktions- und Erscheinungsformen

Einem verkaufswilligen Aktionär stehen für einen Exit verschiedene Transaktionsformen zur Verfügung, namentlich das so genannte *Dribble-out*, der Paketverkauf, der *Blocktrade* sowie das *Marketed Offering*. Die Übergänge zwischen den einzelnen Transaktionsformen sind fließend und in der Praxis kommen auch Kombinationen der einzelnen Transaktionsformen vor.²

I. Dribble-out

Wie der Name dieser Transaktionsform schon andeutet, handelt es sich beim Dribble-out um einen tröpfchenweisen Verkauf eines Aktienpakets. Ein solcher Verkauf erfolgt über die Börse unter Einbezug einer Bank oder eines Wertpapierhauses. Der zwischen dem verkaufenden Aktionär und der Bank bzw. dem Wertpapierhaus abzuschliessende Vertrag sieht dabei ein maximales Verkaufsvolumen, die für den Verkauf massgebliche Zeitspanne sowie Vorgaben zum Preis vor. Typischerweise enthält ein solcher Vertrag auch Bestimmungen zum Minimalpreis (*Floor Price*).

Vorbehältlich allfälliger insiderrechtlicher Schranken³, kann der verkaufende Aktionär die Parameter für den Verkauf während der Dauer des Dribble out auch anpassen und so auf Marktentwicklungen reagieren. Sofern der betreffende Titel einen liquiden Markt aufweist, handelt es sich beim Dribble-out um eine mögliche, marktschonende Verkaufsform für kleinere Aktienpakete (d.h. in einer Grössenordnung von typischerweise 2-3% des Aktienkapitals). Dribble-out-Transaktionen werden gelegentlich auch von Gesellschaften selbst eingesetzt, um Überbestände eigener Aktien marktschonend über die Börse zu verkaufen.

² Als Beispiel für eine Kombination verschiedener Transaktionsformen kann die Reduktion der Beteiligung der Jacobs Holding AG an Barry Callebaut AG von November 2019 genannt werden. Die kontrollierende Aktionärin Jacobs Holding AG verkaufte damals einen Teil ihres Aktienpakets zwecks Diversifikation des Investment Portfolios. Die Transaktion war eine Kombination aus einem Paketverkauf (2.85% der Aktien der Barry Callebaut AG) und einem Blocktrade (mittels *Accelerated Bookbuilding*) (7.17% der Aktien der Barry Callebaut AG). Siehe auch die Pressemitteilung der Barry Callebaut AG vom 12. November 2019, <<https://www.barry-callebaut.com/de-CH/group/media/news-stories/jacobs-holding-has-successfully-completed-sale-1002-barry-callebauts>>.

³ D.h. der Verkäufer darf bei der Anpassung von Transaktionsparametern keine Kenntnis von potentiell kursrelevanten Informationen (Insiderinformationen) haben; zu insiderrechtlichen Aspekten, siehe [Ziff. III.1.b](#)) unten.

2. Paketverkauf

Bei einem Paketverkauf wird das betreffende Aktienpaket direkt an einen einzelnen Käufer (allenfalls auch an eine Gruppe von Käufern) verkauft.⁴ Die Verhandlungen finden somit direkt zwischen Verkäufer und Käufer statt, ohne Einschaltung einer Bank oder eines Wertpapierhauses. Investmentbanken oder ähnliche Corporate Finance Berater können aber als Berater der beteiligten Parteien agieren.⁵ Der Paketverkauf wird mittels eines (allenfalls verkürzten) *Share Purchase Agreement* dokumentiert.⁶ Ausserdem erstellt der Verkäufer, insbesondere bei bedeutenden Aktienpaketen, allenfalls auch ein *Information Memorandum* oder ein ähnliches Dokument.⁷

Die mittels Paketverkauf veräusserten Aktienpakete bewegen sich typischerweise in der Grössenordnung von 10-30% des Aktienkapitals der jeweiligen Gesellschaft. Als Käufer treten in erster Linie strategisch interessierte Verkäufer auf, welche aufgrund geschäftlicher Berührungspunkte an einer langfristigen Beteiligung oder gar einer Kontrollübernahme interessiert sind.⁸ Als Erwerber eines solchen Aktienpakets kommen aber auch langfristig orientierte Finanzinvestoren, wie z.B. *Sovereign Wealth Funds* oder *Family Offices* von wohlhabenden Unternehmensfamilien in Frage.⁹

Bei grösseren Aktienpaketen, und namentlich wenn der Käufer strategische Interessen verfolgt, wird der pro Aktie zu bezahlende Kaufpreis über dem vorherrschenden Börsenkurs zu liegen kommen (sog. Paketzuschlag), vermittelt doch ein bedeutendes Aktienpaket oftmals faktische Kontrolle über eine Publikums-gesellschaft und in jedem Fall bedeutenden Einfluss.¹⁰

Anders als bei den anderen Transaktionsformen, erwirbt bei einem Paketverkauf ein einzelner Investor ein substantielles Aktienpaket. Aus diesem Um-

⁴ Zur Begrifflichkeit siehe Schleiffer/Wolf, 300 f.; WOLF, 6. Vgl. ferner auch Gerhard, 257, welcher den Paketverkauf als „*une transaction M&A classique*“ bezeichnet.

⁵ WOLF, 6.

⁶ Vgl. Reutter/Brogini, 193, mit weiteren Ausführungen zum typischen Inhalt des Share Purchase Agreements für einen Paketverkauf.

⁷ Für die Erstellung eines solchen Dokuments dürfte allerdings regelmässig auch die Mitwirkung der Gesellschaft erforderlich sein, was bedingt, dass die Transaktion auch im Interesse der Gesellschaft liegt. Siehe dazu die Ausführungen in [III.4.b](#)) unten.

⁸ Gerhard, 257; Schleiffer/Wolf, 301; Wolf, 6. Als Beispiel kann etwa der Erwerb eines Aktienpakets von 24.99% am Aktienkapital der Clariant durch SABIC im Jahr 2018 genannt werden, siehe <<https://www.clariant.com/de/Corporate/News/2018/01/SABIC-acquires-2499-stake-in-Clariant>>.

⁹ Schleiffer/Wolf, 301.

¹⁰ Vgl. Gerhard, 257; Schleiffer/Wolf, 301, Wolf, 6.

stand ergeben sich spezifische Rechtsfragen, welche bei den anderen Transaktionsformen üblicherweise keine Rolle spielen. So ist etwa die Anwendbarkeit von wettbewerbsrechtlichen Meldepflichten und Zusammenschlusskontrollen gemäss den Bestimmungen des Kartellgesetzes¹¹ oder den Bestimmungen von ausländischen Kartellgesetzen zu prüfen.¹² Darüber hinaus kann auch die übernahmerechtliche Angebotspflicht¹³ eine wesentliche Rolle spielen.¹⁴

3. Blocktrade

Beim Blocktrade wendet sich der verkaufswillige Aktionär zur Platzierung seines Aktienpakets an eine oder mehrere Investmentbanken oder Wertpapierhäuser, welche die Aktien bei professionellen und institutionellen Anlegern platzieren. Die Vermarktung der Platzierung erfolgt typischerweise bei ca. 50 bis 100 professionellen Anlegern, wobei die Zahl der angesprochenen potentiellen Investoren von der Paketgrösse und der Anzahl involvierter Banken abhängig ist. Bei einem Blocktrade wird weder eine Angebotsdokumentation erstellt, noch gibt es *Road Shows* oder ähnliche Vermarktungsaktivitäten.¹⁵

Die Platzierung, Preisfindung und Zuteilung erfolgt dabei mittels eines *Accelerated Bookbuilding Verfahrens*. Anders als ein reguläres *Bookbuilding*, welches sich über mehrere Tage erstreckt, wird das Accelerated Bookbuilding innert weniger Stunden durchgeführt.¹⁶ Die Transaktion wird dabei unmittelbar nach Börsenschluss lanciert und einige Stunden später, idealerweise noch am glei-

¹¹ Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG) vom 6. Oktober 1995 (SR 251).

¹² Während in der Schweiz gemäss Art. 9 KG i.V.m. Art. 4 Abs. 3 lit. b KG nur Transaktionen, welche zu einem Kontrollerwerb über die betreffende Gesellschaft führen, der wettbewerbsrechtlichen Zusammenschlusskontrolle unterliegen, sehen andere Rechtsordnungen bereits beim Erwerb einer Minderheitsposition, welche keine Kontrolle vermittelt, eine Meldepflicht vor. Vgl. zum Begriff der Kontrolle im schweizerischen Kartellrecht, BSK KG-REINERT, Art. 4 Abs. 3 N 119 ff. Vgl. ferner zu wettbewerbsrechtlichen Meldungen bei Paketverkäufen, Reutter/Brogini, 199 ff.

¹³ Vorbehältlich eines statutarischen *Opting-ups* oder *Opting-outs* hat gemäss Art. 135 FinfraG jeder, der direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft zu unterbreiten. Vgl. zur Angebotspflicht BSK FINMAG/FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönniman, Art. 135 FinfraG N 1 ff. m.w.H.

¹⁴ Vgl. Gerhard, 257 f.

¹⁵ Wolf, 5.

¹⁶ Vgl. zum Ablauf eines Blocktrades auch Gerhard, 258 f.

chen Tag, mit der Festsetzung des Angebotspreises abgeschlossen.¹⁷ Der Angebotspreis liegt regelmässig unter dem letzten Börsenkurs. Die Grösse des Abschlags (*Discount*) gegenüber dem Börsenkurs hängt von der Grösse des zu platzierenden Aktienpakets und anderen Faktoren ab und bewegt sich üblicherweise im einstelligen Prozentbereich.¹⁸

Gerade bei grösseren Paketen führen Banken im Vorfeld der Platzierung ein sogenanntes *Wall Crossing* bei ausgewählten Investoren durch. Mit diesem Verfahren wird versucht, vor der Transaktion das Marktinteresse und allgemeine Preisvorstellungen auszuloten. Das *Wall Crossing* erfolgt typischerweise wenige Stunden vor der eigentlichen Lancierung der Transaktion und noch während der Handelszeit.¹⁹

Der Blocktrade ist als Exit-Transaktion für Aktienpakete bis zu 10%²⁰, unter Umständen auch 15% des Aktienkapitals geeignet,²¹ wobei sich das Platzierungsvolumen auch oftmals im einstelligen Prozentbereich bewegt.²² Ausschlaggebend für die noch platzierbare Grösse des Aktienpakets sind namentlich das übliche Handelsvolumen sowie der *Free Float* des entsprechenden Titels.

Der Blocktrade ist eine flexible Transaktionsart, welche die Platzierung eines Aktienpakets mit verhältnismässig geringem Aufwand, d.h. insbesondere ohne Angebotsdokumentation oder Roadshows, und relativ geringen Kosten ermöglicht. Insbesondere lässt diese Transaktionsform auch zu, dass eine Exit-Transaktion zeitlich gut auf vorherrschende Marktbedingungen abgestimmt werden kann.²³

Im Falle eines teilweisen Exits, d.h. wenn der verkaufende Aktionär nach Abschluss des Blocktrades weiterhin über Aktien verfügt, werden die platzierenden Banken regelmässig auf eine zeitlich begrenzte Verkaufssperre (*Lock-up*) seitens des verkaufenden Aktionärs bestehen.²⁴ Ein solcher *Lock-up* hat erfah-

¹⁷ Diem/Lippuner, 115.

¹⁸ Vgl. Schleiffer/Wolf, 299, welche von einem geringen Abschlag gegenüber dem Börsenkurs sprechen.

¹⁹ Zu den insiderrechtlichen Aspekten des *Wall-crossing*, siehe [III.1.a](#)) unten.

²⁰ Schleiffer/Wolf, 300.

²¹ Gerhard, 257; Wolf, 3.

²² Ausnahmsweise können aber auch grössere Pakete mittels eines Blocktrades auf den Markt gebracht werden. Siehe mit Beispielen Gerhard, 257.

²³ Vgl. Schleiffer/Wolf, 299 f.

²⁴ WOLF, 13.

rungsgemäss eine Dauer von 60 bis 90 Tagen und dient unter anderem auch dazu, einen zu starken Angebotsüberhang zu verhindern und dem Markt eine gewisse Stabilität im Nachgang zur Exit-Transaktion zu signalisieren.²⁵

4. Marketed Offering

Bei einem Marketed Offering wird das betreffende Aktienpaket bei einem grösseren Anlegerpublikum platziert. Es findet somit ein eigentliches öffentliches Angebot statt. Bei einer solchen Sekundärplatzierung erfolgt die Preisfindung und die Allokation der zu verkaufenden Aktien an die neuen Aktionäre auf der Basis eines länger andauernden *Bookbuildings*. Anders als beim Blocktrade mittels *Accelerated Bookbuilding*²⁶, zieht sich das Bookbuilding für ein Marketed Offering über mehrere Tage hin.²⁷

Im Unterschied zu den vorstehend beschriebenen Transaktionsformen, wird für ein Marketed Offering ein Angebotsdokument erstellt, und es kommt zu teils umfangreichen Investorenkontakten in der Vermarktungsphase des Angebots – zum Beispiel in der Form von *Roadshows*, *one-on-one Meetings* und Gesprächen mit dem Management der betreffenden Gesellschaft.²⁸ Diese Charakteristiken des Marketed Offerings machen klar, dass die Mitwirkung der Gesellschaft bei einem Marketed Offering unumgänglich ist.²⁹ Vor diesem Hintergrund kann der Emittent erwägen, das Marketed Offering mit einer zusätzlichen Tranche von neu auszugebenden Aktien zu ergänzen und so gleichzeitig frisches Kapital aufzunehmen.³⁰

Aufgrund des deutlich höheren Aufwands und grösseren Zeitbedarfs im Vergleich zu den anderen Transaktionsformen rechtfertigt sich ein Marketed Offering nur ausnahmsweise – etwa für den Verkauf von sehr bedeutenden Aktienpaketen (z.B. beim Exit eines kontrollierenden Aktionärs oder beim Ausstieg staatlicher Akteure bei bereits teilprivatisierten Unternehmen).³¹

²⁵ Vgl. Diem/Lippuner, 124.

²⁶ Siehe [II.3](#), oben.

²⁷ Schleiffer/Wolf, 300.

²⁸ Gerhard, 257; Schleiffer/Wolf, 300.

²⁹ Zu den Möglichkeiten der Mitwirkung der Gesellschaft und den Schranken für eine solche Mitwirkung, siehe [III.4](#), unten.

³⁰ Die Ergänzung des Angebots um eine solche Primary Tranche schafft seitens der Gesellschaft auch ein echtes eigenes Interesse und einen finanziellen Nutzen, welche den substantiellen Aufwand für die Vorbereitung und Mitwirkung an den Vermarktungsaktivitäten rechtfertigt. Siehe zum Gesellschaftsinteresse [III.4.a\)aa](#)) unten.

³¹ Vgl. Schleiffer/Wolf, 300, welche für ein Marketed Offering von einer Mindestgrösse von ca. 10% des Aktienkapitals einer Gesellschaft ausgehen.

5. Transaktionsformen: Zusammenfassung

Aus den vorstehenden Ausführungen wird deutlich, dass sich die verschiedenen Transaktionsformen in einigen Aspekten deutlich unterscheiden. Dies ist insbesondere der Fall mit Bezug auf den angesprochenen Investorenkreis, die Grösse des zu verkaufenden Aktienpakets, die erwartete Transaktionsdauer sowie den Dokumentationsaufwand.

Nachfolgende Darstellung fasst die wesentlichen Charakteristiken der einzelnen Transaktionsformen zusammen:

	Dribble-out	Paketverkauf	Blocktrade	Marketed Offering
Platzierungsart	Tröpfchenweiser Verkauf über Börse	Individuell verhandelter Verkauf an einen oder wenige Erwerber. Als Käufer kann ein Stratege oder ein Finanzinvestor in Frage kommen.	Verkauf mittels <i>Accelerated Bookbuilding</i> Käufer sind professionelle Anleger	Angebot an das breite Publikum
Grösse des zu verkaufenden Aktienpakets ³²	Kleinere Aktienpositionen (bis ca. 3%)	Bedeutende Positionen (10-30%)	Maximale Grösse bei ca. 10-15%	Sehr bedeutende (Kontroll-) Positionen
Beteiligte Parteien	Verkäufer und Wertpapierhaus	Verkäufer und Erwerber	Verkäufer und platzierende Banken	Verkäufer und platzierende Banken
Zeitliche Aspekte	Mehrere Wochen/ Monate	Individuell, je nach Verhandlungen	Platzierung innert Stunden	Platzierung über einige Tage
Dokumentation	<i>Dribble-out Agreement</i> mit Wertpapierhaus	Allenfalls <i>Information Memorandum</i> o.ä.	<i>Blocktrade Agreement</i> mit platzierenden Banken	Umfangreiche Angebotsdokumentation

³² Die Grösse des Aktienpakets, welches mittels einer bestimmten Transaktionsform verkauft werden kann, hängt sehr stark von der Liquidität und der Nachfrage im betreffenden Aktientitel ab.

III. Ausgewählte Rechtsfragen

i. Insiderrecht

Die Tatsache, dass ein bisheriger Aktionär eine bedeutende Aktienposition verkaufen will, stellt einerseits oft (und im Zweifel) eine potentiell kursrelevante Tatsache bzw. Insiderinformation dar,³³ die gemäss den Bestimmungen von Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG³⁴ sowie Art. 154 Abs. 1 lit. b FinfraG nicht weitergegeben werden darf. Gleichzeitig hat der verkaufswillige Aktionär oder die platzierende Bank im Vorfeld der Exit-Transaktion aber das Bedürfnis, mit möglichen Investoren und Käufern über die Transaktion zu sprechen und Bedingungen für einen Verkauf auszuhandeln. Die Vorbereitung von Exit-Transaktionen, namentlich die Investorenansprache, kann allerdings von gewissen *Safe Harbor*-Bestimmungen des Insiderrechts profitieren.

a) *Investorenansprache vor Exit-Transaktion*

Auch wenn die Verkaufsabsicht eines bisherigen Aktionärs eine Insiderinformation darstellt, ist eine Investorenansprache unter gewissen Umständen gestattet. So erlaubt der *Safe Harbor* von Art. 128 lit. b FinfraV³⁵ die Weitergabe von Informationen, sofern deren Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist und der Informationsinhaber zum einen den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenutzt werden darf, und zum anderen die Weitergabe der Insiderinformation dokumentiert wird.³⁶

In der Praxis ist die Investorenansprache insbesondere beim Paketverkauf und beim Blocktrade von Relevanz. Beim Paketverkauf erfolgt die Bekanntgabe der Verkaufsabsicht (und allfällig weiterer vertraulicher Informationen) direkt im Zusammenhang mit der Vertragsverhandlung. Die weiteren Voraussetzungen für die Anwendung des *Safe Harbors* nach Art. 128 lit. b FinfraV werden dabei typischerweise mittels *Non-disclosure Agreements* erfüllt, welche spe-

³³ Vgl. zum Begriff der Insiderinformation BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 2 lit. j FinfraG N 4 ff., sowie SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 2 lit. j N 3 ff.

³⁴ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1).

³⁵ Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV, SR 958.11).

³⁶ Ausführlich zu diesem *Safe Harbor*, BSK-FINMAG/FinfraG-Hanslin/Hoch/Hotz/Maurenbrecher, nach Art. 142 FinfraG, N 54 ff., m.w.H.

zifische Hinweise auch auf insiderrechtliche Aspekte enthalten. Um sicherzustellen, dass die im Rahmen der Vertragsverhandlungen mitgeteilten Informationen auch bei Abbruch einer Transaktion nicht ausgenutzt werden können, sehen solche Vertraulichkeitsvereinbarungen auch regelmässig einen über den Transaktionsabbruch hinaus geltenden *Stand Still* vor.³⁷

Beim Blocktrade, insbesondere bei grösseren Aktienpaketen, führen die platzierenden Banken im Vorfeld der Transaktion (telefonische) Sondierungsgespräche mit ausgewählten Investoren durch. Mit diesem so genannten *Wall Crossing* können erste Indikationen für das platzierbare Volumen und die Preisspanne erhältlich gemacht werden, welche für die Lancierung der eigentlichen Transaktion (mittels *Accelerated Bookbuilding*) notwendig sind. Somit ist auch das *Wall Crossing* grundsätzlich vom *Safe Harbor* nach Art. 128 lit. b FinfraV erfasst. Die Investorenansprache erfolgt dabei typischerweise telefonisch auf einer *Recorded Line* und folgt einem *Wall Crossing Script*. Diese *Wall Crossing Scripts* sehen vor, dass in einer ersten Phase die grundsätzliche Bereitschaft des Investors zum Erwerb von Aktien in einem bestimmten Sektor ermittelt wird (d.h. der Name der Gesellschaft wird noch nicht bekannt gegeben).³⁸ Signalisiert der Investor Interesse an der Transaktion, so wird er auf die Tatsache hingewiesen, dass die Information zur Transaktion eine Insiderinformation darstellt und er vom weiteren Handel ausgeschlossen ist. Sobald der Investor dies zur Kenntnis genommen und bestätigt hat, werden der Name der betroffenen Gesellschaft und die weiteren Transaktionsparameter offengelegt.³⁹ Da ein im Rahmen des *Wall Crossing* angesprochener Investor auch bei Abbruch der Transaktion aufgrund der Kenntnis von Insiderinformation vom Handel ausgeschlossen ist, wird der Abbruch der Transaktion unter Umständen mittels Pressemitteilung bekannt gegeben (*Cleansing Press Release*).⁴⁰

b) *Insiderrechtliche Vorgaben für den verkaufenden Aktionär*

Mit Bezug auf die eigene Verkaufsabsicht gilt für den verkaufenden Aktionär der Grundsatz „Niemand kann sein eigener Insider sein“⁴¹, welcher in Art. 127

³⁷ Schleiffer/Wolf, 315; vgl. ferner Watter/Dubs, 28, wonach solche Vertraulichkeitsvereinbarungen und *Stand Still* schon aus Sicht der Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats der Gesellschaft notwendig sind.

³⁸ Zum Vorgehen einer solchen Investorenansprache, siehe auch Schleiffer/Tranchet/Fischer, 4 f.

³⁹ Vgl. zum *Wall Crossing* auch Diem/Lippuner, 110 f.

⁴⁰ Vgl. Schleiffer/Tranchet/Fischer, 5.

⁴¹ Siehe anstelle vieler, SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 154 N 135, m.w.H. zu den Schranken des Grundsatzes „niemand kann sein eigener Insider sein“ siehe ferner Bühler/Häring, 457 ff.

Abs. 1 lit. a FinfraV als ausdrücklicher Safe Harbor normiert ist. Der verkaufende Aktionär kann somit seine Verkaufsabsicht aus Sicht des Insiderrechts grundsätzlich plankonform umsetzen, selbst wenn die jeweilige Exit-Transaktion eine potentiell kursrelevante Information darstellt.

Verfügt der verkaufende Aktionär aber über anderweitige Insiderinformationen, so darf er hingegen eine Verkaufstransaktion aus Sicht des Insiderrechts erst dann eingehen,⁴² wenn diese Informationen auch dem Markt bekannt sind.⁴³ Dies ist regelmässig dort von Bedeutung, wo der Verkäufer einen wesentlichen Einfluss auf die Gesellschaft hat und im Verwaltungsrat der Gesellschaft vertreten ist. In diesen Situationen hat der verkaufende Aktionär aufgrund seiner Nähe zur Gesellschaft oftmals weitergehende Informationen als der Markt. Als Organ unterliegt ein solcher Verkäufer überdies auch gesellschaftsrechtlichen Vorgaben und internen Regularien zu zulässigen Handelsperioden bzw. Zeitfenstern in welchen nicht in den Titeln der Gesellschaft gehandelt werden darf (so genannte *Black-out* Perioden). Aus diesen Gründen erfolgen Verkaufstransaktionen (jedenfalls solche über den Markt) oft kurz nach Publikation der Jahres- bzw. Zwischenabschlüsse der Gesellschaft.

Mit Bezug auf *Dribble-out*-Transaktionen gelten dieselben Grundsätze. Im Zeitpunkt, in welchem die Verkaufsparameter festgelegt und das *Dribble-out*-Agreement abgeschlossen werden, darf der verkaufswillige Aktionär über keine Insiderinformationen verfügen. Auch eine spätere Anpassung der Verkaufsparameter oder gar eine Stornierung des *Dribble-outs* ist nur dann zulässig, wenn der Verkäufer zum Zeitpunkt der Anpassung oder Stornierung keine Kenntnis von Insiderinformationen hat.⁴⁴

c) *Ad hoc*-Publizität

Eine kotierte Gesellschaft unterliegt der Pflicht, potentiell kursrelevante Tatsachen dem Markt mitzuteilen. Diese Pflicht zur *Ad hoc*-Publizität ergibt sich für an der SIX Swiss Exchange kotierte Gesellschaften aus Art. 53 KR⁴⁵. Gemäss

⁴² Entscheidender Zeitpunkt für die insiderrechtliche Beurteilung wird dabei in der Regel der Zeitpunkt des massgeblichen Verpflichtungsgeschäfts sein. Vgl. SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 154 N 102.

⁴³ In diesem Sinne stellt schon die Safe Harbor Bestimmung von Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV klar, dass der Anwendungsbereich der Safe Harbor Bestimmung nur dann eröffnet ist, wenn der Transaktionsentscheid nicht aufgrund anderweitiger Insiderinformationen getroffen wurde. Ebenso SGHB Finanzmarktrecht I-Peter, §25 N 30.

⁴⁴ SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 142 N 26. Siehe ebenso FINMA Rundschreiben 2013/8 „Marktverhaltensregeln“, Rz. 14.

⁴⁵ Kotierungsreglement vom 8. November 2019 (Kotierungsreglement, KR).

Art. 53 Abs. 1 KR hat die Gesellschaft den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind, zu informieren. Die Information hat dabei grundsätzlich zu erfolgen, sobald die Gesellschaft von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat (Art. 53 Abs. 2 KR).⁴⁶ Die Bekanntmachung hat gemäss Art. 53 Abs. 3 KR so zu erfolgen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist. Die Modalitäten der Bekanntgabe werden in der RLAhP⁴⁷ detailliert geregelt, etwa in Bezug auf die Art der Publikation (Art. 7–9 RLAhP) oder den Zeitpunkt der Publikation (grundsätzlich ausserhalb der Handelszeiten, Art. 11 RLAhP).

Der Verkauf eines Aktienpakets einer Gesellschaft ist zwar nicht *per se* eine Tatsache, welche direkt im Tätigkeitsbereich der Gesellschaft eingetreten ist, womit sich die Frage stellt, ob eine Exit-Transaktion überhaupt den Regeln der Ad hoc-Publizität untersteht.⁴⁸ Ausnahmsweise können aber auch externe Tatsachen eine Ad hoc-Publizitätspflicht begründen.⁴⁹ So stellt insbesondere die Tatsache, dass ein bedeutender Aktionär alle oder zumindest einen beträchtlichen Teil seiner Aktien verkauft, gemäss ständiger Praxis der SIX Exchange Regulation regelmässig eine Tatsache dar, welche bei der Gesellschaft eine Pflicht zur Ad hoc-Publizität auslöst.⁵⁰ Die Tatsache, dass der verkaufende Aktionär seinerseits auch börsenrechtlichen Offenlegungspflichten unterliegt (insbesondere der Meldepflicht nach Art. 120 ff. FinfraG), entbindet die Gesellschaft nicht von einer allfälligen Ad hoc-Publizitätspflicht.⁵¹ Entspre-

⁴⁶ Ausnahmsweise kann eine Bekanntgabe auch aufgeschoben werden, sofern die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubs nach Art. 54 KR vorliegen. Danach muss die potentiell kursrelevante Tatsache insbesondere auf dem Plan der Gesellschaft beruhen, was bei Exit-Transaktionen eines Aktionärs aber gerade nicht der Fall ist. Siehe allgemein zum Bekanntgabeaufschub SGHB Finanzmarktrecht I-Stach/Hüberli, §28 N 42 f.

⁴⁷ Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 20. März 2018 (Richtlinie Ad hoc-Publizität, RLAhP).

⁴⁸ So hält auch der Kommentar RLAhP, N 39 fest, dass eine Tatsache, welche die Gesellschaft betrifft, aber ihren Ursprung ausserhalb des Unternehmens hat, von der Ad hoc-Publizitätspflicht grundsätzlich nicht erfasst ist.

⁴⁹ Der Kommentar RLAhP, N 39, hält diesbezüglich fest, dass eine externe Tatsache eine Ad hoc-Publizität auslösen kann, wenn das entsprechende Aussenereignis eine Innenwirkung auf die Gesellschaft haben kann.

⁵⁰ Vgl. Kommentar RLAhP, N 46, wonach eine Ad hoc-Pflicht insbesondere dann besteht, wenn die Verkaufstransaktion Auswirkungen haben kann auf die Beherrschungsverhältnisse oder auf die Stimmenmehrheit in der Generalversammlung oder wenn dadurch die rechtlichen Schwellenwerte für die Ausübung bestimmter Aktionärsrechte tangiert werden. Siehe ferner auch Kommentar RLAhP, N 56, wonach es sich im Einzelfall bei einer gewichtigen Änderung in der Aktionärsstruktur um eine potentiell kursrelevante Information handeln kann.

⁵¹ Kommentar RLAhP, N 56.

chend wird in der Praxis die Tatsache, dass eine Exit-Transaktion stattfindet bzw. erfolgreich abgeschlossen wurde, durch die Gesellschaft mittels Ad hoc-Mitteilung an den Markt kommuniziert.

2. Meldepflichten des verkaufenden Aktionärs

Bei einer Exit-Transaktion haben sowohl der verkaufende Aktionär als auch der kaufende Investor die Offenlegungspflicht und gegebenenfalls die Pflicht zur Meldung von Management-Transaktionen zu beachten.

a) Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen

Gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG hat jeder, der Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, oder einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind, erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔% der Stimmrechte erreicht, unter- oder überschreitet, eine Meldung an die Gesellschaft sowie an die Börse, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, zu erstatten.⁵² Bei Exit-Transaktionen werden solche meldepflichtigen Schwellenwerte auf Seite des Verkäufers in den meisten Fällen tangiert (namentlich infolge Unterschreitung von Beteiligungsschwellen). Auf Seite des Käufers sind die Offenlegungspflichten insbesondere beim Paketverkauf von Bedeutung.

Die Pflicht zur Erstellung und Einreichung einer Offenlegungsmeldung wird gemäss Art. 13 Abs. 1 FinfraV-FINMA⁵³ mit dem Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts (z.B. des *Blocktrade Agreement* oder *Share Purchase Agreement*) ausgelöst.⁵⁴ Die Meldung ist gemäss Art. 24 Abs. 1 FinfraV-FINMA innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht bei der Gesellschaft und der zuständigen Offenlegungsstelle zu erstatten. Die Offenlegungsstelle stellt für

⁵² Siehe allgemein zu offenlegungspflichtigen Tatbeständen BSK FINMAG/FinfraG-Weber/Baisch Art. 121 FinfraG N 113 ff.

⁵³ Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111).

⁵⁴ Siehe zur Entstehung der Offenlegungspflicht, SGHB Finanzmarktrecht I-Tschäni/Gaberthüel, §23, N 87 ff., m.w.H.

diesen Zweck Meldeformulare zur Verfügung.⁵⁵ Nach Eingang des Meldeformulars bei der Gesellschaft hat diese die Meldung innert zwei Börsentagen auf der elektronischen Meldeplattform der Offenlegungsstelle zu erfassen und zu publizieren (Art. 24 Abs. 3 FinfraV-FINMA i.V.m. Art. 25 Abs. 1 FinfraV-FINMA).

Sofern an einer Transaktion mehrere Verkäufer beteiligt sind, können sich Meldepflichten auch für die Gesamtheit der verkaufenden Aktionäre ergeben, bilden diese in einem solchen Fall doch oftmals eine offenlegungsrechtliche Gruppe.⁵⁶

b) *Managementtransaktionen*

Aktionäre mit bedeutenden Beteiligungen haben nicht selten auch Organfunktionen (etwa Sitz im Verwaltungsrat) in der jeweiligen Gesellschaft inne. Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung von börsenkotierten Gesellschaften unterliegen der Pflicht zur Bekanntgabe von Transaktionen in Aktien der Gesellschaft. Diese Pflicht zur Offenlegung von Managementtransaktionen ergibt sich für an der SIX Swiss Exchange kotierte Gesellschaften aus Art. 56 KR sowie den detaillierten Bestimmungen der RLMT⁵⁷.

Gemäss Art. 56 Abs. 2 KR müssen Gesellschaften, deren Beteiligungsrechte an der SIX Swiss Exchange primärkotiert sind, dafür sorgen, dass ihre Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Transaktionen mit Beteiligungsrechten der Gesellschaft oder damit verbundenen Finanzinstrumenten bis spätestens am zweiten Börsentag nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts (z.B. des *Blocktrade Agreement* oder des *Share Purchase Agreement*) oder, bei Börsengeschäften (z.B. beim Dribble-out), nach Ausführung der

⁵⁵ Die Meldeformulare der SIX Offenlegungsstelle sind unter <<https://www.ser-ag.com/en/resources/detail-information/reports-tools.html>> abrufbar. Je nach Art der Meldung ist dabei entweder Formular I (Einzelmeldung) oder Formular II (Gruppenmeldung) zu verwenden.

⁵⁶ Siehe zu Transparenzvorschriften bei mehreren Verkäufern die Ausführungen unter [IV.2.](#) unten.

⁵⁷ Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen vom 20. März 2018 (Richtlinie Management-Transaktionen, RLMT).

Transaktion, der Gesellschaft melden. Nach Eingang hat die Gesellschaft die Meldung gemäss Art. 56 Abs. 5 KR innert drei Börsentagen der SIX Exchange Regulation zu melden.⁵⁸

Die Pflicht zur Meldung von Managementtransaktionen gilt sowohl bei Transaktionen, welche direkt durch das jeweilige Mitglied des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung vorgenommen wurde, wie auch im Falle von indirekten Transaktionen.⁵⁹ Überdies erstreckt sich die Meldepflicht gemäss Art. 3 Abs. 2 RLMT auch auf nahestehende Personen, sofern die meldepflichtige Person massgeblichen Einfluss auf die nahestehende Person genommen hat.⁶⁰ Als nahestehende Personen gelten gemäss Art. 3 Abs. 2 RLMT insbesondere Lebenspartner, Personen, die mit der meldepflichtigen Person im gleichen Haushalt leben sowie juristische Personen, Personengesellschaften oder treuhänderische Einrichtungen, über welche die meldepflichtige Person Kontrolle hat oder eine Führungsposition inne hat.

3. Prospektpflicht

Seit dem Inkrafttreten des FIDLEG⁶¹ am 1. Januar 2020 gilt gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG, dass das schweizerische Prospektrecht bei öffentlichen Angeboten in der Schweiz sowie bei Ersuchen einer Zulassung zum Handel an einem schweizerischen Handelsplatz grundsätzlich Anwendung findet. Bei einer Exit-Transaktion über den Kapitalmarkt werden stets bereits kotierte Aktien verkauft, womit die Handelszulassung als Auslöser für eine Prospektpflicht ausser Betracht fällt. Hingegen kann eine Prospektpflicht aufgrund des Angebots eines Aktienpakets ausgelöst werden, weil das Prospektrecht des FIDLEG – im Unterschied zum vormaligen Recht – auch auf Sekundärtransaktionen

⁵⁸ Anders als etwa unter den europäischen Rechtsvorschriften zur Offenlegung von Managementtransaktionen, untersteht nur die kotierte Gesellschaft direkt den Pflichten zur Offenlegung von Managementtransaktionen des KR und der RLMT. Zu den Sanktionen und organisatorischen Pflichten zur Umsetzung der RLMT auf Stufe der Gesellschaft siehe Schleiffer/Reinwald, 399 ff. sowie 404 ff.

⁵⁹ Entscheidend ist, dass sich die jeweilige Transaktion direkt oder indirekt im Vermögen der meldepflichtigen Person auswirkt (Art. 56 Abs. 3 KR). Siehe auch Schleiffer/Reinwald, 396.

⁶⁰ Vgl. auch Schleiffer/Reinwald, 396 sowie SGHB Finanzmarktrecht I-Stach/Hüberli, §28 N 51.

⁶¹ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

Anwendung findet.⁶² Somit ist bei Exit-Transaktionen stets zu prüfen, ob ein Angebot vorliegt, welches öffentlich ist und ob gegebenenfalls eine der Ausnahmen von der Prospektspflicht des FIDLEG beansprucht werden kann.

a) *Öffentliches Angebot*

Das FIDLEG definiert das Angebot als eine Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument selber enthält.⁶³ Der Begriff des Angebots wird in der FIDLEV⁶⁴ weiter präzisiert. Nach Art. 3 Abs. 5 FIDLEV gilt als Angebot jegliche Art von Kommunikation, welche ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält und üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern. Ein Angebot muss grundsätzlich derart konkret sein, dass ein Käufer den vorgeschlagenen Bedingungen nur noch zustimmen muss und keine weiteren Verhandlungen notwendig sind.⁶⁵ Daneben kann aber auch eine Einladung zur Offertstellung als Angebot im Sinne des FIDLEG qualifizieren.⁶⁶

⁶² Ebenso Spillmann/Giger, 184 m.w.H. Dabei gilt es zu beachten, dass die Prospektspflicht im Falle eines öffentlichen Angebots stets beim Anbieter, d.h. im Falle einer Exit-Transaktion beim Verkäufer, liegt. Die Gesellschaft unterliegt kraft ausdrücklicher Bestimmung von Art. 35 Abs. 2 FIDLEG bei Sekundärtransaktionen, in welchen sie nicht partizipiert (z.B. durch den Verkauf von eigenen Aktien), keiner Mitwirkungspflicht. Zur Mitwirkung der Gesellschaft bei der Erstellung eines Prospekts, siehe [III.4.b\)cc](#)) unten.

⁶³ Art. 3 lit. g FIDLEG.

⁶⁴ Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV, SR 950.11).

⁶⁵ Vgl. Botschaft des Bundesrates vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBl 2015 8901 ff., 8948, wonach allgemein gehaltene Kommunikationen in der Regel mangels konkreter Angaben zum Finanzinstrument nicht als Angebot gelten. Vgl. ferner Schleiffer/Schärli, 2, sowie auch Spillmann/Meyer, 14, wonach sich ein Angebot nur als öffentlich qualifizieren lässt, wenn die Essentialia, wie Preis oder Preisrahmen, Lieferzeitpunkt und Effektdetails bereits bekannt sind.

⁶⁶ Siehe hierzu etwa Erläuterungen des Eidgenössischen Finanzdepartement EFD vom 6. November 2019 zur Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV), 20, wonach die Einladung zur Offertstellung zu einer Offerte des Anlegers zu führen hat, die ihrerseits durch den Offerten nur noch akzeptiert oder abgelehnt zu werden braucht. Dies ist bei einem Bookbuilding-Verfahren gerade der Fall, denn die potentiellen Anleger geben zuhanden des Angebotsbuchs Offerten ab (Preis und Anzahl Titel), welche der Anbieter anschliessend nur noch akzeptieren oder ablehnen muss. Siehe ferner zur Qualifikation des Accelerated Bookbuilding als Angebot, Diem/Lippuner, 128 f.

Beim Dribble-out wie wohl auch beim Paketverkauf liegt nach der hier vertretenen Auffassung schon gar kein Angebot im Sinne des FIDLEG vor. So wird beim Dribble-out ein Wertpapierhaus mit dem Verkauf der entsprechenden Aktien über den Markt beauftragt. Während der Verkäufer die grundlegenden Parameter (Zeitdauer, Gesamtvolumen, Minimalpreis) definiert,⁶⁷ werden die Konditionen der einzelnen Verkaufsgeschäfte, namentlich die Anzahl der Aktien, die verkauft werden können, sowie der zu erzielende Preis, gerade nicht durch den Verkäufer festgelegt, sondern bestimmen sich nach den vorherrschenden Marktverhältnissen.

Beim Paketverkauf werden die Bedingungen zwischen dem Käufer und dem Verkäufer ausgehandelt. Während ein Verkäufer gewisse Preisvorstellungen haben mag, und diese je nach Marktumfeld vielleicht auch weitgehend umsetzen kann, dürfte die ursprüngliche Einladung zur Offertstellung an mögliche Käufer in aller Regel nicht die notwendige Konkretisierung für die Annahme eines Angebots aufweisen. Selbst wenn ausnahmsweise ein Angebot vorläge, fehlt es beim Paketverkauf offensichtlich am Erfordernis der Öffentlichkeit, womit gemäss Art. 35 Abs. 1 FIDLEG die Prospektspflicht zu verneinen ist.

Beim Blocktrade und Marketed Offering wird hingegen im Allgemeinen ein öffentliches Angebot anzunehmen sein. Gemäss FIDLEG ist ein Angebot dann als öffentlich zu betrachten, wenn es sich an das Publikum, d.h. an einen unbegrenzten Personenkreis richtet,⁶⁸ wobei eine rein zahlenmässige Beschränkung oder eine Beschränkung des Angebots auf bestimmte Investorengruppen (z.B. auf ausschliesslich professionelle Anleger) in der Regel nicht genügt, um die Öffentlichkeit zu verneinen.⁶⁹ Beim Blocktrade und beim Marketed Offering richtet sich das Angebot in diesem Sinne regelmässig an einen unbegrenzten bzw. unbestimmten Personenkreis, auch wenn beim Blocktrade meist nur professionelle Investoren angesprochen werden. Für den Blocktrade und das Marketed Offering ist daher näher zu prüfen, ob eine Ausnahme von der Prospektspflicht in Anspruch genommen werden kann.

b) Ausnahmen von der Prospektpflicht

Selbst wenn ein öffentliches Angebot vorliegt, besteht die Prospektspflicht nur dann, wenn der Anbieter nicht von einer Ausnahme profitieren kann. Das FIDLEG unterscheidet dabei zwischen angebotsbezogenen Ausnahmen

⁶⁷ Zum Inhalt des Dribble-out Agreements, siehe [II.1](#), oben.

⁶⁸ Art. 3 lit. h FIDLEG i.V.m. Art. 3 Abs. 7 FIDLEV.

⁶⁹ Ebenso, Spillmann/Giger, 187 sowie Schleiffer/Schärli, 3, welche festhalten, dass die öffentliche bzw. nicht öffentliche Natur eines Angebots vorwiegend aufgrund qualitativer Kriterien zu beurteilen sei.

(Art. 36 und Art. 37 FIDLEG) sowie solchen mit Bezug auf eine Handelszulassung (Art. 38 FIDLEG). Letztgenannte Ausnahmen sind im Rahmen einer Exit-Transaktion nicht einschlägig, weil ausschliesslich bestehende und bereits zum Handel zugelassene Aktien Gegenstand der Transaktion bilden.

Die angebotsbezogenen Ausnahmen lassen sich weiter unterteilen in Ausnahmen nach Art des Angebots (Art. 36 FIDLEG) und Ausnahmen nach Art der Effekten (Art. 37 FIDLEG). Bei den Ausnahmen nach Art der Effekten handelt es sich um eine Reihe von Ausnahmen, welche besondere Transaktionsformen oder Umstände adressieren (z.B. Angebote ausschliesslich an Mitarbeiter, Wandlung von Effekten, Umtauschangebote, öffentliche Übernahmen etc.).⁷⁰ Diese sind bei typischen Exit-Transaktionen nicht einschlägig.

Im Fokus stehen für den Blocktrade und das Marketed Offering hingegen die Ausnahmen für Angebote, welche sich nur an professionelle Anleger richten (Art. 36 Abs. 1 lit. c FIDLEG) sowie die Ausnahme für Angebote, welche sich an weniger als 500 Anleger in der Schweiz richten (Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG).⁷¹ Diese beiden Ausnahmen können nach der hier vertretenen Ansicht auch kombiniert werden.⁷²

Wie oben erwähnt, werden im Rahmen des Accelerated Bookbuildings für einen Blocktrade in der Regel etwa 50-100 Anleger angesprochen.⁷³ Bei diesen Anlegern handelt es sich üblicherweise um professionelle Anleger im Sinne des FIDLEG und ein Blocktrade kann somit von einer Ausnahme von der Prospektpflicht, genauer gesagt von der Ausnahme nach Art. 36 Abs. 1 lit. a FIDLEG, profitieren. Dies gilt selbst dann, wenn im Rahmen des Accelerated Bookbuildings weitere, nicht professionelle Anleger angesprochen werden (z.B. eine vermögende Privatperson, welche aber die erforderliche Erklärung nach Art. 5 Abs. 1 FIDLEG nicht abgegeben hat). Solche weiteren Anleger dürften unter die „500-Anleger Ausnahme“ nach Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG fallen.

⁷⁰ Ausführlich zu den Ausnahmetatbeständen nach Art. 37 FIDLEG, Jentsch, 4 f. sowie Schleiffer/Schärli, 5 f.

⁷¹ Die weiteren Ausnahmen von Art. 36 FIDLEG sind für Exit-Transaktionen von geringerem Interesse; so sind die Ausnahmen nach Art. 36 Abs. 1 lit. c und lit. d FIDLEG (Mindeststückelung bzw. Mindestlosgrösse) vor allem für Angebote von Anleiheobligationen und ähnlichen Schuldinstrumenten von Relevanz und die Ausnahme nach Art. 36 Abs. 1 lit. e FIDLEG (Angebote von Effekten von weniger als CHF 8 Mio.) ist bei Exit-Transaktionen mit Bezug auf börsennotierte Gesellschaften betragsmässig regelmässig zu geringfügig. Ausführlich zu den Ausnahmetatbeständen nach Art. 36 FIDLEG, Jentsch, 3 f. sowie Schleiffer/Schärli, 4 f.

⁷² Gl.M. Schleiffer/Schärli, 7; Spillmann/Giger, 194; vgl. ferner Weber, 12, mit dem Hinweis auf die Rechtslage unter europäischem Recht. A.M. Jentsch, 3.

⁷³ Siehe [II.3.](#) oben

Beim Marketed Offering werden die zu verkaufenden Aktien der breiten Öffentlichkeit angeboten. Eine Inanspruchnahme der Ausnahme für Angebote an professionelle Anleger fällt somit üblicherweise ausser Betracht. Mit Bezug auf die „500-Anleger Ausnahme“ gilt nämlich, dass diese Ausnahme nur dann greift, wenn im Rahmen des Angebots weniger als 500 Anleger angesprochen wurden; ob solche Anleger anschliessend tatsächlich investieren, ist hingegen nicht relevant.⁷⁴ Somit greift die Ausnahme nach Art. 36 Abs. 1 lit. b FIDLEG nur dann, wenn ein Anbieter sein Angebot ausschliesslich an eine vordefinierte Liste von weniger als 500 möglichen Anlegern richtet.⁷⁵ Dies ist aber typischerweise bei einem an die breite Öffentlichkeit gerichtete Marketed Offering gerade nicht der Fall,⁷⁶ weshalb ein Marketed Offering der Prospektspflicht untersteht.

c) *Prospektpflicht: Zusammenfassung*

Aus den vorstehenden Ausführungen ergibt sich, dass das Vorliegen einer Prospektspflicht bei Exit-Transaktionen über den Kapitalmarkt üblicherweise verneint werden kann. Selbst bei Vorliegen eines öffentlichen Angebots im Sinne des FIDLEG erlaubt das schweizerische Prospektrecht die Durchführung einer grossen Anzahl an verschiedenen Transaktionsformen prospektfrei.

Nachfolgende Darstellung fasst die Frage der Prospektspflicht für die einzelnen Transaktionsformen zusammen:

	Dribble-out	Paketverkauf	Blocktrade	Marketed Offering
Liegt ein öffentliches Angebot vor?	Nein. Beim Dribble-out werden Einzeltransaktionen über einen Handelsplatz abgewickelt.	Nein. Der Paketverkauf ist eine individuell verhandelte Transaktion mit einer oder einigen wenigen ausgewählten Gegenparteien.	Ja. Das Angebot richtet sich an einen unbegrenzten Kreis von (professionellen) Anlegern.	Ja. Das Angebot richtet sich an einen unbegrenzten Personenkreis.

⁷⁴ Vgl. Spillmann/Giger, 191.

⁷⁵ Spillmann/Giger, 191; Weber, 12.

⁷⁶ Vgl. auch Weber, 13, mit Hinweisen zu den Arten von Kommunikationen, welche als an Anleger gerichtete Kommunikation im Sinne der „500 Anleger-Ausnahme“ gelten.

	Dribble-out	Paketverkauf	Blocktrade	Marketed Offering
Gibt es eine Ausnahme von der Prospektspflicht?	–	–	Ja. Beim Blocktrade ist insbesondere die Ausnahme nach Art. 36 Abs. 1 lit. a FIDLEG (Angebot ausschliesslich an professionelle Anleger) einschlägig. Alternativ oder zusätzlich kann die „500 Anleger-Ausnahme“ ebenfalls zum Zug kommen.	Nein. Angebot richtet sich an alle Marktteilnehmer (in der Schweiz) und ist weder zahlenmässig noch aufgrund der Anlegerkategorie beschränkt.

4. Mitwirkung der Gesellschaft

Die Rolle der Gesellschaft bei einer Exit-Transaktion ist je nach Transaktionsart und Gesellschaftsinteresse stärker oder weniger stark ausgeprägt. Vor allem bei grösseren Paketverkäufen oder bei einem Marketed Offering ist die Mitwirkung der Gesellschaft erwünscht bzw. oftmals auch notwendig. Bei Dribble-out oder Blocktrades ist die Gesellschaft hingegen nicht bzw. nur marginal involviert.

Mögliche Themen und Arten der Mitwirkung der Gesellschaft sind zum einen die Mitwirkung oder Sicherstellung der Kommunikation einer Exit-Transaktion an den Markt und zum anderen das Handbieten für Due Diligence und Gespräche mit dem Management. In gewissen Situationen kann es zudem erwünscht sein, dass die Gesellschaft an der Erstellung einer Angebotsdokumentation mitwirkt und allenfalls gar Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen abgibt.

a) Schranken der Mitwirkung der Gesellschaft

Die Mitwirkung der Gesellschaft an einer Sekundärtransaktion, d.h. ohne gleichzeitige Schaffung und Ausgabe von neuen Aktien, unterliegt verschiedenen Schranken. So muss eine solche Mitwirkung insbesondere durch das Gesellschaftsinteresse gedeckt sein,⁷⁷ und auch aus Sicht des aktienrechtlichen

⁷⁷ Vgl. etwa Boeckli, Rz. 675a, wonach ein Verwaltungsrat bei Geschäften, welche den Interessen der Gesellschaft zuwiderlaufen, zu tätiger Opposition verpflichtet sei.

Gleichbehandlungsgebots als gerechtfertigt erscheinen. Daneben sind, gerade bei Informationsweitergabe oder Gesprächen mit dem Management, auch das Insiderrecht sowie andere Vertraulichkeitspflichten zu beachten.

aa) Gesellschaftsinteresse

Bei Dribble-outs, Blocktrades oder Marketed Offerings resultiert regelmässig eine breitere Streuung des jeweiligen Titels (*Free Float*). Eine Erhöhung des *Free Floats* und damit einhergehend eine erhöhte Liquidität der Aktien der Gesellschaft kann ein mögliches Gesellschaftsinteresse im Zusammenhang mit Exit-Transaktionen darstellen. Ein grösserer *Free Float* kann etwa auch zur Aufnahme der Aktien in zusätzliche Aktienindizes führen, was sich in der Regel positiv auf den Aktienkurs auswirkt.⁷⁸

Gerade beim Verkauf eines grösseren Aktienpakets hat die Gesellschaft regelmässig Interesse an einer geordneten Abwicklung und an einem „passenden“, langfristig orientierten Ankeraktionär, welcher der Gesellschaft auch in schlechten Zeiten zur Seite steht.⁷⁹

Schliesslich haben börsenkotierte Gesellschaften regelmässig eigene Kommunikationsbedürfnisse und -wünsche (etwa aus Sicht der *Investor Relations*). Zieht also eine Gesellschaft im Rahmen einer Exit-Transaktion die Kommunikationsaufgaben an sich, so erlaubt dies der Gesellschaft bis zu einem gewissen Grad die Meinungsbildung im Investorenpublikum und in der Öffentlichkeit zu kontrollieren bzw. zu beeinflussen. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft aufgrund der börsenrechtlichen *Ad hoc*-Pflichten ohnehin eine Pressemitteilung über eine bedeutende Verkaufstransaktion veröffentlichen muss.⁸⁰

bb) Aktienrechtliches Gleichbehandlungsgebot

Möchte die Gesellschaft an der Verkaufstransaktion eines Aktionärs mitwirken, stellt sich ferner die Frage, ob eine solche Mitwirkung auch unter dem Gesichtspunkt des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots zulässig ist. Das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot ergibt sich aus Art. 717 Abs. 2 OR, welches Verwaltungsräte einer Gesellschaft verpflichtet, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Das Gleichbehandlungsgebot gilt nicht absolut, sondern nur relativ,⁸¹ d.h. der Verwaltungsrat ist nur

⁷⁸ Vgl. zur Motivation der Gesellschaft an der Mitwirkung einer Exit-Transaktion auch Schleiffer/Wolf, 301.

⁷⁹ Vgl. Schleiffer/Wolf, 302.

⁸⁰ Zur *Ad hoc*-Pflicht im Zusammenhang mit Exit-Transaktionen, siehe [III.1.c](#)) oben.

⁸¹ BSK OR II-Watter/Roth-Pellanda, Art. 717 N 23 m.w.H.

insoweit verpflichtet, Aktionäre gleich bzw. nicht ungleich zu behandeln, als Umstände vorliegen, welche eine Ungleichbehandlung rechtfertigen. Immerhin muss eine Ungleichbehandlung der Aktionäre stets im Gesellschaftsinteresse liegen und darüber hinaus verhältnismässig sein, d.h. sie ist auf das minimal mögliche Mass zu reduzieren.⁸²

b) *Einzelne Mitwirkungsarten*

aa) *Gespräche mit dem Management und Roadshows*

Insbesondere im Zusammenhang mit Paketverkäufen oder im Vorfeld eines Marketed Offerings besteht investorenseitig oft das Bedürfnis, mit dem Management der Gesellschaft vor dem Investitionsentscheid Gespräche zu führen. Überdies haben auch der verkaufende Aktionär und, im Falle eines Angebots an ein breiteres Investorenpublikum, die platzierenden Banken regelmässig ein Interesse an der Mitwirkung des Managements an Roadshows und ähnlichen Vermarktungsmassnahmen. Eine solche Mitwirkung wird in aller Regel unproblematisch sein, zumal Gespräche mit dem Management und Roadshows bei vielen Gesellschaften auch bereits Teil der normalen Investor Relations sind.⁸³ Immerhin gilt, dass die Mitwirkung des Managements ihre Schranke dort findet, wo Informationen vertraulicher Natur sind und/oder potentiell kursrelevante Tatsachen bzw. Insiderinformationen darstellen.

bb) *Zulassung und Unterstützung bei einer Due Diligence*

Im Zusammenhang mit gewissen Exit-Transaktionen kann es vorkommen, dass Kaufinteressenten ein Bedürfnis für die Durchführung einer *Due Diligence* geltend machen.⁸⁴ Dies ist oftmals der Fall bei grösseren Paketverkäufen, mit welchen ein möglicher Käufer substantiellen Einfluss und gewisse Kontrollmöglichkeiten erhält. Während das Bedürfnis nach einer *Due Diligence* aus Sicht des potentiellen Käufers nachvollziehbar erscheint, gilt u.E. aus Sicht der kotierten Gesellschaft, dass eine solche *Due Diligence* z.B. dann zulässig ist, wenn ein grösserer Paketverkauf an einen neuen Ankeraktionär oder einen strategischen Partner im Raum steht.

⁸² Boeckli, Rz. 680. Siehe ferner BSK OR II-Watter/Roth-Pellanda, Art. 717 N 23.

⁸³ Ebenso Schleiffer/Wolf, 304.

⁸⁴ Siehe auch Schleiffer/Wolf, 305, mit dem Hinweis, dass ein *Due Diligence* Bedürfnis auch seitens der Investmentbanken bestehen kann, z.B. falls ein Marketing Dokument erstellt wird.

Mit Bezug auf die Zulassung einer Due Diligence ist zu beachten, dass kotierte Gesellschaften bereits umfassenden Publikations- und Reportingpflichten unterstehen und die wesentlichen Informationen über die jeweilige Gesellschaft somit allgemein zugänglich sind.⁸⁵ Bei einer über diese publizierten Informationen hinausgehende Due Diligence hat die Gesellschaft sicherzustellen, dass der potentielle Käufer die eingesehenen Informationen vertraulich behandelt und nicht für Transaktionen in den Titeln der Gesellschaft ausnutzen kann. Dies wird in der Praxis durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen erreicht.⁸⁶ Solche Vereinbarungen enthalten überdies regelmässig auch einen sogenannten *Stand Still*, also die Verpflichtung des möglichen Käufers ausserhalb des möglichen Paketverkaufs keine Transaktionen vorzunehmen. Die *Stand Still*-Verpflichtung wird regelmässig über den Abbruch einer Transaktion hinaus gelten (*Cooling-off Period*).⁸⁷

Für den Fall, dass die Gesellschaft während der Due Diligence gar potentiell kursrelevante Informationen offenlegen möchte,⁸⁸ so ist zu beachten, dass diese vor dem Abschluss der Transaktion (d.h. vor Unterzeichnung des entsprechenden Verpflichtungsgeschäfts) auch dem Markt mitgeteilt werden müssen. Ohne eine solche Offenlegung liefen die Parteien (unter Einschluss der Gesellschaft und ihrer Organe) Gefahr, den Insiderbestand zu verwirklichen.⁸⁹

Bei strategisch motivierten Käufern hat die Gesellschaft bei einer möglichen Due Diligence auch wettbewerbsrechtliche Aspekte zu prüfen. So kann etwa die Offenlegung von kartellrechtlich relevanten Informationen (z.B. Preise, Kostenstruktur, Angaben zu Kunden oder der Vertriebsstruktur) als sanktionsbedrohte Abrede im Sinne von Art. 49a KG i.V.m. Art. 5 Abs. 3 KG qualifizieren.⁹⁰

⁸⁵ Vgl. etwa die umfangreichen Meldepflichten in der SIX Richtlinie betr. Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren), Anleihen, Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen vom 21. Februar 2020 (Richtlinie Regelmeldepflichten, RLRMP). So sieht Anhang 1 der RLRMP für kotierte Gesellschaften umfangreiche Regelmeldepflichten, etwa mit Bezug auf Finanzzahlen oder den Geschäftsbericht vor. Daneben unterstehen kotierte Gesellschaften auch der Pflicht zur Ad hoc-Publizität (siehe dazu auch [III.1.c](#)) oben).

⁸⁶ Vgl. SGHB Finanzmarktrecht I-Peter, §25, N 31, wonach die Due Diligence Prüfung einer der Anwendungsfälle des insiderrechtlichen Safe Harbors von Art. 128 FinfraV darstelle.

⁸⁷ Vgl. Schleiffer/Wolf, 305; Watter/Dubs, 28.

⁸⁸ Zu denken ist etwa an ein laufendes Akquisitions- oder Restrukturierungsprojekt, für welches die Gesellschaft einen Bekanntgabeaufschub im Sinne von Art. 54 KR geltend machen kann.

⁸⁹ Vgl. die Ausführungen zum Insiderrecht unter [III.1](#) oben.

⁹⁰ Zur Wettbewerbsabrede im Sinne von Art. 5 Abs. 3 KG, siehe BSK KG-Krauskopf/Schaller, Art. 5, N 362 ff.

cc) *Unterstützung bei der Erstellung der Angebotsdokumentation*

Sofern eine Exit-Transaktion der Prospektpflicht⁹¹ untersteht oder der Verkäufer auf freiwilliger Basis ein Angebotsdokument (z.B. ein Information Memorandum) erstellt, stellt sich die Frage, ob und in welchem Umfang die Gesellschaft die Erstellung solcher Dokumente unterstützen kann. Aus Sicht des Verkäufers ist eine Unterstützung durch die Gesellschaft regelmässig unerlässlich, da nur die Gesellschaft über alle notwendigen Informationen zur Erstellung eines umfassenden Angebotsdokuments verfügt. Andererseits ist die Gesellschaft bei einer reinen Sekundärtransaktion kraft ausdrücklicher gesetzlicher Anordnung gerade nicht zur Mitwirkung bei der Erstellung eines Prospekts verpflichtet.⁹²

Die Mitwirkung der Gesellschaft an der Erstellung von Angebotsdokumentationen ist u.E. jedoch dort gerechtfertigt, wo die Transaktion zu einer signifikanten Erhöhung des Free Floats und der damit verbundenen Steigerung der Attraktivität der Aktien führt (z.B. im Rahmen eines Marketed Offerings) oder zum Einstieg eines neuen langfristigen Aktionärs führt. Darüber hinaus sollte u.E. gelten, dass die Mitwirkung der Gesellschaft lediglich in jenen Fällen gerechtfertigt ist, in welchen die Transaktion auf einer nicht dokumentierten Basis nicht oder nur schwer durchführbar ist. Da die Erstellung einer Angebotsdokumentation seitens der Gesellschaft mit nicht unerheblichen Kosten und Ressourcenaufwand verbunden sein kann, stellt sich die Frage, inwieweit sich der verkaufende Aktionär an den anfallenden Kosten beteiligen sollte, hat die Gesellschaft doch aus der Transaktion in der Regel keinen direkten finanziellen Nutzen. Die Frage wird im Einzelfall anhand einer Abwägung der Umstände und der Interessenlage der Gesellschaft zu beantworten sein.⁹³

dd) *Abgabe von Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen*

Falls die Gesellschaft am Prospekt oder einer anderen Angebotsdokumentation mitwirkt, so stellt sich auch die Frage, ob sie gegenüber den allenfalls beteiligten platzierenden Banken (d.h. insbesondere im Rahmen eines Marketed Offerings) Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen abgeben kann bzw. soll. Zwar ist die Gesellschaft wohl regelmässig am besten in der Lage, allfäll-

⁹¹ Siehe dazu die Ausführungen unter [III.3.](#) oben.

⁹² Art. 35 Abs. 2 FIDLEG hält nämlich diesbezüglich fest, dass den Emittenten keine Mitwirkungspflichten bei der Erstellung des Prospekts treffen, wenn er am öffentlichen Angebot nicht beteiligt ist; vgl. auch Spillmann/Giger, 184.

⁹³ Vgl. Schleiffer/Wolf, 311, welche bei einer reinen Sekundärtransaktion eine Kostentragung durch die Gesellschaft nur im Ausnahmefall als zulässig erachten.

lige Fehler und Unrichtigkeiten zu erkennen, doch andererseits zieht die Gesellschaft bei einer reinen Sekundärplatzierung keinen (direkten) finanziellen Nutzen aus der Transaktion.

Da vertragliche Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen für die Gesellschaft ein gewisses Risiko für künftige Vermögensabflüsse in sich bergen, muss ein solches Vorgehen stets mit einem konkreten voraussichtlichen Nutzen verbunden sein und überdies durch ein starkes Gesellschaftsinteresse gedeckt sein. Es gilt der Grundsatz, dass die Gesellschaft nur solche Rechtsgeschäfte vornehmen kann, welche zweckkonform und im Interesse der Gesellschaft liegen.⁹⁴ Eher abstrakte Gesellschaftsinteressen, wie etwa die blosserhöhung des Free Floats bei bereits kotierten Titeln, dürften die Abgabe von Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen damit oft nicht rechtfertigen.⁹⁵

IV. Exit von mehreren Aktionären oder Aktionärgruppen

Sofern eine kotierte Gesellschaft über mehrere bedeutende verkaufswillige Aktionäre verfügt, so ist eine Koordination der Verkaufsaktivitäten oft wünschbar. So kann einerseits eine gegenseitige Konkurrenzierung auf dem Markt in den zur Verfügung stehenden Verkaufsfenstern verhindert werden; gleichzeitig dient die Koordination auch der Schonung und Stabilisierung des Markts. Hinzu kommt, dass durch die Koordination von möglichen Verkäufen dem Markt auch ein gewisses Signal gesendet wird, indem die anderen Marktteilnehmer so wissen, dass ein möglicher Verkauf in koordinierter und geordneter Art und Weise ablaufen wird. Um eine solche Koordination zu erreichen, bietet es sich je nach Umständen an, eine Koordinationsvereinbarung zwischen verschiedenen bedeutenden Aktionären abzuschliessen. Solche Vereinbarungen kommen vor allem bei IPOs vor, in welchen mehrere Investoren bedeutende Beteiligungen halten und den Abkauf nach dem Börsengang untereinander koordinieren möchten.

⁹⁴ Dies ergibt sich schon aus Art. 718a Abs. 1 OR. Siehe hierzu, anstelle vieler, BSK OR II-Watter, Art. 718a, N 2 ff. Nach herrschender Ansicht bestimmt die Zweckgrenze von Art. 718a OR auch die Geschäftsfähigkeit der Gesellschaft als solche (und nicht nur die Vertretungsfähigkeit der Organe).

⁹⁵ Siehe ausführlich zur Frage der Abgabe von Gewährleistungen und Haftungsfreistellungen, Schleiffer/Wolf, 307 ff.

1. Insiderrechtliche Aspekte

Das Wissen um die Verkaufsabsicht eines anderen wesentlichen Aktionärs stellt regelmässig eine Insidertatsache dar⁹⁶, weshalb die Bekanntgabe einer Verkaufsabsicht sowie die Einbindung anderer Aktionäre in die Verkaufspläne derart gestaltet sein muss, dass ein Ausnutzen von vertraulichen, potentiell kursrelevanten Tatsachen verhindert werden kann. Konkret sollte in der Koordinationsvereinbarung daher vorgesehen werden, dass keine der Parteien Aktien ausserhalb einer koordinierten Verkaufstransaktion veräussert, nachdem eine der anderen Parteien ihre Verkaufsabsicht angekündigt hat und diese Transaktion abgeschlossen und dem Markt kommuniziert wurde.

2. Offenlegungsrechtliche Aspekte

Aktionäre, welche sich im Hinblick auf den Verkauf von Beteiligungsrechten abstimmen, bilden eine offenlegungspflichtige Gruppe im Sinne von Art. 120 Abs. 1 FinfraG und Art. 121 FinfraG.⁹⁷ Die Meldepflicht entsteht, wenn die von den Aktionären gehaltene Beteiligung aggregiert einen massgeblichen Meldeschwellenwert erreicht, überschreitet oder unterschreitet, was oft der Fall sein wird. Die erstmalige Meldepflicht entsteht dabei bei Abschluss der Koordinationsvereinbarung (konkret entsteht dabei eine sogenannte Verkaufsgruppe).⁹⁸ Offenzulegen sind gemäss Art. 121 FinfraG die direkt haltenden Aktionäre sowie allfällige indirekt haltende wirtschaftliche Berechtigte, der Gruppenvertreter, die Art der Absprache sowie die Gesamtzahl der gehaltenen Aktien (und weiterer meldepflichtigen Finanzinstrumente).⁹⁹ Sofern eine nachfolgende Verkaufstransaktion zu einem Unterschreiten von Meldeschwellenwerten führt, wird sodann eine aktualisierte Gruppenmeldung notwendig sein. Das gleiche gilt, wenn Mitglieder aus der Gruppe ausscheiden, z.B. weil sie sämtliche Aktienbestände verkauft haben, oder sich die Gruppe gänzlich auflöst, z.B. weil die Koordinationsvereinbarung beendet wird.¹⁰⁰

⁹⁶ Zu insiderrechtlichen Überlegungen, siehe [III.1](#) oben.

⁹⁷ Zum Gruppenbegriff des schweizerischen Offenlegungsrechts, siehe z.B. SGHB Finanzmarktrecht I-Tschäni/Gaberthüel, §23, N 53 ff. Zu den offenlegungsrechtlichen Aspekten von Exit-Transaktionen im Allgemeinen, siehe [III.2.a](#)) oben.

⁹⁸ SGHB Finanzmarktrecht I-Tschäni/Gaberthüel, §23, N 96. Vgl. ferner BSK FINMAG/FinfraG-Weber/Baisch, Art. 121 FinfraG, N 141.

⁹⁹ Die Detailregelung des Inhalts der Offenlegungspflicht erfolgt in Art. 22 FinfraV-FINMA.

¹⁰⁰ Für meldepflichtige Tatbestände im Zusammenhang mit der Änderung und Auflösung von Gruppen, siehe die Praxis der SIX Offenlegungsstelle in Mitteilung der Offenlegungsstelle III/13, Erfüllung der Offenlegungspflichten bei der Bildung von Gruppen, bei Änderungen in der Zusammensetzung des Personenkreises und bei der Auflösung von Gruppen. Vgl. ferner SGHB Finanzmarktrecht I-Tschäni/Gaberthüel, §23 N 78 f.

Sofern eine Koordinationsvereinbarung im Rahmen eines IPO bzw. mit Blick auf eine mögliche Exit-Transaktion nach einem IPO abgeschlossen werden soll, so ist die entsprechende Gruppe im IPO-Prospekt offenzulegen, einschliesslich der Art der Abmachung und deren Kernpunkte.¹⁰¹

Falls die verkaufenden Aktionäre nach der Exit-Transaktion noch über Aktienbestände verfügen, so unterliegen sie nicht selten Lock-up Verpflichtungen.¹⁰² Das Eingehen solcher parallelen Lock-ups gegenüber platzierenden Banken führt nach Praxis der Offenlegungsstelle zur Bildung einer Lock-up-Gruppe (vorausgesetzt die Gruppe verfügt insgesamt über mehr als 3% der Stimmrechte), welche sowohl beim Abschluss der entsprechenden Vereinbarung (d.h. bei Abschluss des Blocktrade Agreements) als auch bei Ablauf des Lock-ups (Auflösung der Lock-up Gruppe) zu melden ist.¹⁰³

3. Selldown Coordination Agreement

Für die Koordination von verkaufswilligen Aktionären sollte ein sogenanntes Selldown Coordination Agreement abgeschlossen werden. Mit einer solchen Vereinbarung können insbesondere die insiderrechtlichen Themen (etwa das obenstehend genannte Transaktionsverbot während laufenden Verkaufstransaktionen) sowie die Offenlegungspflichten (namentlich gegenseitige Meldepflichten sowie die Festlegung des Gruppenvertreters) geregelt werden.

Der Regelungsgegenstand eines solchen Selldown Coordination Agreement umfasst in der Regel zunächst eine Anzeigepflicht im Falle eines geplanten wesentlichen Verkaufs. So muss ein verkaufswilliger Aktionär den anderen Parteien im Voraus die geplante Verkaufstransaktion anzeigen sowie die wesentlichen Parameter für eine solche Transaktion (insb. Transaktionsart und beabsichtigte Transaktionsgrösse) offenlegen. Nach erfolgter Anzeige eines

¹⁰¹ Der Inhalt eines solchen IPO-Prospekts ergibt sich aus den Bestimmungen des FIDLEG bzw. der FIDLEV. So gilt zunächst gem. Art. 40 Abs. 1 FIDLEG, dass ein Prospekt die für einen Entscheid des Anlegers wesentlichen Angaben zu enthalten hat. Anhang 1 zur FIDLEV, Ziff. 2.6.10. präzisiert mit Bezug auf bedeutende Aktionäre, dass die Angaben nach den Art. 120 und 121 FinfraG und den entsprechenden Ausführungsbestimmungen im Prospekt offenzulegen sind, sofern sie dem jeweiligen Emittenten bekannt sind.

¹⁰² Dies ist insbesondere bei Blocktrades regelmässig der Fall. Siehe dazu die Ausführungen unter [II.3.](#) oben

¹⁰³ Vgl. Ziff. 4.1 der Mitteilung der Offenlegungsstelle I/09, Erfüllung der Meldepflichten im Prospekt und erleichterte Offenlegung von Lock-up Gruppen, sowie Ziff. 4 der Mitteilung der Offenlegungsstelle III/13, Erfüllung der Offenlegungspflichten bei der Bildung von Gruppen, bei Änderungen in der Zusammensetzung des Personenkreises und bei der Auflösung von Gruppen. Vgl. ferner SGHB Finanzmarktrecht I-Tschäni/Gaberthüel, §23, N 69 sowie BSK-FINMAG/FinfraG-Weber/Baisch, Art. 121 FinfraG, N 15 m.w.H.

solchen Verkaufs, steht den anderen Parteien die Möglichkeit offen, innert einer (typischerweise kurzen) Frist zu erklären, ob sie ebenfalls verkaufen möchten. Dieses Mitverkaufsrecht wird üblicherweise pro rata zur Grösse des Aktienbestands des jeweiligen verkaufswilligen Aktionärs ausgestaltet sein.

Das Selldown Coordination Agreement kann neben dem koordinierten Verkauf auch die Möglichkeit vorsehen, dass die Parteien unterhalb einer bestimmten *de minimis* Schwelle auch eigenständig und frei Aktien verkaufen dürfen.

V. Schlussbetrachtung

Für den Fall eines Exits aus einer bestehenden Aktienbeteiligung über den Kapitalmarkt kann sich ein verkaufender Aktionär verschiedener Transaktionsformen bedienen. Diese Transaktionsformen umfassen das Dribble-out, den Paketverkauf, den Blocktrade und das Marketed Offering, wobei in der Praxis auch Mischformen und Kombinationen vorkommen. Die Wahl der Transaktionsform hängt ganz massgeblich von der Grösse des zu verkaufenden Aktienpakets ab. Daneben können aber auch weitere Faktoren, etwa wettbewerbsrechtliche oder übernahmerechtliche Aspekte, eine Rolle spielen.

Unabhängig von der gewählten Transaktionsform haben der verkaufende Aktionär wie auch die jeweiligen Erwerber das Insiderrecht sowie offenlegungsrechtliche und weitere Meldepflichten zu beachten. Gerade bedeutende Aktionäre haben regelmässig vertiefte und umfassende Kenntnisse über die jeweilige Gesellschaft, etwa aufgrund eines Verwaltungsratssitzes, weshalb insiderrechtlichen Aspekten bei Exit-Transaktionen eine besondere Beachtung geschenkt werden sollte.

Eine Mitwirkung der Gesellschaft bei einer Exit-Transaktion ist oft wünschenswert (sowohl seitens des verkaufenden Aktionärs wie auch seitens der Gesellschaft) und beim Verkauf von grossen Aktienpaketen regelmässig notwendig. Die Art und der Umfang der Unterstützung durch die Gesellschaft wird massgeblich durch das Gesellschaftsinteresse an der konkreten Transaktion bestimmt und begrenzt.

In Fällen von mehreren verkaufswilligen Aktionären empfiehlt sich der Abschluss einer Vereinbarung zwecks Koordination der Verkaufsaktivitäten (*Selldown Coordination Agreement*). Eine solche Koordination empfiehlt sich regelmässig für die Zeit nach einem IPO, wenn mehrere verkaufswillige Aktionäre im Rahmen des IPO einen gewünschten vollständigen Exit nicht realisieren konnten und somit auch nach dem Börsengang noch über bedeutende Aktienpakete verfügen.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FINMAG/FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum Kartellgesetz, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basel 2010 (zit. BSK KG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–964 OR inkl. Schlussbestimmungen, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016, (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009.
- Bühler Christoph B./Häring Daniel, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandelsverbots, GesKR 2009, 453 ff.
- Diem Hans-Jakob/Lippuner Annina, Kapitalbeschaffung mittels Accelerated Bookbuilding, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII, Zürich/Genf/Basel 2017, 101 ff.
- Gerhard Frank, Le block-trade comme moyen de placement de titres de participation cotés en bourse, SZW 2006, 256 ff.
- Jentsch Valentin, Exemptions and Alleviations from the Duty to Publish a Prospectus under FinSA and FinSO – A Practical Perspective, CapLaw 6/2020, 2 ff.
- Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), Zürich 2017 (zit. SK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Reutter Thomas/Brogini Romina, Beteiligungsaufbau (Stakebuilding) bei kotierten Schweizer Gesellschaften, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich/Basel/Genf 2014, 181 ff.
- Schleiffer Patrick/Reinwald Urs, Management-Transaktionen: Rechtsgrundlagen, Umsetzung und Sanktionen, GesKR 2012, 395 ff.
- Schleiffer Patrick/Schärli Patrick, Ausnahmen von der Prospektpflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2018, 1 ff.
- Schleiffer Patrick/Tranchet Marcel/Fischer Damian, Soft Sounding, CapLaw 2/2009, 2 ff.
- Schleiffer Patrick/Wolf Matthias, Die Mitwirkung der Gesellschaft bei Sekundärplatzierungen, in: Oertle Matthias et al. (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 297 ff.
- SIX Exchange Regulation, Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 29. Oktober 2008 (Kommentar zur RLAhP), vollständig überarbeitete Fassung vom 1. November 2011, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/publication/commentaries/2011-11-01-commentary-dah-de.pdf>> (zit. Kommentar RLAhP)
- Spillmann Till/Giger Andrea, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz, Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospektprüfung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2019, 182 ff.

- Spillmann Till/Meyer Richard, FIDLEG – Prospektregelung, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 7 ff.
- St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, Sester Peter et al. (Hrsg.), Zürich/St. Gallen 2017 (zit. SGHB Finanzmarktrecht I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Watter Rolf/Dubs Dieter, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 1 ff.
- Weber David, „What are you, and if so, how many?“ – Considerations on Compliance with the new 500-Investor Rule in Practice; CapLaw 2/2020, 11 ff.
- Wolf Matthias, Blocktrades, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich/Basel/Genf 2014, 1 ff.

Blockchain/Distributed Ledger Technology – Eine zivilrechtliche Betrachtung

Cornelia Stengel*

Inhalt

I.	Begriffe und Grundlagen	135
II.	Ziele und Stand der DLT Gesetzgebung	137
III.	Zivilrechtliche Qualifikation und Übertragung von Token	139
IV.	Übertragung von Rechten – Entwicklung	142
	1. Entwicklung des Wertpapierrechts	142
	2. Wertpapier	143
	3. Sammelverwahrung	144
	4. Globalurkunde	145
	5. Wertrecht	145
	6. Bucheffekte	146
	7. Registerwertrecht (nArt. 973d ff. OR)	147
	a) Definition	147
	b) Anordnungen an ein Wertrechtregister	148
V.	Zusammenfassung	152
	Literaturverzeichnis	152

I. Begriffe und Grundlagen

Distributed Ledger Technologie (DLT) ermöglicht die Validierung und Aufzeichnung von Zustandsänderungen bzw. -aktualisierungen in einem Netzwerk mehrerer Rechner, wobei ein bestimmter Konsensmechanismus sicherstellt, dass jeder Rechner über eine eigene, aber identische Kopie der Aufzeichnung

* Dieser Beitrag beruht teilweise auf den Vorträgen zur neuen DLT-Gesetzgebung von Cornelia Stengel (zivilrechtliche Optik) und Arie Gerszt (finanzmarktrechtliche Optik) am Seminar „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVI“ vom 11. November 2020 und folgt dem Aufbau derselben, wobei im vorliegenden Aufsatz der zivilrechtliche Teil abgedeckt wird (Stand 2. Januar 2021).

gen verfügt.¹ Es existieren verschiedene Arten von DLT, denen jedoch – wenn auch in unterschiedlichem Ausmass – insbesondere die wesentlichen Eigenschaften *Dezentralität*² und *Transparenz*³ gemeinsam sind. Wenn die Aufzeichnungen ausserdem kryptografisch verschlüsselt und zu Blöcken verknüpft werden, wird von einer *Blockchain* gesprochen.⁴ Einer solchen Blockchain wird zusätzlich zu den erwähnten Eigenschaften von DLT auch *Unveränderbarkeit*⁵ attestiert.

Obwohl also eine Blockchain eine Form der Realisierung eines Distributed Ledger Systems darstellt,⁶ wird der Begriff häufig und auch in diesem Beitrag stellvertretend und stark vereinfachend für die durch die Bitcoin-Blockchain inspirierte Technologie verwendet.

Ein *Token* ist im vorliegenden Zusammenhang eine gedankliche Hilfskonstruktion. Der Begriff bezeichnet aus technischer Sicht, stark vereinfachend, die Differenz eines Saldos vor und nach einer Transaktion in einem Distributed

¹ BIZ, 2; UK Government Office for Science, 5. Zu den unterschiedlichen Arten (insb. *public, private, permissionless und permissioned*) vgl. beispielsweise: Berichts des Bundesrates, Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz, Eine Auslegeordnung mit Fokus auf dem Finanzsektor vom 14. Dezember 2018 S. 23 ff; Brühl, 140; Burgwinkel, 35 ff; De Filippi/Wright, 13 ff; Eggen, Chain, 5; Isler, N 5 ff; Morabito, 9; Mougayar, 18 ff; Sixt, 13 f.

² Womit insbesondere die Notwendigkeit von Vertrauen in eine zentrale Partei entfällt und die Widerstandsfähigkeit des Systems durch Vermeidung kritischer Einzelkomponenten gestärkt wird. Vgl. zur Dezentralität (*Peer-to-Peer*) beispielsweise: Berentsen/Schär, 95 f; Drescher, 11; Mougayar, 23; Sixt, 13; Stengel/Aus der Au, 440 f.

³ In Distributed Ledger Systemen werden Daten in unterschiedlicher Art gespeichert, wobei jeder Teilnehmer alle aufgezeichneten Zustandsänderungen und -aktualisierungen kennt und den Zeitpunkt der Speicherung feststellen kann, womit die Systeme in besonderem Mass transparent sind, obwohl die Identität der Teilnehmenden meist nur indirekt bestimmbar ist. Vgl. zur Transparenz beispielsweise: Böhme/Pesch, 480; Sixt, 32 f; Stengel/Aus der Au, 441.

⁴ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 20 f; Eggen, Chain 5; Mougayar, 21.

⁵ Unveränderbarkeit ist im vorliegenden Kontext nicht absolut, sondern so zu verstehen, dass Daten nicht unilateral und unentdeckt abgeändert werden können. Vgl. zur Unabhängigkeit beispielsweise: BIZ, 18; Finck, 4; Hess/Spielmann, 154 f.; Roon, 360; Stengel/Aus der Au, 441 f; Yermack, 14.

⁶ Mougayar, 21.

Ledger System oder „[i]n einem auf der Distributed Ledger-Technologie basierenden Register abgelegte Informationseinheiten“⁷, während aus juristischer Perspektive unterschiedliche Interpretationen möglich sind.^{8, 9}

II. Ziele und Stand der DLT Gesetzgebung

Die erwähnten zentralen Eigenschaften von DLT und Token bringen eine Vielzahl offener Rechtsfragen mit sich. Diesen ging ein Bericht des Bundesrats im Dezember 2018 auf den Grund.¹⁰ In diesem Bericht wurden auch die Ziele für die neue DLT-Gesetzgebung abgesteckt: Es soll einerseits der bestmögliche regulatorische Rahmen geschaffen werden, um die Etablierung und Weiterentwicklung der Schweiz als führender, innovativer und nachhaltiger Standort für FinTech- und DLT-Unternehmen sicherzustellen.¹¹ Gleichzeitig sollen allfällige Missbräuche konsequent bekämpft und die Integrität und die gute Reputation des Finanz- und Wirtschaftsstandorts Schweiz gewährleistet werden können.¹²

Basierend auf dem Bericht des Bundesrats vom Dezember 2018 wurde am 22. März 2019 zunächst ein Vorentwurf für das Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an die Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register¹³ zusammen mit einem erläuternden Bericht in die Vernehmlassung geschickt.¹⁴ Am 27. November 2019 wurde der Ergebnisbericht der Vernehm-

⁷ Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage zu einem Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 22. März 2019, S. 8; Botschaft des Bundesrates vom 27. November 2019 zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, BBl 2020, 233 ff., 242 f.

⁸ Eggen, Token, passim (m.w.H.); Furrer et al., 6 ff.; Kogens/Luchsinger Gähwiler, 2 f.; von der Crone/Kessler/Angstmann, 338 ff; Weber/Iacangelo, 4 ff; Zogg, 100 ff. *Mit Bezug auf die neuen Registervertrechte*: Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 47 ff; EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 8 f; BBl 2020, 242 f.; Kuhn et al., N 3 f; Kramer/Meier, 61 ff; Wyss, Gegenstand, 8 ff.

⁹ Vgl. zur zivilrechtlichen Qualifikation [Kapitel III](#).

¹⁰ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018.

¹¹ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 12.

¹² Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 12.

¹³ Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Vorentwurf für Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 22. März 2019.

¹⁴ EFD, Erläuternder Bericht 2019.

lassung veröffentlicht¹⁵ und gleichzeitig die angepasste Vorlage¹⁶ zusammen mit der Botschaft¹⁷ zur Beratung dem Parlament übergeben. Das Parlament verabschiedete die Vorlage am 25. September 2020 einstimmig.¹⁸

Am 19. Oktober 2020 wurde die Vernehmlassung für eine Mantelverordnung eröffnet, mit welcher die beschlossenen Gesetzesanpassungen auf Stufe Bundesratsverordnung nachvollzogen werden sollen.¹⁹ Die Vernehmlassung dauert noch bis Anfang Februar 2021.

Zu den Kernbereichen der Vorlage zählen die Anpassung des Obligationenrechts (Wertrechte und Registerwertrechte)²⁰, die Regeln zur Aus- und Absonderung dieser Vermögenswerte sowie die Einführung von DLT-Handelssystemen²¹.

Bereits auf den 1. Februar 2021 treten die beschlossenen Änderungen im Obligationenrecht, im Bucheffektengesetz und im Bundesgesetz über das internationale Privatrecht in Kraft, also insbesondere jene Bestimmungen, welche die Einführung von Registerwertrechten, die auf einer Blockchain abgebildet sind, ermöglichen. Die übrigen Bestimmungen der DLT-Vorlage werden voraussichtlich per 1. August 2021 in Kraft treten.²²

¹⁵ Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Vernehmlassung zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register – Ergebnisbericht vom 27. November 2019.

¹⁶ Entwurf des Bundesrates vom 27. November 2019 zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register.

¹⁷ BBI 2020.

¹⁸ <<https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/digitalisierung/blockchain.html>>.

¹⁹ Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Entwurf der Verordnung des Bundesrates zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 19. Oktober 2020 und Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Verordnung des Bundesrates zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register – Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 19. Oktober 2020.

²⁰ Vgl. dazu nachfolgendes [Kapitel III](#).

²¹ Der vorliegende Beitrag behandelt nicht alle drei Kernbereiche der Vorlage, sondern konzentriert sich auf die Anpassung des Wertpapierrechts.

²² <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/dokumentation/nsb-news_list.msg-id-81563.html>.

III. Zivilrechtliche Qualifikation und Übertragung von Token

Ein Token ist im vorliegenden Zusammenhang wie erwähnt eine gedankliche Hilfskonstruktion.²³ Diese Einträge in dezentralen Registern entfalten für sich alleine noch keine Rechtswirkungen. Eine solche wird erst erzeugt, wenn den Token oder ihrer Benutzung eine rechtlich relevante Bedeutung beigemessen wird.²⁴ Dabei ist aus zivilrechtlicher Perspektive zu unterscheiden, ob ein Token eine Rechtsposition, insbesondere eine Forderung, Mitgliedschaft oder ein dingliches Recht, abbilden und repräsentieren soll²⁵ oder ob der Token, wie dies bei sogenannten Zahlungstoken wie Bitcoin der Fall ist, vorab innerhalb des DLT-Kontextes einen rein digitalen Wert²⁶ oder „immateriellen Vermögenswert“²⁷ darstellt.²⁸ Diese zivilrechtliche Einordnung bestimmt, welche rechtlichen Regeln zur Anwendung gelangen, wenn eine rechtsgültige Übertragung stattfinden soll.²⁹

Für die zivilrechtliche Qualifikation und die damit zusammenhängenden Regeln für die Übertragung können nach Schweizer Recht grob folgende drei Hauptkategorien gebildet werden.

- Für die Übertragung von *Sachen* sind die sachenrechtlichen Übertragungsregeln anwendbar. Vorausgesetzt ist insbesondere ein gültiges Verpflichtungsgeschäft und eine Besitzübertragung oder ein Surrogat^{30, 31}
- *Rechte im Sinne von Forderungen* werden durch Abschluss eines Abtretungsvertrags übertragen,³² wobei das Schweizer Recht dafür das Former-

²³ Vgl. [Kapitel I](#).

²⁴ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 49.

²⁵ Sog. *non-native* Token.

²⁶ Sog. *native* Token.

²⁷ BBl 2020, 242 und 277.

²⁸ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 49; EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 8; Eggen, Token, 561 ff; Wyss, Gegenstand, N 6.

²⁹ Eggen, Token, 558.

³⁰ Traditionssurrogat, z.B. durch Übertragung der Mittel, die dem Empfänger die Beherrschung der Sache ermöglichen (Art. 922 Abs. 1 ZGB) oder Besitzanweisung (Art. 924 ZGB). Eine Abtretung des Herausgabeanspruchs an einer Sache i.S.v. Art. 641 Abs. 2 ZGB stellt hingegen kein zulässiges Traditionssurrogat dar (BGE 132 III 155 E. 6.1).

³¹ Statt Vieler: Rey, N 1688 ff. zusätzliche (Form-) Vorschriften bestehen beispielsweise für Immobilien.

³² Art. 165 Abs. 1 OR.

fordernis der Schriftlichkeit.^{33, 34} Dasselbe gilt für Wertrechte.^{35, 36} Für die Übertragung von Mitgliedschaftsrechten sind die spezifischen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zu beachten.³⁷

- Auch „immaterielle Vermögenswerte“³⁸ können Gegenstand von Verträgen bilden.³⁹ Für solche Erscheinungsformen, zu welchen im Allgemeinen auch Kryptowährungen gezählt werden,⁴⁰ kennt das Schweizer Recht keine Regeln zur rechtsgültigen Übertragung, weshalb sie durch blosser Verschaffung der faktischen Verfügungsmacht übertragen werden können.⁴¹

Nach geltendem Schweizer Recht können daher Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ether, die von keinem Emittenten herausgegeben werden, formlos durch Übertragung auf der Blockchain rechtsgültig übertragen werden.⁴²

Sobald hingegen ein Recht wie eine Forderung oder eine Mitgliedschaft tokenisiert wird, d.h. sobald der Token nach dem Willen der Beteiligten eine Rechtsposition ausserhalb des DLT-Kontextes abbilden und repräsentieren soll, kann – nach geltendem Recht – die blosser Übertragung des Tokens auf der Blockchain nicht in jedem Fall und nicht mit genügender Sicherheit auch

³³ Art. 13 f. OR; die Unterschrift ist grundsätzlich eigenhändig zu schreiben, gleichgestellt ist die qualifizierte elektronische Signatur nach ZertES (SR 943.03).

³⁴ Solange die Forderung oder das Mitgliedschaftsrecht nicht als Bucheffekte ausgestaltet wird (vgl. dazu [Kapitel IV.6](#)).

³⁵ Art. 973c Abs. 4 OR.

³⁶ Statt Vieler: Schmid et al., N 3415 ff.

³⁷ Mitgliedschaftsrechte können nur bei Aktien- oder Kommanditaktiongesellschaften verbrieft werden, was Voraussetzung für die Herausgabe als Registerwertrecht ist, vgl. Wyss, Gegenstand, N 39 f. (m.w.H.).

³⁸ BBl 2020, 242 und 277.

³⁹ Dennoch wird ihnen teilweise die Rechtsqualität abgesprochen: Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 54; Eggen, Token, 562; Wyss, Gegenstand, N 28.

⁴⁰ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 54; Eggen, Token, 562 f; Gobat, 1099; Müller/Reutlinger/Kaiser, 87.

⁴¹ Eggen, Token, 563 (m.w.H.); Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 66; a.A. Weber/Iacangelo, N 51.

⁴² Wird diesen Erscheinungsformen allerdings die Rechtsqualität gänzlich abgesprochen (vgl. Fn. 40), könnte ihnen auch die Möglichkeit der Herausgabe als Registerwertrecht verwehrt bleiben. So jedenfalls: BBl 2020, 277; Wyss, Gegenstand, N 26 f. Anderer Ansicht: Kuhn, Digitale Aktiven, N 95 ff., der überzeugend argumentiert, dass nicht einzusehen sei, weshalb es nicht möglich sein sollte, auch Kryptowährungen als Registerwertrechte herauszugeben, wenn diese doch offensichtlich Vermögenswerte (wenn auch immaterielle) darstellen und allgemein anerkannt sei, dass sie Gegenstand von Verträgen bilden könnten.

eine rechtsgültige Übertragung des Rechts bewirken.⁴³ Zwar wurden in der Lehre verschiedene Hilfskonstruktionen und Argumentationslinien zugunsten einer rechtsgültigen Übertragung entwickelt, über welche aber keine gefestigte Auffassung besteht und welche von der Rechtsprechung nicht geklärt werden konnten.⁴⁴

Die neue DLT-Gesetzgebung will in diesem Punkt durch eine Anpassung und Weiterentwicklung des Wertpapierrechts die Rechtssicherheit erhöhen.⁴⁵ Rechte sollen in Zukunft, wenn sie auf eine ganz bestimmte Art und Weise tokenisiert werden, auf rein digitalem Weg, „durch Buchungen in manipulationsresistenten elektronischen Registern“, rechtsgültig übertragen werden können.⁴⁶ Dazu wird mit den *Registerwertrechten* ein neues Instrument zur Tokenisierung von Rechten ins Schweizer Recht eingeführt.⁴⁷

Registerwertrechte werden zusätzlich⁴⁸ zu den bestehenden Möglichkeiten zur Übertragung von Rechten und – jedenfalls im Rahmen der vorliegend besprochenen Gesetzesrevision – nur für diejenigen Rechte zur Verfügung stehen, „welche auch in einem Wertpapier verbrieft werden könnten und einer freien Übertragbarkeit zugänglich sind“.^{49, 50} Für dingliche Rechte wie Eigen-

⁴³ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 67.

⁴⁴ Vgl. z.B. den Vorschlag der Qualifikation von Token als „elektronische Wertpapiere“ (Weber/Iacangelo, N 7 ff.) oder der Tokenisierung ganzer Vertragsverhältnisse, wobei in der Übertragung des Tokens der konkludente Abschluss eines dreiseitigen Übernahmevertrags zu sehen sei (Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 63 f.; von der Crone/Kessler/Angstmann, 343 ff.); vgl. zudem die Übersicht bei Wyss, Initial Coin, N 82 ff.

⁴⁵ Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 67; BBl 2020, 242 f.

⁴⁶ BBl 2020, 243.

⁴⁷ BBl 2020, 242 f.

⁴⁸ Vgl. dazu vorstehend [III](#); EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 30; Kramer/Oser/Meier, N 8 f.

⁴⁹ BBl 2020, 243.

⁵⁰ Vgl. zum Gegenstand der Registerwertrechte gemäss Vorentwurf: Wyss, Gegenstand, N 16 ff. und gemäss verabschiedetem Gesetz: Kuhn, Digitale Aktiven, N 76 ff.

tum⁵¹ oder für Sachen werden sich die Übertragungsregeln hingegen nicht ändern.⁵²

IV. Übertragung von Rechten – Entwicklung

1. Entwicklung des Wertpapierrechts

Die Verbriefung (*Wertpapier*⁵³) hat die Mobilisierung von Rechten, deren Handelbarkeit und damit auch Kapitalmarktfähigkeit, ermöglicht.⁵⁴ Dies insbesondere deshalb, weil durch die Verbriefung einem grundlegenden Bedürfnis für den Handel entsprochen wird: Der Erwerber eines Wertpapiers kann auf die Verfügungsmacht des Veräusserers und auf das verbrieftete Recht vertrauen.⁵⁵ Die zunehmende Zahl der Verbriefungen und die steigenden Handelsvolumen liessen allerdings bald die Umständlichkeit dieses Instruments erkennen,⁵⁶ dessen Übertragungsregeln nach sachenrechtlichen Prinzipien auf der Übertragung des Besitzes an der jeweiligen Urkunde basieren.⁵⁷ Dies führte zu einer Immobilisierung, Entmaterialisierung und Mediatisierung der Wertpapiere.⁵⁸ Dadurch wiederum haben die Wirkungen der Wertpapiere ihre ursprüngliche Bedeutung für den Handel weitgehend verloren. Das Vertrauen in das (Wert)-

⁵¹ Aufgrund des *numerus clausus* der sachenrechtlichen Institute sind die Verbriefung dinglicher Rechte ausschliesslich für Schuldbriefe (Art. 842 ff. ZGB) und Anleihenstittel mit Grundpfandrecht (Art. 875 ZGB) zulässig (Meier-Hayoz/von der Crone, N 16). Allerdings scheint diese Auffassung nicht gänzlich unumstritten zu sein, vgl. dazu im Detail: Wyss, Gegenstand, N 32.

⁵² Eine digitale Übertragung von Eigentum ist bei gestuftem Besitz (weiterhin) denkbar (Wyss, Gegenstand, N 33). Beachte auch die Sonderstellung von Warenpapieren, in welchen eine obligatorische Verpflichtung zur Herausgabe einer dem Schuldner zu Transport und Lagerung übergebenen Ware verbrieft wird (Art. 925 Abs. 1 ZGB) (Meier-Hayoz/von der Crone, N 18). Auf diese weist der Bundesrat hin (Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 65 f; EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 14).

⁵³ Vgl. [Kapitel IV.2.](#)

⁵⁴ Botschaft des Bundesrates vom 15. November 2006 zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen, BBl 2006, 9315 ff., 9321; Meier-Hayoz/von der Crone, N 1315 (m.w.H.).

⁵⁵ BBl 2020, 284; vgl. zu den Funktionen von Wertpapieren [Kapitel IV.2.](#)

⁵⁶ BBl 2006, 9321; Kuhn, Wertpapierrecht, 409 ff.

⁵⁷ Art. 965 OR.

⁵⁸ BBl 2006, 9321; Hess/Friedrich, 100; Kuhn, Wertpapierrecht, 409 ff; Meier-Hayoz/von der Crone, N 5 u 1331; Nobel, § 9 N 11 ff. Das Gesetz hielt mit der Entwicklung nicht immer Schritt. So erfolgte die Einführung der Bestimmungen im Obligationenrecht zur Sammelverwahrung (Art. 973a OR), zur Globalurkunde (Art. 973b OR) und zum Wertrecht (Art. 973c OR) zusammen mit der Einführung des Bucheffektengesetzes (BBl 2006, 9316).

Papier wurde durch das Vertrauen in Verwahrungsstellen und ihre Buchungen abgelöst. Eine Entwicklung, aus welcher insbesondere das Bucheffektengesetz hervorging.⁵⁹

Das Konzept, Registerwertrechte als wertpapierähnliche Instrumente einzuführen, stellt die nächste, dem technologischen Fortschritt folgende Stufe in dieser langjährigen Entwicklung dar.⁶⁰ Sie könnte auch als „Desmediatisierung“⁶¹ bezeichnet werden, weil es letztlich darum geht, dass einzelne Marktteilnehmer ohne Zwischenschaltung eines vertrauenswürdigen Intermediärs direkt mit abgebildeten Rechten handeln können.⁶² Die Fortsetzung der Entwicklung des Wertpapierrechts erlaubt insbesondere auch den Rückgriff auf die differenzierte Dogmatik und die bewährten Rechtsfiguren in Zusammenhang mit der Abbildung und Übertragung von Rechten.⁶³

Nachfolgend werden im Sinne eines Überblicks die Instrumente des Wertpapierrechts kurz vorgestellt, wobei der Fokus auf den Regeln für deren Übertragung liegt.

2. Wertpapier

Eine „Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann“, ist gemäss Art. 965 OR ein Wertpapier.⁶⁴ Als Folge davon gilt der Besitz der Urkunde als Ausweis für die Geltendmachung des verbrieften Rechts (Legitimationsfunktion).⁶⁵ Die Übertragung der Urkunde ist Voraussetzung und bewirkt auch die Übertragung des verbrieften Rechts (Transportfunktion).⁶⁶ Und schliesslich bildet der Besitz der Urkunde auch die Grundlage für den Schutz des guten Glaubens des Erwerbers und der Einredenbeschränkung (Verkehrsschutzfunktion).⁶⁷

⁵⁹ BBl 2020, 284; vgl. zu den Bucheffekten [Kapitel IV.6](#).

⁶⁰ Kramer/Oser/Meier, N 9; Kuhn et al., N 3; Wyss, Gegenstand, N 14.

⁶¹ Oder „De-Intermediatisierung“, Wegfall von Intermediären; vgl. Wyss, Gegenstand, N 12 (m.w.H.).

⁶² BBl 2020, 284.

⁶³ Kuhn et al., N 3.

⁶⁴ Diese Definition umfasst neben den Wertpapieren öffentlichen Glaubens (Inhaber- und Ordrepapiere) auch die Namenpapiere ohne Verkehrsschutz. Nachfolgend wird auf Wertpapiere öffentlichen Glaubens fokussiert, zu welchen das neue Registerwertrecht das „digitale Äquivalent“ (Kuhn, Digitale Aktiven, N 16) bilden wird.

⁶⁵ EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 12 f; BBl 2006, 9321; Hess/Friedrich, 99; Meier-Hayoz/von der Crone, N 24; Nobel, § 9 N 8.

⁶⁶ EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 12 f; BBl 2006, 9321; Hess/Friedrich, 99; Nobel, § 9 N 8.

⁶⁷ EFD, Erläuternder Bericht 2019, S. 12 f; BBl 2006, 9321; Hess/Friedrich, 99; Nobel, § 9 N 8.

Ein Recht, welches in einem Wertpapier verbrieft wurde, wird durch Übertragung des Besitzes an der jeweiligen Urkunde nach sachenrechtlichen Prinzipien auf eine andere Person übertragen.⁶⁸

3. Sammelverwahrung

Bei einer Sammelverwahrung werden die Wertpapiere bei einer Verwahrungsstelle hinterlegt⁶⁹, wobei sich teilweise komplexe Verwahrungspyramiden entwickelt haben. In der Schweiz sind es üblicherweise drei Stufen, nämlich Anleger – Verwahrungsstelle (Depotbank) – zentrale Verwahrungsstelle,⁷⁰ während in grenzüberschreitenden Verhältnissen sogar vier oder mehr Stufen entstehen.⁷¹ In der zentralen Verwahrungsstelle werden die physischen Wertpapiere verwahrt.⁷²

Für die Übertragung der Rechte gilt weiterhin: durch ihre Verbriefung in (sammelverwahrten) Wertpapieren sind grundsätzlich sachenrechtliche Prinzipien anwendbar.⁷³ Aufgrund der Verwahrungssituation entstehen gestufte Besitzverhältnisse, weshalb für eine rechtsgültige Übertragung ein Traditionssurrogat vorliegen muss. Bei sammelverwahrten Wertpapieren handelt es sich dabei regelmässig um eine Besitzanweisung im Sinne von Art. 924 ZGB.⁷⁴

Beispiel: Anleger A verkauft eine Aktie an Anleger C. Im Falle einer sammelverwahrten Aktie weist Anleger A seine Verwahrungsstelle an, in Zukunft für Anleger C den Besitz zu vermitteln. Das Eigentum geht mit dem Empfang der Anweisung durch die Verwahrungsstelle auf Anleger C über.⁷⁵ Bei einer Drittsammelverwahrung zeigt Anleger A die Veräusserung der Aktie seiner Depotbank an, welche diese Anzeige der zentralen Verwahrungsstelle weiterleitet.

⁶⁸ Art. 965 OR; beachte die zusätzliche Anforderung eines Indossaments für Ordrepapiere (Art. 967 Abs. 2 OR).

⁶⁹ Art. 973a OR.

⁷⁰ Sog. Drittsammelverwahrung.

⁷¹ Vgl. die Übersicht bei Nobel, § 9 N 22.

⁷² Nobel, § 9 N 23.

⁷³ Beachte, dass nur für vertretbare Wertpapiere ohne weiteres eine Sammelverwahrung möglich ist. Ordrepapiere müssen zuvor durch Blankoindossament bzw. Blankozession umlauffähig gemacht werden (Meier-Hayoz/von der Crone, N 1322).

⁷⁴ BBl 2006, 9327.

⁷⁵ Art. 924 Abs. 2 ZGB.

4. Globalurkunde

Globalurkunden ersetzen den Druck von einzelnen Urkunden für jedes einzelne zu verbriefende Recht. Alle Aktien und/oder Obligationen einer Emission werden in einer einzigen Urkunde verbrieft.⁷⁶ Es handelt sich bei Globalurkunden um Wertpapiere gleicher Art wie die durch sie verkörperten Einzelrechte.⁷⁷

Auch Globalurkunden folgen grundsätzlich sachenrechtlichen Prinzipien, bestehen sie doch ebenfalls physisch als Papierdokument.⁷⁸

Die Übertragung der Miteigentumsanteile an Globalurkunden folgt denselben (sachenrechtlichen) Regeln wie eine Übertragung sammelverwahrter einzelner Wertpapiere, d.h. durch Besitzeinweisung an die Depotbank bzw. die zentrale Verwahrungsstelle.⁷⁹

5. Wertrecht

Das Konzept der Wertrechte geht noch einen Schritt weiter. Wertrechte existieren völlig unabhängig physischer Präsenz (Entmaterialisierung). Es handelt sich um obligatorische Rechte.⁸⁰ Sie entstehen mit Eintragung in das (nicht öffentliche) Wertrechtbuch durch den Schuldner und bestehen nur nach Massgabe dieser Eintragung.⁸¹

Wertrechte können – anders als es der Wortlaut des Gesetzes vermuten liess – die Funktionen eines Wertpapiers (Legitimation, Verkehrsschutz, Transport) nicht erfüllen.⁸² Im Wertrechtbuch wird nur der erste Nehmer eingetragen, womit es an der Legitimationsfunktion fehlt und ein gutgläubiger Erwerber eines Wertrechts wird nicht geschützt, sodass auch keine Verkehrsschutzfunktion gegeben ist. Zur (redaktionellen) Klarstellung wird Art. 973c OR zu den „einfachen Wertrechten“ im Zuge der DLT-Gesetzgebung entsprechend angepasst.⁸³

⁷⁶ Nobel, § 9 N 31.

⁷⁷ Art. 973b OR.

⁷⁸ BBl 2006, 9328; Nobel, 9 N 31.

⁷⁹ BBl 2006, 9328; Nobel, § 9 N 31; vgl. vorne [IV.3.](#)

⁸⁰ Hess/Friedrich, 101; Meier-Hayoz/von der Crone, N 1325; Nobel, § 9 N 38.

⁸¹ Art. 973c OR.

⁸² Bundesrat, Bericht zur rechtlichen Grundlage 2018, S. 60; BBl 2020, 275 f.; BSK Wertpapierrecht-Pöschel/Maizar, Art. 973c, N 31; HK OR/BEG-Kuhn, Art. 973c, N 1b; Wyss, Gegenstand, N 13.

⁸³ Entwurf des Bundesrates zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik.

Die entmaterialisierten Wertrechte folgen für die Übertragung – anders als Wertpapiere – nicht den sachenrechtlichen, sondern den obligationenrechtlichen Prinzipien.⁸⁴ Wertrechte können gemäss Art. 973c Abs. 4 OR nur mittels einer schriftlichen Abtretungserklärung⁸⁵ übertragen werden. Bei einer Kettenabtretung hat die Unwirksamkeit einer einzigen Abtretung die Unwirksamkeit aller nachfolgenden Abtretungen zur Folge.⁸⁶ Damit erfüllen Wertrechte auch die Transportfunktion von Wertpapieren nicht.

Die fehlenden Wertpapierfunktionen sind der wohl wichtigste Unterschied zwischen (einfachen) Wertrechten und den neuen Registerwertrechten. Denn mit letzteren wird ein Instrument eingeführt, welches tatsächlich die Funktionen von Wertpapieren gewährleisten können soll.⁸⁷

6. Bucheffekte

Bucheffekten entstehen mit der Immobilisierung (entweder Hinterlegung von Wertpapieren⁸⁸ oder Globalurkunden⁸⁹ oder Eintragung von Wertrechten im Hauptregister⁹⁰ einer Verwahrungsstelle) und der Gutschrift der Rechte in einem Effektenkonto.⁹¹ Mit Inkrafttreten des DLT-Gesetzes werden zusätzlich die neuen Registerwertrechte Grundlage für Bucheffekten bilden können, wenn sie im Wertrechtregister, dem sie entspringen, stillgelegt werden.⁹²

Auch Bucheffekten existieren entsprechend ohne eine physische Präsenz. Anders als bei Wertrechten gelten jedoch für Bucheffekten eigene Übertragungsregeln, welche auf die Schriftlichkeit als Formerfordernis verzichten.⁹³ Die obligationen- und sachenrechtlichen Ansprüche der Berechtigten an den einer Bucheffekte zugrundeliegenden Wertpapieren, Globalurkunden, Wertrechten

⁸⁴ Wyss, Gegenstand, N 12 (m.w.H.).

⁸⁵ Im Sinne von Art. 164 ff. OR (Nobel, § 9 N 38).

⁸⁶ Bei der Übertragung nach zessionsrechtlichen Grundsätzen ist (abgesehen von zwei kaum relevanten Ausnahmen) kein Gutglaubensschutz gegeben (Kuhn et al., N 35).

⁸⁷ BBl 2020, 275 f.

⁸⁸ Art. 6 Abs. 1 lit. a BEG.

⁸⁹ Art. 6 Abs. 1 lit. b BEG.

⁹⁰ Art. 6 Abs. 1 lit. c BEG.

⁹¹ Beeler, N 24 ff; HK BEG-Kuhn, Art. 6, N 3 ff.

⁹² BBl 2020, 271 f., nArt. 6 Abs. 1 lit. d und Abs. 3 BEG.

⁹³ Art. 24-30 BEG regeln die Verfügung über Bucheffekten; vgl. dazu HK BEG-Kuhn Art. 24 N 1 ff., insb. N 5.

oder neuen Registerwertrechten sind suspendiert.⁹⁴ Eine Verfügung über Bucheffekten ist allerdings ausschliesslich unter Mitwirkung der (zentralen) Verwahrungsstelle möglich.⁹⁵

7. Registerwertrecht (nArt. 973d ff. OR)

a) Definition

Ein Registerwertrecht ist gemäss nArt. 973d Abs. 1 OR ein „Recht, das gemäss einer Vereinbarung der Parteien in einem Wertrechtregister [...] eingetragen ist und nur über dieses Wertrechtregister geltend gemacht und auf andere übertragen werden kann“.

Mit der Tokenisierung von Rechten bzw. mit der Abbildung von Rechten als Registerwertrechte im Sinne des neuen Art. 973d OR sollen die Vorteile von Wertpapieren⁹⁶ mit den Vorteilen von Bucheffekten⁹⁷ kombiniert und gleichzeitig den Marktteilnehmern ermöglicht werden, ohne Zwischenschaltung eines vertrauenswürdigen Intermediärs direkt mit den abgebildeten Rechten zu handeln.⁹⁸ Die Wirkungen von Registerwertrechten entsprechen deshalb jenen von Wertpapieren öffentlichen Glaubens, d.h. sie haben Transportfunktion⁹⁹, Präsentations- und Legitimationswirkung¹⁰⁰ sowie Verkehrsschutzfunktion¹⁰¹, kommen aber gänzlich ohne Intermediäre aus. Das Vertrauen in die

⁹⁴ BGE 138 III 137 E. 5.2.1; Meier-Hayoz/von der Crone, N 1378 ff.

⁹⁵ Vgl. Art. 24 ff. BEG.

⁹⁶ Legitimation durch Besitz der Urkunde (Legitimationsfunktion), Beschränkung von Einreden und Schutz des guten Glaubens (Verkehrsschutzfunktion) sowie einfache Übertragung von Rechten (Transportfunktion); vgl. [Kapitel IV.2.](#)

⁹⁷ Rein digitale Form der Verfügung über Rechte; vgl. [Kapitel IV.6.](#)

⁹⁸ BBl 2020, 284.

⁹⁹ Im Sinne der Erleichterung der Übertragbarkeit von Forderungen, wobei anders als bei Wertpapieren nicht auf die sachenrechtlichen Prinzipien, sondern die Regeln gemäss Registrierungsvereinbarung verwiesen wird; nArt. 973d Abs. 1 Ziff. 2 und 973f Abs. 1 OR; vgl. zur Verfügung über Registerwertrechte im Detail: Kuhn, Digitale Aktiven, N 108 ff.

¹⁰⁰ Bei Registerwertrechten muss und darf die Leistung nur an den vom Register ausgewiesenen Gläubiger erfolgen, die erfolgte Leistung ist im Register auszuweisen und der vom Register bezeichnete Gläubiger gilt als rechtszuständig, so dass sich der Schuldner durch Leistung an ihn gültig befreien kann (nArt. 973e OR; BBl 2020, 285).

¹⁰¹ Gutglaubensschutz und Einredenbeschränkung (nArt. 973e Abs. 3 und 4 OR; BBl 2020, 285 f.).

Verwahrungsstellen und ihre Buchungen, welches im Laufe der Entwicklung bereits das Vertrauen ins (Wert-)Papier abgelöst hat,¹⁰² wird nun wiederum abgelöst durch das Vertrauen ins Wertrechtregister.

b) *Anforderungen an ein Wertrechtregister*

Das Wertrechtregister muss qualifizierten Anforderungen¹⁰³ genügen, um dieses Vertrauen und die weitreichenden Wirkungen des öffentlichen Glaubens zu rechtfertigen. Diese Anforderungen können und müssen aus dem Umstand hergeleitet werden, dass das Wertrechtregister als Informationsträger äquivalent sein soll zu einer physischen Urkunde, also zu einem Wertpapier.¹⁰⁴

Dazu sieht das Gesetz die folgenden Anforderungen vor:

1. *Verfügbarmacht beim Gläubiger*: Der Gläubiger, nicht aber der Schuldner, muss mittels technischer Verfahren über seine Rechte verfügen können. Verfügungsmacht bedeutet im vorliegenden Zusammenhang die Möglichkeit der faktischen Beherrschbarkeit der Token.¹⁰⁵ Damit wird eine Entsprechung zum Besitz an einem (physischen) Wertpapier geschaffen.¹⁰⁶ Das bedeutet einerseits, dass der Schuldner *keine* Verfügungsmacht über die Rechte haben darf, er also nicht in der Lage sein darf, den Registereintrag selbst zu verändern, beispielsweise indem er den Token einer neuen Adresse zuweisen oder gar löschen kann.¹⁰⁷ Andererseits muss der Gläubiger über die Token „ähnlich wie über eine Sache“ verfügen können,¹⁰⁸ wobei diese Verfügungsmacht sowohl direkt oder mittelbar über andere Personen wie Verwahrungsstellen oder sog. *Custodians* ausgeübt werden kann.¹⁰⁹ Etwas missverständlich ist in diesem Zusammenhang die Botschaft formuliert, welche in diesem Merkmal der Verfügungsgewalt der Gläubiger ausserdem „die Abgrenzung von rein zentral geführten Registern, welche heute bereits vom Bucheffektengesetz erfasst werden“, sieht.¹¹⁰ Diese Ausführungen sind jedoch nicht so zu verstehen, als dass der Bundesrat für Wertrechtregister Dezentralität voraussetzen würde. Denn diese Auslegung würde nicht nur dem technologieutralen Ansatz

¹⁰² Vgl. dazu [Kapitel IV.1](#)

¹⁰³ nArt. 973d Abs. 2 OR.

¹⁰⁴ Kuhn et al., N 15.

¹⁰⁵ BBl 2020, 278 f.; Meisser/Meisser/Kogens, N 17.

¹⁰⁶ Swiss Blockchain Federation, 4.

¹⁰⁷ BBl 2020, 279; Kuhn, Digitale Aktiven, N 57.

¹⁰⁸ BBl 2020, 278.

¹⁰⁹ Kuhn, Digitale Aktiven, N 58; Swiss Blockchain Federation, 4.

¹¹⁰ BBl 2020, 278 f.

der DLT-Gesetzgebung¹¹¹ widersprechen, sondern ist aus zivilrechtlicher bzw. wertpapierrechtlicher Optik auch gar nicht notwendig. Vielmehr ist die Abgrenzung in der Tatsache zu sehen, dass die Gläubiger ihre Token in einem Wertrechtregister *ohne die Mitwirkung* einer (traditionellerweise zentralen) registerführenden Instanz übertragen können, dass also „niemand“ eine (Um-) Buchung vornehmen muss, wie dies bei traditionellen Registern der Fall ist.¹¹² Es ist denn auch gerade dieser Punkt, welcher (aus finanzmarktrechtlicher Perspektive) eine Bewilligungspflicht der traditionellen registerführenden Instanzen sinnvoll erscheinen lässt, weil damit das Vertrauen in diese bzw. in die Richtigkeit ihrer Buchungen gewährleistet und letztlich rechtfertigt wird.¹¹³ Bei einem Wertrechtregister müssen die Gläubiger hingegen gerade nicht mehr darauf vertrauen, dass eine registerführende Instanz korrekte Buchungen vornimmt. Die Technologie des Wertrechtregisters ermöglicht – aktuell durch kryptografische Verfahren¹¹⁴ – Transaktionen ohne Zwischenschaltung von Intermediären. Welchen Grad an Dezentralität ein Wertrechtregister aufweist, spielt daher für seine zivilrechtliche Qualifikation keine Rolle, solange die Betreiber von den Parteien (Schuldner und Gläubiger) unabhängig sind und ausschliesslich in deren Interesse handeln.¹¹⁵

Das Kriterium der „Verfüugungsmacht des Gläubigers“ kann durch in der Praxis verwendete Sonderfunktionen wie *Whitelisting* oder Einfrieren einzelner Adressen¹¹⁶, Pausierfunktionen¹¹⁷ oder *Recovery*-Funktionen für verlorene Token¹¹⁸ in Frage gestellt sein. Solche Sonderfunktionen sind vom Zivilrecht für Registerrechte nicht zwingend vorgeschrieben und mit der Voraussetzung der „Verfüugungsmacht des Gläubigers“ höchstens vereinbar, wenn eine angemessene Governance eine missbräuchliche Ver-

¹¹¹ BBl 2020, 239, 259, 279.

¹¹² Vgl. Art. 24 BEG.

¹¹³ Erfassung durch das Bucheffektengesetz.

¹¹⁴ BBl 2020, 279.

¹¹⁵ Ähnlich: Kuhn, *Digitale Aktiven*, N 59; vgl. auch Swiss Blockchain Federation, 5 f., welche den Punkt allerdings unter der Voraussetzung „Integrität“ behandelt.

¹¹⁶ Separate Freigabe (*Whitelisting*) jeder Adresse auf dem Wertrechtregister, auf welche ein Token transferiert werden kann/darf oder deren Sperrung (Einfrieren).

¹¹⁷ Eine Pausierung oder ein Aussetzen der Registerführung beispielsweise zur Sicherstellung eines geordneten Betriebs bei einer sich abzeichnenden *Fork*.

¹¹⁸ Funktion, mittels derer Tokeninhaber, die ihren *Private Key* verloren haben, die Kontrolle über ihre Token zurückerlangen können.

wendung durch den Schuldner (Emittenten) ausschliesst.¹¹⁹ Für gewisse Sonderfunktionen wie die Recovery-Funktion könnte ein technisch wirksames, d.h. durch den Schuldner und/oder die Registerbetreiber nicht übersteuerbares Wahlrecht der Gläubiger Unsicherheiten bei der Qualifikation des Registers als Wertrechtereigister vorbeugen.¹²⁰

2. *Integrität*: Das Wertrechtereigister muss „durch angemessene technische und organisatorische Massnahmen“¹²¹ so ausgestaltet sein, dass es die Rechtslage korrekt abbilden kann. Es dürfen entsprechend keine einseitigen, unbefugten Eingriffe in die Transaktionshistorie möglich sein.¹²² DLT-Systeme stellen die Integrität durch kryptografische Signaturen und einen Konsensmechanismus sicher.¹²³ Mehrere Transaktionsbücher (sog. *Ledger*) können damit so geführt werden, dass sich alle Teilnehmer darüber einig sind, welches der aktuelle, korrekte Zustand dieser Daten ist.

Als Beispiele nennt die Botschaft: Bitcoin, Ethereum, Cardano, Algorand, Corda, Hyperledger Fabric.¹²⁴

Im Sinne der Technologieneutralität gibt das Gesetz in erster Linie das Ziel vor und verzichtet auf eine Konkretisierung der notwendigen Massnahmen. Obwohl die Gesetzesrevision vor dem Hintergrund der Entwicklung der DLT erfolgt und durch diese inspiriert ist, wird in der Botschaft klargestellt, dass auch andere Lösungen, welche denselben Sicherheitsstandard erfüllen, den gesetzlichen Anforderungen an ein Wertrechtereigister entsprechen.¹²⁵

Zur Sicherung der Integrität des Systems ist aber jedenfalls eine vorgängige Festlegung der Regeln für die Bestimmung der Systembeteiligten, für deren Ersatz und der Folgen bei Regelverstössen zu fordern. Ebenso muss zum vornherein klar sein, wie Transaktionen der Gläubiger entgegengenommen und validiert werden und wie Konsens hergestellt wird.¹²⁶

¹¹⁹ Swiss Blockchain Federation, 4 f. fordert eine transparente Darstellung der Eingriffsrechte in der Registrierungsvereinbarung, die formelle Anordnung einer zuständigen Behörde als Grundlage sowie Verfahren und Prozesse, die die missbräuchliche Verwendung der Eingriffsrechte ausschliessen, z.B. Hinterlegung des *Private Key* bei unabhängiger Drittperson.

¹²⁰ Swiss Blockchain Federation, 5.

¹²¹ nArt. 973d Abs. 2 Ziff. 2 OR.

¹²² BBl 2020, 279.

¹²³ BBl 2020, 280; Swiss Blockchain Federation, 5.

¹²⁴ BBl 2020, 281 f. (m.w.H.).

¹²⁵ BBl 2020, 280.

¹²⁶ Swiss Blockchain Federation, 6.

3. *Publizität*: Gemäss nArt. 973d Abs. 2 Ziff. 3 OR müssen „[d]er Inhalt der Rechte, die Funktionsweise des Registers und die Registrierungsvereinbarung [...] im Register oder in damit verknüpften Begleitdaten¹²⁷ festgehalten“ werden. Die genannten Elemente müssen für die Parteien klar, transparent und jederzeit zugänglich sein sowie vor einseitigen Änderungen geschützt werden, um die Qualifikation als Wertrechtereigenschaft rechtfertigen zu können.¹²⁸

Bei der *Registrierungsvereinbarung* handelt es sich um die Vereinbarung zwischen Schuldner und Erstnehmer¹²⁹, wonach das tokenisierte Recht nur über das Wertrechtereigenschaft geltend gemacht und übertragen werden kann.¹³⁰ Darüber hinaus muss die Registrierungsvereinbarung jedoch auch Regeln für die Übertragung der Registerwertrechte festlegen (nArt. 973f Abs. 1 OR). Auch ist zu empfehlen, in der Registrierungsvereinbarung eine Rechtswahlklausel aufzunehmen, weil nArt. 145a IPRG für Registerwertrechte, welche Forderungen repräsentieren, die Möglichkeit einer Rechtswahl für das Rechtsnachfolgestatut eröffnet.¹³¹

Gemäss nArt. 973d Abs. 2 Ziff. 4 OR müssen die Gläubiger ausserdem „die sie betreffenden Informationen und Registereinträge einsehen sowie die Integrität des sie betreffenden Registerinhalts ohne Zutun Dritter überprüfen“ können. Kuhn bezeichnet diese Voraussetzung als: „Einsichts- und Überprüfungsrechte“ und fordert, dass „der Quellcode des Registers (nicht aber des zugrundeliegenden Systems) offengelegt“ und die Möglichkeit gegeben wird, „zu überprüfen, ob der angegebene Quellcode mit dem im System deponierten Bytecode übereinstimmt.“¹³²

Diese Anforderungen sind gemäss Gesetz die (einzigen) Anwendungsvoraussetzungen für die Wirkungen von nArt. 973e ff. OR und damit massgebend für die Qualifikation als Registerwertrecht. Weitere Anforderungen¹³³ sind als

¹²⁷ Die Botschaft nennt als mögliche Begleitdaten: „Ausgabebedingungen, Gesellschaftsstatuten, Anlageprospekte, ein White Paper oder ähnliches“ (BBl 2020, 283).

¹²⁸ BBl 2020, 283; vgl. für eine Einschätzung dieser Voraussetzungen im Detail: Kuhn, *Digitale Aktiven*, N 64 ff.

¹²⁹ Person, die das Registerwertrecht als erste rechtsgeschäftlich erwirbt (Meier-Hayoz/von der Crone, N 1159).

¹³⁰ nArt. 973d Abs. 1 Ziff. 2 OR; BBl 2020, 282 f.; weiterführend zur Registrierungsvereinbarung: Kuhn, *Digitale Aktiven*, N 98 ff.

¹³¹ Kuhn, *Digitale Aktiven*, N 104; vgl. zum Mindestinhalt einer Registrierungsvereinbarung: Swiss Blockchain Federation, 9 f.

¹³² Kuhn, *Digitale Aktiven*, N 68 f.; ebenso: Swiss Blockchain Federation, 7.

¹³³ Z.B. Sicherstellung der korrekten Funktionsweise des Wertrechtereigenschafts (BBl 2020, 283 f.).

Pflichten der aus dem Wertrecht verpflichteten Person, also des Emittenten bzw. Schuldners, definiert, deren Nichteinhaltung haftungsbegründend sein kann.¹³⁴

V. Zusammenfassung

Mit Inkrafttreten der zivilrechtlichen Bestimmungen der DLT-Gesetzgebung (nArt. 973d ff. OR) am 1. Februar 2021 werden sogenannte *Registerwertrechte* in das schweizerische Recht eingeführt. Es handelt sich dabei um eine Weiterentwicklung der bekannten wertpapierrechtlichen Instrumente der Wertpapiere, Wertrechte und Bucheffekten, welche im Kern nun eine rein digitale Form der Übertragung von Forderungen und Mitgliedschaftsrechten ohne Mithilfe eines Intermediärs ermöglicht.

Registerwertrechte entstehen durch Eintragung in ein sogenanntes *Wertrechtregister* und können nur über dieses geltend gemacht und übertragen werden. Das Wertrechtregister muss den in Art. 973d Abs. 2 OR genannten, qualifizierten Anforderungen genügen. So muss die Verfügungsmacht über die Registerwertrechte bei den Gläubigern, nicht den Schuldern, liegen, die Integrität des Wertrechtregisters muss durch angemessene technische und organisatorische Massnahmen geschützt sein und die Gläubiger müssen die sie betreffenden Registereinträge ohne Mithilfe Dritter einsehen und überprüfen können. In der sogenannten *Registrierungsvereinbarung* zwischen Emittent und Erstnehmer wird das Recht mit dem Token verknüpft, so dass das tokenisierte Recht nur noch über das Wertrechtregister geltend gemacht und übertragen werden kann, und die Regeln für die Übertragung festgelegt.

Auch wenn die Auslegungs- und Abgrenzungsfragen wie bei jedem neuen Gesetz die Juristen und Gerichte noch beschäftigen werden, hat die Schweiz mit der Einführung von Registerwertrechten eine stabile Rechtsgrundlage für die Tokenisierung von Rechten geschaffen und kann damit mit den neuen technologischen Möglichkeiten in diesem Bereich Schritt halten.

Literaturverzeichnis

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement – An analytical framework, February 2017 (zit. BIZ).
- Beeler Lukas, Bucheffekten – Übertragung, Stornierung und gutgläubiger Erwerb Diss., Zürich 2013.

¹³⁴ nArt. 973d Abs. 3 OR; BBl 2020, 277 f. und 283 f.

- Berentsen Aleksander/Schär Fabian, Bitcoin, Blockchain und Kryptoassets – Eine umfassende Einführung, Norderstedt 2017.
- Böhme Rainer/Pesch Paulina, Technische Grundlagen und datenschutzrechtliche Fragen der Blockchain-Technologie, DuD – Datenschutz und Datensicherheit 41, 473 ff.
- Brühl Volker, Bitcoins, Blockchain und Distributed Ledgers – Funktionsweise, Marktentwicklungen und Zukunftsperspektiven, in: ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft 97, 135 ff.
- Burgwinkel Daniel, Blockchaintechnologie und deren Funktionsweise verstehen, in: Burgwinkel Daniel (Hrsg.), Blockchain Technology – Einführung für Business- und IT Manager, Berlin 2016, 3–50.
- De Filippi Primavera/Wright Aaron, Blockchain and the Law, United States of America 2018.
- Drescher Daniel, Blockchain Basics – A Non-Technical Introduction in 25 Steps, Frankfurt am Main 2017.
- Eggen Mirjam, Chain of Contracts – Eine privatrechtliche Auseinandersetzung mit Distributed Ledgers, AJP 1 2017, 3 ff. (zit. Eggen, Chain).
- Eggen Mirjam, Was ist ein Token?, AJP 5 2018, 558 ff. (zit. Eggen, Token).
- Finck Michèle, Blockchains and Data Protection in the European Union Research Paper No. 18-01 2018.
- Furrer Andreas et al., Die Rechtswirkung algorithmisch abgewickelter DLT-Transaktionen – Von der Notwendigkeit der funktionalen Kategorisierung eines Blockchain-Tokens und dessen Synchronisation mit der angestrebten Rechtswirkung, Jusletter, 26. November 2018.
- Gobat Sébastien, Les monnaies virtuelles à l'épreuve de la LP, AJP 8 2016, 1095 ff.
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht – GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere – Bucheffektengesetz Art. 772–1186 OR und BEG, in: Roberto Vito/Trüeb Hans R. (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016a (zit. HK BEG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht – GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere – Bucheffektengesetz Art. 772–1186 OR und BEG, in: Roberto Vito/Trüeb Hans R. (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016b (zit. HK OR/BEG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Hess Martin/Friedrich Alain, Das neue Bucheffektengesetz (BEG) – Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen, GesKR 2008, 98 ff.
- Hess Martin/Spielmann Patrick, Cryptocurrencies, Blockchain, Handelsplätze & Co. – Digitalisierte Werte unter Schweizer Recht, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII, Zürich 2017, 145 ff.
- Isler Michael, Datenschutz auf der Blockchain, Jusletter 4. Dezember 2017.
- Kogens Ronald/Luchsinger Gähwiler Catrina, Token als Erklärungsträger für Forderungs- und Mitgliedschaftsrechte – Rivalisierende, unkörperliche Gegenstände als Novität – eine zivilrechtliche Einordnung, Jusletter, 17. Dezember 2018.
- Kramer Stefan/Meier Urs, Tokenisierung von Finanzinstrumenten, GesKR 2020, 60 ff.

- Kramer Stefan/Oser David/Meier Urs, Tokenisierung von Finanzinstrumenten de lege ferenda – Unter besonderer Berücksichtigung von nicht kotierten Aktien, Jusletter, 6. Mai 2019.
- Kuhn Hans, Wertpapierrecht als Technikregulierung – Zehn Jahre Reform des schweizerischen Depotrechts, EuZW 2018 (zit. Kuhn, Wertpapierrecht).
- Kuhn Hans, Digitale Aktiven im schweizerischen Privatrecht – Vorabversion (Stand 2. Januar 2021), in: Kuhn Hans/Weber Rolf H. (Hrsg.), Blockchain-Recht, Zürich 2021 (zit. Kuhn Digitale Aktiven).
- Kuhn Hans et al., Wertrechte als Rechtsrahmen für die Token-Wirtschaft – Bemerkungen zur geplanten Gesetzgebung über elektronische Register, Jusletter IT, 23. Mai 2019.
- Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A., Bern 2018.
- Meisser Christian/Meisser Luzius/Kogens Ronald, Verfügungsmacht und Verfügungsrecht an Bitcoins im Konkurs – Eine auf den Eigenschaften der neuartigen Technologie aufgebaute rechtliche Einordnung unter geltendem Schweizer Recht, Jusletter, 24. Mai 2018.
- Morabito Vincenzo, Business Innovation Through Blockchain – The B3 Perspective, Cham 2017.
- Mougayar William, The Business Blockchain – Promise, Practice, and Application of the Next Internet Technology, Hoboken New Jersey 2016.
- Müller Lukas/Reutlinger Milena/Kaiser Philippe J., Entwicklungen in der Regulierung von virtuellen Währungen in der Schweiz und der Europäischen Union, EuZ 2018, 80 ff.
- Nobel Peter, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 4., vollständig überarbeitete Auflage, Bern 2019.
- Basler Kommentar zum Wertpapierrecht – Art. 965–1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a – 108d IPRG, Basel 2012 (zit. BSK Wertpapierrecht-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Rey Heinz, Die Grundlagen des Sachenrechts und das Eigentum, 3. A., Bern 2007.
- Roon Micha, Schlichtung und Blockchain, in: Anwaltsrevue 2016, 359 ff.
- Schmid Jörg et al., Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil – Ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht, 10. A., Zürich 2014.
- Sixt Elfriede, Bitcoins und andere dezentrale Transaktionssysteme – Blockchains als Basis einer Kryptoökonomie, Wiesbaden 2017.
- Stengel Cornelia/Aus der Au Roman, Blockchain: Eine Technologie für effektiven Datenschutz?, in: sic! – Zeitschrift für Immaterialgüter-, Informations- und Wettbewerbsrecht 2018, S. 439 ff.
- Swiss Blockchain Federation, Zirkular 2021/01 Registerwertrechte – Swiss Blockchain Federation, Zürich 1. Februar 2021.
- UK Government Office for Science, Distributed Ledger Technology: beyond block chain, London 2016.
- von der Crone Hans Caspar/Kessler Franz J./Angstmann Luca, Token in der Blockchain – Privatrechtliche Aspekte der Distributed Ledger Technologie, SJZ 2018, 337 ff.

- Weber Rolf H./Iacangelo Salvatore, Rechtsfragen bei der Übertragung von Token, Jusletter IT, 24. Mai 2018.
- Wyss Dominic, Initial Coin Offerings (ICOs) – Ein Diskussionsbeitrag, Jusletter, 3. Dezember 2018 (zit. Wyss, Initial Coin).
- Wyss Dominic, Gegenstand und Übertragung von DLT-Wertrechten – Gemäss den vorgesehenen Gesetzesanpassungen im Zusammenhang mit verteilten elektronischen Registern, Jusletter, 1. Juli 2019 (zit. Wyss, Gegenstand)
- Yermack David, Corporate Governance and Blockchains, Review of Finance 21, 7-31.
- Zogg Samuel, Bitcoin als Rechtsobjekt – eine zivilrechtliche Einordnung, recht 2019, 95 ff.

Blockchain/Distributed Ledger Technology – Eine finanzmarktrechtliche Betrachtung

Stefan Tränkle*

Inhalt

I.	Schnittstelle Zivil- und Finanzmarktrecht	157
II.	Bankenrecht	159
III.	Finanzmarktinfrastukturrecht	160
IV.	DLT-Effekten	160
V.	DLT-Handelssystem	161
	1. Zentrale Merkmale und Neuerungen des DLT-Handelssystems	162
	2. Weitere Anforderungen und Zulassungsbestimmungen an ein DLT-Handelssystem	164
VI.	Fazit und Ausblick	166
	Literaturverzeichnis	167

I. Schnittstelle Zivil- und Finanzmarktrecht

Mit der Konzeption der DLT-Gesetzgebung als Mantelerlass werden zehn bestehende Bundesgesetze angepasst. Die möglichen Berührungspunkte von DLT-Anwendungen im Finanzmarktrecht sind zahlreich (z.B. im Bankenrecht, Finanzmarktinfrastukturrecht, Finanzdienstleistungsgesetz, Finanzinstitutsgesetz).¹ Aber auch zwischen dem Zivil- und Finanzmarktrecht bestehen viele Schnittstellen. Zum Beispiel in Bezug auf die Schaffung von Registerwertrech-

* Dieser Beitrag beruht teilweise auf den Vorträgen zur neuen DLT-Gesetzgebung von Cornelia Stengel (zivilrechtliche Optik) und Arie Gerszt (finanzmarktrechtliche Optik) am Seminar «Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVI» vom 11. November 2020 und folgt dem Aufbau derselben, wobei im vorliegenden Aufsatz der finanzmarktrechtliche Teil abgedeckt wird. Der Autor vertritt hier ausschliesslich seine eigene Meinung und bindet das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen nicht.

¹ Vgl. Botschaft des Bundesrates vom 27. November 2019 zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, BBl 2020, 233 ff. 248.

ten (nArt. 973d OR) als neue Kategorie im Wertpapierrecht.² Solche Registerwertrechte können in der neuen Form als sog. DLT-Effekten ausgegeben und beispielsweise an einem DLT-Handelssystem, welches eine weitere Neuerung im Finanzmarktrecht ist, gehandelt werden.³

Eine wichtige Schnittstelle besteht zwischen dem Insolvenzrecht und dem Bankengesetz (BankG), da die bankinsolvenzrechtlichen Bestimmungen zur Behandlung von Token und vergleichbaren Vermögenswerten zwangsläufig mit deren insolvenzrechtlichen Behandlung gemäss SchKG zusammenhängen. So sind die bankenrechtlichen Bestimmungen als Spezialnormen zum SchKG zu verstehen (vgl. nArt. 242a Abs. 2 SchKG und nArt. 16 Ziff. 1^{bis} BankG).⁴ Im Ergebnis resultiert, dass auch sammelverwahrte kryptobasierte Vermögenswerte aussonderbar bzw. absonderbar sind, sofern ersichtlich ist, welcher Anteil am Gemeinschaftsvermögen des Depotkunden oder der Depotkundin zu steht.⁵

Eine weitere wichtige und im Gesetzgebungsprozess intensiv diskutierte Neuregelung im SchKG betraf die obenstehend erwähnte Aus- bzw. Absonderung von kryptobasierten Vermögenswerten, welche sich auch auf die Bewilligungspflicht im Bankenrecht auswirkt. In der Folge wurde der Unterstellungstatbestand nach Art. 1b BankG angepasst.⁶ Diese Anpassung wurde notwendig, weil absonderbare Vermögenswerte nicht als Publikumseinlagen zu qualifizieren sind und somit Personen solche Vermögenswerte in unbeschränkter Höhe zur Verwahrung entgegennehmen könnten und dafür über keine bankenrechtliche Bewilligung verfügen und keine aus einer solchen Bewilligung fliessenden Pflichten einhalten müssten. Daraus würden sich gemäss Botschaft insbesondere erhebliche Risiken für die Reputation des Schweizer Finanzplatzes ergeben und zu abwegigen Situationen führen: Kryptowährungen könnten im Milliardenbereich für viele Anlegerinnen und Anleger ohne bankenrechtliche Aufsicht verwahrt werden, wohingegen die Entgegennahme klassischer Publikumseinlagen von mehr als 20 Personen und ab CHF 1 Mio. eine bankenrechtliche Bewilligung voraussetzen.⁷

² Vgl. BBl 2020, 276 ff.

³ Vgl. nArt. 2 lit. b^{bis} und nArt. 73a FinfraG.

⁴ Vgl. BBl 2020, 268.

⁵ Vgl. nArt. 16 Ziff. 1^{bis} BankG.

⁶ Vgl. BBl 2020, 266, 268; Art. 16 BankG.

⁷ Vgl. BBl 2020, 268.

II. Bankenrecht

Das DLT-Rahmengesetz führte im Bankengesetz zu einer Anpassung des Bewilligungssperimeters nach Art. 1b BankG für die sog. Fintech-Lizenz.⁸ Wie im vorstehenden Kapitel aufgezeigt wurde, können demnach neu auch sammelverwahrte kryptobasierte Vermögenswerte aus- bzw. abgesondert werden, sofern der dem Depotkunden zustehende Anteil am Gemeinschaftsvermögen ersichtlich ist (vgl. nArt. 16 Ziff. 1^{bis} BankG).⁹

Neu sieht das Bankengesetz einerseits vor, dass auch derjenige über eine Bewilligung nach Art. 1b BankG verfügen muss, der bestimmte kryptobasierte Vermögenswerte entgegennimmt. Diese kryptobasierten Vermögenswerte werden vom Bundesrat in der Bankenverordnung bezeichnet und dürfen weder angelegt noch verzinst werden. Darunter sollen nach dem Vernehmlassungsentwurf Vermögenswerte fallen, die in einem erheblichen Umfang als Zahlungsmittel für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen oder der Geld- oder Wertübertragung dienen.¹⁰ Es handelt sich damit insbesondere um Zahlungs-Token, die aufgrund ihrer Vergleichbarkeit mit Fiat-Geld bei ihrer Entgegennahme eine bankenrechtliche Bewilligungspflicht nach sich ziehen. Hinsichtlich der Individualisierbarkeit der kryptobasierten Vermögenswerte greift die Bewilligungspflicht für deren Entgegennahme nur, wenn es sich um Vermögenswerte handelt, die Depotwerten gemäss nArt. 16 Ziff. 1^{bis} lit. b BankG entsprechen. Handelt es sich nicht um solche Vermögenswerte, die im Falle eines Konkurses gemäss nArt. 37d BankG abgesondert würden, so liegen Publikumseinlagen vor und es greifen die bereits heute geltenden bankengesetzlichen Bewilligungspflichten¹¹ mit ihren entsprechenden Anforderungen.¹²

Im Vernehmlassungsentwurf hat der Bundesrat andererseits auch Vermögenswerte definiert, die nicht als kryptobasierte Vermögenswerte qualifiziert werden. Darunter fallen Einlagen, die auf Abwicklungskonti gehalten werden.¹³

⁸ Die Fintech-Bewilligung erlaubt Publikumseinlagen in der Höhe von maximal hundert Millionen Schweizer Franken entgegenzunehmen, wobei die Publikumseinlagen weder angelegt noch verzinst werden dürfen (Art. 1b BankG).

⁹ Vgl. vorstehend [Kapitel I](#).

¹⁰ Vgl. Vernehmlassungsentwurf Art. 5a Abs. 1 BankV.

¹¹ Art. 1a und 1b Abs. 1 lit. a BankG.

¹² Vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Verordnung des Bundesrates zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register – Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 19. Oktober 2020, S. 11 f.

¹³ Vgl. Vernehmlassungsentwurf Art. 5a Abs. 2 BankV.

Neu wird im Bankengesetz (nArt. 4sexies BankG) der FINMA das Recht eingeräumt, im Einzelfall und falls dies mit dem Geschäft verbundenen Risiken geboten erscheint, einen Höchstbetrag für kryptobasierte Vermögenswerte, die die Bank ausserhalb der Bilanz für ihre Kundinnen hält, festzulegen. Damit soll den spezifischen Risiken (insbesondere operationeller Art wie etwa Cyber Risiken) bei der Entgegennahme und dem Verwahren kryptobasierter Vermögenswerte Rechnung getragen werden. Die FINMA hat dabei insbesondere die Funktion der kryptobasierten Vermögenswerte (z.B. ob diese regulatorisch als Zahlungs-Token zu erfassen sind), die ihnen zugrunde liegende Technologien (z.B. inwiefern die zugrunde liegende DLT-Technologie risikoerhöhende Faktoren aufweist) als auch risikomindernde Faktoren (z.B. technische Massnahmen oder bestehende regulatorische Anforderungen) zu berücksichtigen.¹⁴

III. Finanzmarktinfrastrukturrecht

Der Fokus im Teil Finanzmarktinfrastrukturrecht wird nachfolgend auf eine der wichtigsten Neuerungen im Finanzmarktinfrastrukturbereich gelegt: Die Schaffung einer neuen Finanzmarktinfrastruktur im DLT-Bereich. In nArt. 73a FinfraG wird das DLT-Handelssystem für DLT-Effekten statuiert.

DLT-Effekten wurden neu als Registerwertrechte (nach nArt. 973d OR) oder andere Wertrechte, die in verteilten elektronischen Registern gehalten werden und den Gläubigern die Verfügungsmacht an den Rechten vermitteln, in das FinfraG eingeführt. Dem Aufbau des Gesetzes folgend, wird mit den DLT-Effekten begonnen.

IV. DLT-Effekten

Als Effekten werden gemäss der gegenwärtigen Definition «vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten» bezeichnet.¹⁵ Im Zusammenhang mit der Anpassung des Wertpapierrechts, wurde die Legaldefinition nach Art. 2 lit. b FinfraG ergänzt und klargestellt, dass Effekten auch auf der Grundlage der neuen Registerwertrechte¹⁶ geschaffen werden können.¹⁷

¹⁴ Vgl. BBl 2020, 302 f.

¹⁵ Vgl. Art. 2 lit. b FinfraG.

¹⁶ nArt. 973d OR.

¹⁷ Vgl. BBl 2020, 309.

Neu geregelt wurde die Kategorie der Distributed Ledger Technology-Effekten (sog. DLT-Effekten).¹⁸ DLT-Effekten gibt es in der Form von (1.) Registerwertrechten nach nArt. 973d OR oder (2.) von anderen in verteilten elektronischen Registern gehalten Wertrechten. Unter die zweite Kategorie können auch Wertrechte nach ausländischem Recht fallen.¹⁹

Sog. Zahlungs-Token und Nutzungs-Token fallen nicht unter die Legaldefinition der DLT-Effekte. Nutzungs-Token, die ausschliesslich Anspruch auf Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermitteln und im Zeitpunkt der Ausgabe in diesem Sinne einsetzbar sind, gelten grundsätzlich gemäss Botschaft auch dann nicht als DLT-Effekte, wenn sie in der Form von Wertrechten sowie Registerwertrechten ausgegeben werden.²⁰ Es ist jedoch möglich, dass an einem DLT-Handelssystem neben DLT-Effekten andere Vermögenswerte (z.B. Nutzungs- oder Zahlungstoken), die nicht als DLT-Effekten gelten, gehandelt werden.

V. DLT-Handelssystem

Eine der zentralen Neuerungen im Finanzmarktinfrastrukturbereich ist die Schaffung einer neuen Finanzmarktinfrastuktur spezifisch für den DLT-Bereich. Die regulatorischen Anforderungen an ein DLT-Handelssystem wurden modular ausgestaltet. Das bedeutet, dass sie in Abhängigkeit der konkret vom DLT-Handelssystem angebotenen Dienstleistungen festgelegt sind.²¹ Mit der neuen Bewilligungskategorie für Handelssysteme für DLT-Effekten²² oder kurz gesagt für DLT-Handelssysteme werden die bestehenden Finanzmarktinfrastrukturen um eine Bewilligungskategorie ergänzt (nArt. 2 lit. a Ziff. 5a FinfraG) und es wird ein Finanzmarktinfrastrukturtypus für bestimmte kryptobasierte Vermögenswerte geschaffen. Das neue DLT-Handelssystem darf gleich wie ein Handelsplatz auch ein organisiertes Handelssystem betreiben (Art. 43 Abs. 1 FinfraG). Dies rechtfertigt sich damit, dass es im Grundsatz weitgehend gleich reguliert wird wie ein multilaterales Handelssystem.²³

Im Finanzmarktinfrastrukturecht wird mit dem DLT-Handelssystem auf der einen Seite eine neuartige Form geschaffen, in welcher wichtiges Innovationspotenzial steckt. Damit hat die Schweiz mit dieser neuen Finanzmarktin-

¹⁸ nArt. 2 lit. b^{bis} FinfraG.

¹⁹ Vgl. BBl 2020, 309.

²⁰ Vgl. BBl 2020, 309.

²¹ Vgl. BBl 2020, 252, 315

²² Zu den DLT-Effekten vgl. [Kapitel IV](#).

²³ Vgl. BBl 2020, 310.

frastruktur die regulatorischen Anforderungen an DLT-Handelssysteme flexibilisiert. Gleichzeitig gilt es aber auch im Bereich der DLT-Handelssysteme die finanzmarktrechtlichen Schutzziele im Auge zu behalten, ungerechtfertigte ungleiche Wettbewerbsbedingungen mit bisherigen Marktakteurinnen und Marktakteuren und damit unzulässige Regulierungsarbitrage zu verhindern sowie die Reputation des Schweizer Finanzplatzes zu sichern.²⁴ Auf der anderen Seite erachtete es der Bundesrat in seiner Analyse als nicht notwendig, aufgrund von Blockchain und DLT die bestehende Regulierung zu Handelsplätzen und Nachhandelsinfrastrukturen grundlegend anzupassen.²⁵

1. Zentrale Merkmale und Neuerungen des DLT-Handelssystems

Als DLT-Handelssystem gilt nach nArt. 73a FinfraG eine gewerbsmässig betriebene Einrichtung zum multilateralen Handel von DLT-Effekten, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln (Art. 23 FinfraV) bezweckt und mindestens eine der in nArt. 73a Abs. 1 lit. a – c FinfraG aufgeführten Voraussetzungen erfüllt. Mit der Verknüpfung an eine zu erfüllende Voraussetzung nach nArt. 73a Abs.1 lit. a – c FinfraG stellt der Gesetzgeber sicher, dass ein Geschäftsmodell ausschliesslich entweder in die Kategorie «multilaterales Handelssystem» oder «DLT-Handelssystem» fällt und damit die gegenwärtig etablierte und international abgestimmte Regulierung von Handelsplätzen im FinfraG unverändert bleibt.²⁶

Das DLT-Handelssystem ist auf den Handel von DLT-Effekten ausgerichtet. Das heisst, dass dieses Gefäss Handelssystemen, an denen keine DLT-Effekten gehandelt werden, nicht offensteht. Hingegen ist es möglich, dass im Sinne von Nebendienstleistungen zusätzlich zu DLT-Effekten auch Nichteffekten wie z.B. Bitcoin gehandelt werden können.²⁷

Der gewerbsmässige Betrieb eines DLT-Handelssystems benötigt eine Bewilligung der FINMA, da es sich um eine Finanzmarktinфраstruktur handelt (Art. 4 Abs. 1 i.V.m. nArt. 2a Ziff. 5a FinfraG). Gewerbsmässigkeit liegt vor, wenn eine selbständige, auf dauernden Erwerb ausgerichtete wirtschaftliche Tätigkeit vorliegt.²⁸ Die Definition der Gewerbsmässigkeit orientiert sich am Finanzinstitutsgesetz sowie dessen Verordnung.²⁹ Anders als gemäss Vernehm-

²⁴ Vgl. BBl 2020, 249.

²⁵ Vgl. Maire/Gerszt, 132; BBl 2020, 272.

²⁶ Vgl. BBl 2020 311.

²⁷ Vgl. BBl 2020, 311.

²⁸ nArt. 73a Abs. 2 FinfraG.

²⁹ Vgl. Art. 3 FINIG sowie Art. 19 FINIV.

lassungsentwurf in Art. 19 Abs. 1 lit. b FINIV statuiert, gilt die Begrenzung auf 20 Teilnehmer jedoch nicht nur für nicht beaufsichtigte Teilnehmer nach nArt. 73c Abs. 1 lit. e FinfraG. Ein DLT-Handelssystem gilt in jedem Fall als gewerbmässig, wenn es Teilnehmer nach nArt. 73c Abs. 1 lit. a – d FinfraG zulässt.³⁰

Der Gesetzgeber hat mit der neuen Form des DLT-Handelssystems zwei wichtige Neuerungen geschaffen:

Erstens kann das DLT-Handelssystem – im Vergleich zu multilateralen Handelssystemen (vgl. Art. 34 FinfraG) – natürliche Personen als Teilnehmende zulassen. Damit schafft der Gesetzgeber die Möglichkeit, dass DLT-Handelssysteme ihre Finanzmarktinfrastrukturdienstleistungen nicht ausschliesslich über finanzmarktrechtlich regulierte Intermediäre erbringen müssen, sondern auch direkt gegenüber Privatkundinnen und Privatkunden erbracht werden können. Bis anhin waren natürliche Personen aufgrund der traditionellen Strukturen der Finanzmärkte und des damit einhergehenden fehlenden direkten Zugangs zu einem Handelsplatz gezwungen, Effektenhandelsgeschäfte über Intermediäre (z.B. Banken oder Wertpapierhäuser) zu tätigen.

Innovative Technologien wie Blockchain und DLT erlauben aber direktere Formen der Kooperation von Marktakteuren, so dass Handelsgeschäfte mit Effekten über Blockchain und DLT-basierte Plattformen aus technischen Gründen nicht notwendigerweise über die bestehenden regulierten Finanzmarktteilnehmer abgewickelt werden müssen.³¹

Zweitens verfließt im DLT-Bereich die bisher oftmals klare Abgrenzung zwischen Infrastrukturen zum Handel (insbesondere Börsen und multilaterale Handelssysteme) und nachgelagerten Infrastrukturdienstleistungen (insbesondere Effektenabrechnungs- und -abwicklungssysteme sowie die Zentralverwahrung) mit der Möglichkeit von DLT-Handelssystemen und erlaubt eine technologisch getriebene Konvergenz von Handels- und Nachhandelsdienstleistungen.³² Blockchain/DLT-Infrastrukturen erlauben es, den Handelsabschluss und die Abwicklung einer Finanzdienstleistung zeitlich (fast) gleichzeitig und einheitlich abzuwickeln. Entsprechend wurde das DLT-Handelssystem so ausgestaltet, dass der Handel und die Abwicklung eines Finanzgeschäfts auf einer einheitlichen (DLT-basierten) Infrastruktur erfolgen kann.³³

³⁰ Vgl. EFD, Erläuternder Bericht 2019.

³¹ Vgl. Maire/Gerszt, 133 f.

³² Vgl. Maire/Gerszt, 134.

³³ Vgl. Maire/Gerszt, 134.

Gestützt auf die technologisch getriebene Konvergenz, können bei einem DLT-Handelssystem verschiedene Infrastrukturdienstleistungen zusammenfallen. Für ein DLT-Handelssystem ist es vor diesem Hintergrund auch ein grosser Vorteil, dass es für die Funktion eines Zentralverwahrers (vgl. nArt. 73a Abs. 1 lit. b FinfraG) keine zusätzliche Bewilligung der FINMA benötigt, im Gegensatz zu den klassischen Handelsplätzen, welchen z.B. die Kombination zwischen gleichzeitiger Handelstätigkeit und zentraler Verwahrung nicht gestattet ist (vgl. Art. 10 FinfraG).³⁴

2. Weitere Anforderungen und Zulassungsbestimmungen an ein DLT-Handelssystem

Für DLT-Handelssysteme gelten prinzipiell die gleichen aufsichtsrechtlichen Anforderungen wie für Handelsplätze.³⁵ nArt. 73b FinfraG verweist auf die entsprechenden besonderen Bestimmungen für Handelsplätze. Im Verweis nicht enthalten sind die Bestimmungen zu den Art. 34, 35 und 36 FinfraG, welche in den nArt. 73c, 73d und 73e FinfraG eine spezifische und zugeschnittene Regelung erfahren.

Als Finanzmarktinфраstruktur benötigt auch ein DLT-Handelssystem ein regulatorisch festgelegtes Mindestkapital (vgl. Art. 12 Abs. 2 FinfraG und Art. 13 FinfraV). Beim DLT-Handelssystem werden die Anforderungen an das Mindestkapital nach erbrachten Dienstleistungen abgestuft. Entsprechend den immanenten Risiken soll nach dem aktuellen bundesrätlichen Entwurf das Mindestkapital für DLT-Handelssysteme, die ausschliesslich Dienstleistungen im Handel mit DLT-Effekten erbringen, auf CHF 1 Mio. festgelegt werden.³⁶ Erbringt ein DLT-Handelssystem zusätzlich noch Dienstleistungen im Bereich der Verwahrung, Abrechnung oder Abwicklung, wäre ein Mindestkapital von CHF 5 Mio. erforderlich.³⁷

DLT-Handelssysteme sind verpflichtet, ein Reglement über die Zulassung von DLT-Effekten zum Handel als auch zu weiteren Nachhandelsdienstleistungen (z.B. Verwahrung) zu erlassen (nArt. 73d Abs. 1 FinfraG). Insbesondere ist im Reglement festzulegen, welches die Anforderungen an die DLT-Effekten und die Emittenten oder Dritte im Zusammenhang mit der Zulassung zum Handel sind.³⁸ Der Bundesrat hat von der ihm gewährten Schutzfunktion für Finanzmarktteilnehmende und für die Stabilität oder die Integrität des Schweizer Fi-

³⁴ Vgl. Eggen/Sillaber, 4.

³⁵ Vgl. BBl 2020, 312.

³⁶ Vernehmlassungsentwurf nArt. 13 Abs. 1 lit. f FinfraV.

³⁷ Vernehmlassungsentwurf nArt. 13 Abs. 1 lit. g FinfraV.

³⁸ Vgl. nArt. 73 FinfraG; BBl 2020, 314.

nanzplatzes (vgl. nArt. 73d Abs. 3 lit. b FinfraG) Gebrauch gemacht und in der Vernehmlassungsvorlage DLT-Effekten, die in Form von Derivaten ausgestaltet sind, nicht zugelassen.³⁹ Zudem hat der Bundesrat sog. Privacy Coins von der Zulassung an einem DLT-Handelssystem ausgeschlossen, da diese die Umsetzung der Anforderungen an das Geldwäschereigesetz erheblich erschweren.⁴⁰

Aufgrund der Besonderheiten der Teilnehmenden an DLT-Handelssystemen, d.h. wenn nicht beaufsichtigte natürliche und juristische Personen daran teilnehmen (nArt. 73c Abs. 1 lit. e FinfraG), kann der Bundesrat zum besseren Schutz dieser Teilnehmer weitere Regeln statuieren, wozu namentlich Informationspflichten über DLT-Effekten zählen.⁴¹ Im Vernehmlassungsentwurf nArt. 58i FinfraV hat der Bundesrat die entsprechenden Informationspflichten spezifiziert.

In Bezug auf die Nachhandelsdienstleistungen hat der Bundesrat zwingend weitere Anforderungen (kumulativ zu denjenigen von nArt. 73a – 73d FinfraG) zu ausgewählten Gesichtspunkten im Zusammenhang mit der Erbringung der betreffenden Dienstleistungen im Bereich der zentralen Verwahrung, der Abrechnung oder der Abwicklung von DLT-Effekten zu erlassen (nArt. 73e Abs. 2 FinfraG). Da DLT-Handelssysteme, welche Nachhandelsdienstleistungen anbieten, funktional vergleichbar sind mit Zentralverwahrern, wurde im Vernehmlassungsentwurf für solche Dienstleistungen auf die Bestimmungen des Zentralverwahrers im FinfraG und FinfraV verwiesen.⁴²

Schliesslich bestehen im Hinblick auf die innovationsfreundliche Ausgestaltung der Rahmenbedingungen im DLT-Bereich bestimmte Erleichterungen für kleine DLT-Handelssysteme.⁴³ Aufgrund der flexiblen Ausgestaltung dieser neuen Finanzmarktinfrastuktur dürfte sie auch für kleinere Marktakteure interessant sein und ihnen ermöglichen, mit neuen Geschäftsmodellen in den Markt einzudringen. Entsprechend sind Erleichterungen namentlich für «kleine» DLT-Handelssysteme vorgesehen.

Der Gesetzgeber führt – nicht abschliessend – drei Bereiche auf, in welchen aus Verhältnismässigkeitsgründen und unter der Kautel, dass der Schutzzweck des FinfraGs zu berücksichtigen ist, Erleichterungen vorgesehen werden können. Namentlich zu erwähnen sind die personelle Trennung der Geschäftsführung des DLT-Handelssystems auf der einen, und die Oberleitung,

³⁹ Vernehmlassungsentwurf nArt. 58f Abs. 2 lit. a FinfraV.

⁴⁰ Vernehmlassungsentwurf nArt. 58f Abs. 2 lit. b FinfraV.

⁴¹ nArt. 73e Abs. 1 FinfraG, BBl 2020, 315.

⁴² Vgl. nArt. 73e Abs. 2 lit. a FinfraG; Vernehmlassungsentwurf nArt. 58j Abs. 1 FinfraV.

⁴³ nArt. 73f FinfraG.

Aufsicht und Kontrolle auf der anderen Seite.⁴⁴ Die weiteren aufgeführten Möglichkeiten zur flexibleren Ausgestaltung betreffen die Ausübung von Nebendienstleistungen, die nach den Finanzmarktgesetzen keine Bewilligung erfordern (z.B. die Zulassung zum Handel von Zahlungs-Token) und schliesslich die Bestimmungen über die Unabhängigkeit der Selbstregulierungsorganisationen und der Beschwerdeinstanz.⁴⁵

Aus wirtschaftlicher Sicht wird ein DLT-Handelssystem als «klein» qualifiziert, wenn die Risiken, die auf die Finanzmarktteilnehmenden und die Funktionsfähigkeit und Stabilität des Finanzsystems ausgehen, klein sind. Determiniert wird dieses Risiko weiter durch die Anzahl Teilnehmer und diverse Volumengrössen, welche in der Verordnung weiter spezifiziert werden.⁴⁶ Die Praxis wird zeigen, ob die «richtige Grösse» für die Qualifikation als kleines DLT-Handelssystem festgelegt wurde, damit einerseits der Innovation Rechnung getragen wird. Andererseits dürfen die Erleichterungen nicht auf Kosten der Finanzmarktstabilität und schliesslich der guten Reputation des Schweizer Finanzplatzes gehen.

VI. Fazit und Ausblick

Das Eidgenössische Parlament hat am 25. September 2020 das DLT-Gesetz einstimmig verabschiedet und mit damit zehn bestehende Bundesgesetze punktuell angepasst. Für den Finanzplatz Schweiz war dies ein wichtiger Schritt, um sich für Blockchain- und DLT-Unternehmen weiterhin als führender, innovativer und nachhaltiger Standort weiterentwickeln zu können.

Im Finanzmarktinfrastrukturrecht ist die Schaffung des sog. DLT-Handelssystem als neue Bewilligungskategorie ein Kernelement der DLT-Gesetzgebung. Die neuen Möglichkeiten der Distributed Ledger Technologie bieten namentlich im Bereich des Handels mit Effekten Innovationspotenzial: Erstens durch die Öffnung des Zugangs von Teilnehmern zur Finanzmarktinfrastruktur: DLT-Handelssysteme lassen nicht beaufsichtigte (natürliche oder juristische) Personen zu einem Handelsplatz unter gewissen Bedingungen zu. Zweitens erlaubt ein DLT-Handelssystem aufgrund seines holistischen Ansatzes eine Annäherung von Handels- und Nachhandelsdienstleistungen, so dass diese fast zeitgleich getätigt, abgerechnet und abgewickelt werden können.

⁴⁴ Art. nArt. 73f Abs. 1 lit. a FinfraG.

⁴⁵ nArt. 73f Abs. 1 lit. b und c FinfraG.

⁴⁶ Vernehmlassungsentwurf nArt. 58k FinfraV.

Mit der Mantelverordnung wurden die zehn Gesetzesanpassungen auf Stufe Bundesratsverordnung nachvollzogen. Der Vernehmlassungsentwurf vom 19. Oktober 2020 wird – nach allfälligen Anpassungen im Rahmen des Vernehmlassungsverfahrens – voraussichtlich zusammen mit dem Gesetz am 1. August 2021 in Kraft treten.

Auch wenn die DLT-Gesetzgebung in der Politik und Wirtschaft mehrheitlich positiv aufgenommen wurde, werden die Entwicklungen im Bereich der DLT/Blockchain-Technologie weiterhin genau zu beobachten und Anpassungen zu einem gegebenen Zeitpunkt möglicherweise notwendig sein.

Literaturverzeichnis

Eggen Mirjam/Sillaber Christian, DLT-Handelssysteme – Eine Einordnung in das Zivil und Aufsichtsrecht, Jusletter, 11. Mai 2020.

Maire Sonja/Gerszt Arie, DLT-Vorlage des Bundesrates – Zivil- und finanzmarktrechtliche Aspekte, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XV, Zürich 2020, 114 ff.

PIPE Transactions Revisited

Christoph Vonlanthen/Sophie Bastardoz

Content

I.	Overview of PIPEs	170
1.	Traditional Versus Non-traditional PIPEs	170
2.	Market Dynamics of 2020 Wave	172
II.	Key Features of U.S.-style PIPEs	173
1.	Usual Economic Terms	173
a)	Type of Instrument	173
b)	Liquidation Preference and Conversion	173
c)	Coupon	174
2.	Flexible Legal Framework	174
III.	Landscape of PIPE Transactions in Switzerland	175
1.	Market Dynamics in 2020	175
2.	Legal Framework	176
IV.	Structured PIPEs in Switzerland	177
1.	Convertible Notes	177
a)	Sources of Shares	177
aa)	Conditional Capital	178
bb)	Other Sources	178
b)	Elimination of the Right of First Offer	179
aa)	Current Practice	179
bb)	Reinforcement Through the Corporate Reform	180
c)	Other Key Considerations	180
aa)	Debt Capacity	180
bb)	Tax Considerations	181
2.	Convertible Preferred Stock	181
a)	Source of Preferred Stock	182
aa)	Capital Increase	182
bb)	Authorized Capital	182
b)	Conversion	183
aa)	Convertibility of Preferred Shares	183
bb)	Workarounds	184
c)	Other Considerations	185
aa)	Nature of Privilege	185
bb)	Redemption	185
cc)	Tax Considerations	186

In the United States, private investments in public equities, or PIPEs, ebb and flow. The outbreak of the coronavirus pandemic dislocated large parts of the credit markets, leading to a resurgence of PIPEs. In April 2020, US Foods Holding announced a \$500 million investment by KKR in the form of convertible preferred stock.¹ The Cheesecake Factory then announced a fresh \$200 million investment by Roark Capital² and Expedia Group followed with a \$302 million investment by Apollo Global,³ both in the form of convertible preferred stock. These transactions heralded a new wave of PIPEs, with private equity firms coming out publicly to underline their role in supporting the recovery.

This flurry of deals shows that PIPE can be a critical source of capital for public companies, as well as an attractive form of investment for private equity firms. In this contribution, we give a tour of the last wave of PIPEs, their terms and how they work. We then review the dynamics of the Swiss market and whether there is a viable path to importing the technology of U.S.-style PIPEs.

I. Overview of PIPEs

1. Traditional Versus Non-traditional PIPEs

PIPEs can refer to two very different products. The core distinction is between traditional and non-traditional PIPEs.⁴

Traditional PIPEs are private placements of shares of common stock by a publicly traded company. The placement is typically priced via an accelerated bookbuilding (or ABB), most likely at a discount to the prevailing trading price.

¹ See <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1665918/000095015720000516/ex10-1.htm>.

² See https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0000887596/000110465920048510/tm2016335-1_8k.htm.

³ See <https://www.sec.gov/ix?doc=/Archives/edgar/data/0001324424/000119312520117346/d913320d8k.htm>.

⁴ Liebi, PIPEs, § 1 par. 2; Gerhard, 204 et seq.

The process is run via a placement agent. In the United States, unlike in Switzerland, traditional PIPEs result in holding “restricted shares”, in other words shares whose offering has not been registered with the Securities and Exchange Commission (the “SEC”).⁵

Non-traditional PIPEs have little in common with traditional PIPEs. They are highly negotiated instruments, typically in the form of convertible preferred stock or notes. As such, they offer in-built downside protection (either because they have a liquidation preference or because they are debt-like). PIPE investors negotiate consent rights (or negative control), anti-dilution provisions, and conversion (and sometimes redemption) features. PIPE investors may also seek the right to nominate board member(s). Non-traditional PIPEs are negotiated confidentially with one (lead) investor, usually without involvement of a placement agent. They are convertible into common stock. Implied dilution typically ranges between 5 and 20% of the issuer’s outstanding shares. In return, issuers will seek to negotiate lock-ups, prohibition on hedging or short sales, and standstill agreements in an effort to prevent the PIPE investor from taking control of the issuer for a period of time without board approval.

Traditional and non-traditional PIPEs pursue different goals and tap into different markets.

Traditional PIPEs can serve to raise capital opportunistically and quickly, to fund an acquisition or to fend off unsolicited bids (by placing a block of shares in friendly hands). Traditional PIPE investors are often short-term traders of securities (including mutual or hedge funds) or in the defensive context and subject to merger control considerations, a strategic ally. Some PIPE investors are specialists in industries for which the PIPE format is particularly attractive (for example in the biotech space to fund large capital expenditures).

By contrast, non-traditional PIPEs often serve as distressed or rescue financing in a broad sense. They are placed with long-term investors. Non-traditional PIPEs are the type of transactions that flourished in the first half of 2020, as well as, on both sides of the Atlantic, in the wake of the 2007-2008 financial crisis.

⁵ Restricted shares cannot be freely resold. This is why PIPE investors negotiate so-called “registration rights” pursuant to which the issuer is liable to file a resale registration statement with the SEC.

2. Market Dynamics of 2020 Wave

In the most recent wave of non-traditional PIPEs, private equity firms occupied the field. Private equity firms are not natural PIPE investors. Minority investors lack operational control over the business. As such, they do not have available the levers to capture the high return on capital or multiple of investment that private equity firms typically look for in a leveraged buyout.

However, after years of record fundraisings, private equity firms have been sitting on vast piles of dry powder. In addition, when the leveraged finance markets are dislocated, as was the case in the first half of 2020, leveraged buyouts dry up. In these circumstances, PIPEs can be a means to deploy capital and achieve attractive returns on undervalued stock. A PIPE may also give a private equity firm a toehold ownership that could set the stage for a future public-to-private transaction. PIPEs can further be an opportunity to gain exposure to regulated industries where private equity firms have historically been less active or able to invest.

PIPEs offer distinctive upsides to private equity firms. They can be quickly executed. There is usually limited due diligence involved beyond what is in the public markets. In addition, private equity buyers do not have to pay any control premium. Investors also have an enhanced ability to exit since the issuer is already public.

Non-traditional PIPEs are similarly attractive for the issuer. They combine speed of execution (as PIPEs do not involve the preparation of a prospectus or private placement memorandum), confidentiality (as the issuer is able to keep the PIPE negotiation confidential until there is a definitive agreement, and avoid the consequences of a sticky debt or equity offering) and the ability to secure new money to address liquidity requirements or potentially ensure that the issuer meets financial covenants. Accordingly, the transaction is bespoke, contractual, and given the absence of prospectus or private placement memorandum, “undocumented”.

II. Key Features of U.S.-style PIPEs

I. Usual Economic Terms

In this contribution, we focus on the economic terms of PIPEs.

a) *Type of Instrument*

Private equity firms typically look for an instrument that offer downside economic protection. This generally means convertible preferred stock or debt. While convertible preferred stock is the most prevalent form of PIPE instrument, the choice will depend upon a range of factors. To name a few: some private equity funds are not permitted to acquire debt-like instruments pursuant to their fund documentation, convertible debt can be difficult to structure as equity for accounting, rating, and regulatory purposes (with the effect that the credit rating of the issuer may be harmed), preferred stock is a flexible instrument in the United States, and preferred stock can attract more favorable tax treatment for the investor.

b) *Liquidation Preference and Conversion*

In terms of pricing, the downside economic protection means that these instruments can be sold at more attractive terms than plain vanilla common stock. The value of preferred stock is reflected in the liquidation preference, which is typically equal to the original issue price plus all subsequently accrued but unpaid dividends, and the conversion price. The number of shares of common stock issuable upon conversion depends on the quotient of the liquidation preference divided by the conversion price. The conversion price is typically set at a premium to the trading price of shares of common stock immediately before the deal announcement. The premium is generally in a range of 10 to 30%.

The PIPE instrument is typically convertible by the holder, at any time, subject however to any applicable merger control review periods (merger control review may capture minority positions in a number of jurisdictions). Less often, the PIPE instrument is convertible at the option of the issuer or mandatorily. For example, the convertible preferred stock can become convertible at the option of the issuer if the common stock trading price has reached two times the implied conversion price after an initial period of three years. Convertible preferred stock also includes a “make-whole” upon a change of control of the issuer (forcing conversion or redemption) if the change of control occurs prior to a set period of time (for example five years).

In that case, the holder receives the shares issuable upon conversion plus bonus shares (for example representing an additional 5% of shares of common stock).

Private equity firms will also seek to protect the value of their investment in a manner similar to venture capital or growth equity investors, especially in respect of subsequent issuances of shares of common stock or convertibles at implied price below fair market value or below the implied price accorded to the PIPE investor. This can be based on a “full ratchet” resetting the conversion price to the level of the new dilutive issuance price or a “broad-based average”, adjusting the conversion price in light of the weighted average dilutive impact of the new issuance.

c) *Coupon*

For corporate law reasons, dividend on convertible preferred stock is only payable if, as and when authorized by the board of directors (as is well-known, the board has sole authority to make distributions for U.S. companies, unlike in Switzerland). However, dividends are mostly stated to be cumulative. This means that if a dividend is not declared for any given period, it will accrue with the effect that the original issue price will increase or accrete. Accretion has a compounding effect, which can be highly dilutive. Mostly, dividend yield is stated at a fixed rate. But it can be reset, i.e., it can reduce or increase upon the occurrence of specified events (e.g., in case of arrears or default payment upon a change of control).

Convertible preferred stock is not ordinarily callable by the investor (except in the case of change of control put). However, the issuer often reserves the right to redeem the convertible preferred stock, for example when the stock trading price exceeds specified thresholds to contain dilution or after the expiration of a no-call period (for example five years). Consideration in case of redemption at the option of the issuer usually is at par or at a premium, which may decline over a set period of time (for example, preferred stock could be non-callable for five years, and then become callable at 105% during year six, 103% during year seven, and 100% thereafter). These features are intended to enhance yield protection for the benefit of the PIPE investor.

2. Flexible Legal Framework

For a public company in throes of financial turbulence such as US Foods Holding in the first quarter of 2020 (its stock price reduced by a factor of

four), PIPEs can be an attractive, if expensive, source of capital secured confidentially. In the case of US Foods Holding, it also meant that the issuer gained the imprimatur of a high-profile, long-term investor such as KKR.

U.S. companies have a significant advantage in their ability to tap the market opportunistically and confidentially to raise capital. Many U.S. companies include in their charter a “blank check preferred” provision. That provision gives authority to the board to issue preferred stock and to define the terms thereof in a certificate of designation. U.S. companies however must still navigate the so-called “20% rule” of the New York Stock Exchange and NASDAQ pursuant to which certain private placements in excess of 20% of the outstanding shares requires shareholder approval (of which relief was provided during the initial phase of the pandemic). Nevertheless, by and large boards of U.S. companies have the authority to issue preferred stock. Also, they do not have to deal with questions of statutory preemptive rights. Incidentally, although that is a second order point, the concept of listing prospectus does not exist in the United States (SEC registration applies to the entire class of shares, and the listing of additional shares simply requires a supplemental listing application; as indicated in Section [1.1](#) above, PIPE investors however will negotiate registration rights).⁶

III. Landscape of PIPE Transactions in Switzerland

I. Market Dynamics in 2020

It is helpful to consider a few illustrative Swiss PIPEs in 2020. In July 2020, Molecular Partners placed new ordinary shares out of authorized capital in an ABB representing approximately 25% of its outstanding shares. The offering price was CHF14.50 (versus a closing trading price of CHF14.62 the day before launch). Investors included hedge funds specializing in small- to mid-cap biotech. In June 2020, Helvetia tapped the PIPE market to finance the acquisition of Caser. The PIPE represented approximately 6.6% of the company's outstanding shares. It was placed out of authorized capital at a price of CHF91.00 (versus a trading price of CHF93.10 the day before launch). In May 2020, Idorsia offered new shares out of authorized capital in an ABB representing approximately 8.4% of its outstanding shares. The offering price was CHF30.00 (versus a trading price of CHF31.04 the day before launch).

⁶ Under Art. 38 of the Federal Act on Financial Services, if share issuances (over a 12-month rolling period) are equal to or exceed 20% of the number of equity securities of the same category already admitted to trading, a listing prospectus will be required.

As illustrated by these selected examples, PIPEs in Switzerland are essentially unstructured. They involve the issuance of common shares placed in an ABB, sometimes alongside a preemptive rights issue. PIPEs are mostly opportunistic capital raisings (in this configuration, they tend to be sector specific, such as in life-science, pharma, biotech or tech companies with significant capital expenditure needs but a yet unclear path to cash flow generation) or part of the funding of an acquisition.

2. Legal Framework

Swiss PIPEs follow a well-trodden path in the market. Shares are typically issued out of authorized share capital, refreshed every two years to provide a rolling authority to the board, with no time pressure and greater board discretion. Authorized capital will be replaced by the capital band with longer shelf life of up to five years once the corporate law reform becomes effective.

Beyond the source of new shares, there are few impediments to this type of undocumented placement. In particular, for those companies that have authorized share capital, the clear trend has been towards a liberalization of the valid reasons to eliminate preemptive rights under CO 652b. These reasons are set forth in the articles of association and thus subject to a two-month “hardening period” (during which the articles can be challenged under CO 706).⁷ The board decision to eliminate the preemptive rights itself cannot be challenged by the shareholders (although it could in theory implicate the board’s liability under CO 754).

The articles of association of a range of Swiss companies now include an extensive list of justifications intended to protect the interests of the company, such as the funding of M&A transactions, the financing of investments, at-the-market offerings, the expansion of the shareholder base, a strategic investor’s anchor investments, financial restructuring, and an accelerated timetable for injection of equity.⁸

⁷ Diem/Lippuner, 119 et seq.

⁸ Typical formulations refer to the need of raising capital in a fast and flexible manner, which would hardly be achievable without the exclusion of the statutory subscription rights of existing shareholders. See in this respect, Gerhard, 325.

While boards of a range of companies can eliminate the preemptive rights for a variety of reasons, they must still adhere to the principle of considerate exercise of that privilege.⁹ To that end, PIPEs are typically placed at an implied discount not greater than 5 to 10% to the prevailing trading price.¹⁰

This format of PIPE transactions has proved helpful to Swiss companies and creates little friction with shareholder's preemptive rights given the limited economic dilution. They are however unlikely to be attractive to PIPE financial sponsors. In particular, they offer no downside or yield protection.

IV. Structured PIPEs in Switzerland

As indicated above, structured, or non-traditional PIPEs are fairly unusual in Switzerland. This is driven in part by market considerations, including a preemption culture (in line with the rest of the Continent) and for certain companies, strong support from banks even at times of financial distress. The legal and tax environment is also distinctively more challenging than in the United States. We consider here how to structure PIPEs via convertible notes and preferred shares.¹¹

I. Convertible Notes

Key considerations around the ability of a Swiss public company to place convertible notes privately in a U.S.-style manner revolve around (a) the source of the shares issuable upon conversion, (b) the elimination of shareholders' right to subscribe for the convertible notes (which we refer to as the "right of first offer"), and (c) other tax and structural considerations that may affect the attractiveness of such an investment to financial sponsors.

a) *Sources of Shares*

Structured, or non-traditional PIPEs generally need to be placed in a tight timeframe and confidentially. In this context, the question of whether the issuer has available a source of shares for physical delivery upon conversion of the notes is critical.

⁹ Gerhard, 323 et seq.

¹⁰ Liebi, PIPEs, § 7 par. 10.

¹¹ We do not address in this contribution the conversion capital available under the Swiss Federal Act on Banks and Savings Banks and reserved pursuant to CO 653 paragraph 3.

aa) Conditional Capital

Optimally, the issuer has in place conditional capital as per CO 653b. The principal difficulty with conditional capital is the elimination of the shareholders' right of first offer as per CO 653c, which we address in Section [IV.1.b](#) below. Also, depending upon its profile, capital resources and liquidity needs, an issuer will be more or less sensitive to the potential "overhang" impact linked to conditional capital. Not all Swiss public companies have conditional capital. Institutional investors and proxy advisors have voiced strong views on limiting the dilutive impact of conditional capital. For example, Ethos issued voting guidelines recommending to oppose the adoption of conditional capital that may result in issuances on a non-preemptive basis in excess of 15% of the existing share capital.¹² Ethos considers that ceiling in light of other potential sources for dilution, such as existing authorized capital to the extent that the board of directors has the power to eliminate shareholders' preemptive right. In practice, proxy advisors' voting recommendations carry substantial weights.

bb) Other Sources

Conditional capital is not the sole avenue. If it holds ordinary shares in treasury, the issuer can reserve those shares for conversion of convertible notes. In this configuration, the issuer will be limited by the 10% cap of CO 659. However, existing shareholders do not have a right of first offer to subscribe for convertible notes covered by treasury shares. They also do not have preemptive rights over the treasury shares delivered upon conversion.¹³ In addition, new CO 653b paragraph 3 introduced by the corporate law reform will clarify that the prohibition on granting conversion rights before the date conditional capital is recorded on the Commercial Register only applies to a capital increase on the basis of conditional capital. In other terms, where the shares are sourced from treasury rather than conditional capital, there will no longer be any question as to whether the conversion privilege embedded in a convertible note is valid.

Once the corporate law reform has become effective, an issuer could also reserve shares for delivery upon conversion out of the capital band as per

¹² See

<https://www.ethosfund.ch/sites/default/files/2020-02/LDPCG_Ethos_2020_EN.pdf>.

¹³ See Reutter/Weber, 150.

new CO 653s *et seq.* As indicated above, the capital band will have a shelf life of up to five years, which could be sufficient to cover certain issuances of convertible notes.

b) *Elimination of the Right of First Offer*

Assuming that the issuer has available conditional capital, the principal difficulty relates to existing shareholders' right of first offer to subscribe for the notes as per CO 653c.¹⁴

aa) *Current Practice*

It is not unusual for Swiss public companies to vest in the board authority to issue convertible bonds or notes in the market and, in this process, eliminate the shareholders' right of first offer.

However, a number of issuers tend to frame that flexibility tightly, referring to issuances on the national or international capital markets, requiring, among other parameters, that the notes or bonds be issued publicly or by way of underwriting by a syndicate of underwriters with subsequent placement to the public. To the extent that a PIPE has features that resemble the placement of private debt rather than a public offering of securities and is not underwritten by a bank, this type of formulation can hamper the ability of the issuer to tap into the PIPE market. Of course, public companies may have valid reasons for such formulations, including their own investors' feedback.

Depending on its profile, if the issuer wants to preserve more flexibility, especially to use convertible notes for a PIPE, it can provide in the articles of association that the board of directors has the power to disapply the right of first offer whenever the convertible notes are issued at prevailing market conditions. This entails the possibility to include customary anti-dilution protection. This type of formulation still sometimes refers to the placement of convertible instruments in the national and international capital markets. In that case it is worth specifying that such a placement also includes a private placement with one or more select investors. In any event, the articles of association will specify that conversion must occur under terms that reflect the prevailing trading price of the underlying shares and/or comparable

¹⁴ ZK-Bahar/Peyer, Art. 654–656 par. 58; Liebi, PIPEs, § 7 par. 11 and 23. Some legal commentators believe that there is greater flexibility under CO 653c than CO 652b. See, e.g., Fn. 65 in Gerhard, 323.

instruments with a market price at the time of the issuance of the relevant financial instrument.¹⁵ This practice has been adopted by many Swiss public companies. A number of them even clearly consider PIPEs by expressly reserving their ability to place convertible notes with a financial investor on a non-preemptive basis.

bb) Reinforcement Through the Corporate Reform

We support the current trend: in our view, the format of the placement should not be determinative as long as the conversion features do not imply any significant economic dilution in light of prevailing market conditions. The corporate law reform goes in that direction. New CO 653c paragraph 3 provides that the issuer will no longer need any valid reason for eliminating existing shareholders' right of first offer if the underlying shares are publicly traded and convertible notes are issued at "fair conditions".¹⁶ New CO 653c paragraph 4 also provides that no party should receive an advantage, or be prejudiced, unfairly. Given the ability of Swiss companies to benchmark an issuance of convertible notes, we believe that the board can obtain the necessary comfort under the "fair conditions" test in circumstances where the convertible notes are properly structured to reflect market conditions.

c) Other Key Considerations

While limitations arise from the parameters necessary to eliminate shareholders' right of first offer (see above Section [IV.1.b](#)), convertible notes give the issuer the greatest freedom to structure the investment in a manner that clears the market for a PIPE.

Still, there will be a number of crucial considerations, the analysis of which would go beyond this contribution, and which will only be briefly outlined below.¹⁷

aa) Debt Capacity

Suffice to say that the issuer will have to check and get comfortable that it has the capacity to issue new debt under the terms of its existing bank and capital market debt financing. Issuers turning to the PIPE market may find themselves

¹⁵ Articles of association also typically limit the conversion period (e.g., ten years) and the option exercise period (e.g., seven years).

¹⁶ See Reutter/Weber, 146.

¹⁷ See for instance Reutter/Weber, 137 et seq.

at some point along the more distressed end of the spectrum with tight debt documentation. Oftentimes, a PIPE is precisely the type of transaction sought to ensure compliance with financial covenants. It is at such time of stress that an issuance of convertible notes may conflict with leverage ratios or other limitations on the issuer's debt capacity. Minimally, the convertible notes may need to be deeply subordinated.

bb) Tax Considerations

The ever-important tax considerations will have to be carefully factored in. Most of the financial sponsors that could invest in a PIPE are likely to be structured as foreign (e.g., Luxembourg-based) funds. A private equity fund (or family or complex of funds) may invest through a special purpose vehicle (or SPV) that is funded by the private equity fund(s). An issuance subject to withholding tax (or WHT) is unlikely to be attractive to a financial sponsor and the operation of tax gross-up could render the coupon prohibitive. Any issuance of convertible notes should thus be structured to minimize any WHT.

The particularity of the Swiss market is that interest payments on loans are generally not subject to Swiss WHT. By contrast, interest payments on bonds and similar "collective" debt instruments are subject to a 35% WHT. Consequently, interest payment on convertible notes will not be subject to WHT if the notes do not qualify as bonds for WHT purposes. Issuers can ensure that tax characterization via contractual safeguards, which provide that the notes cannot be held by more than 10/20 non-bank lenders. Given the investment structure of private equity firms as outlined above, for the contractual safeguards to work, the issuer needs to get comfortable that the private equity fund or SPV can be counted as one single investor.

Tax considerations may be alleviated in the near future. As of the date of this contribution, the Swiss Federal Council announced that it would submit a motion to the Parliament in an effort to abolish WHT on bonds and debentures. The message to the Swiss Parliament is expected to be published in the second quarter of 2021.

2. Convertible Preferred Stock

In the United States, preferred stock is a very flexible form of equity frequently issued by private and public companies alike. Preferred stock has preference privileges over shares of common stock. Preferred stock can be perpetual or redeemable. It often is convertible.

In Switzerland, preferred shares are frequently employed by private companies, especially start-ups, to layer the rights of different classes of shareholders (together with a contractual overlay). They are rare for Swiss public companies. In practice, the issuance of preferred shares in a PIPE faces significant hurdles, including as to the board's authority to issue shares of preferred stock and conversion, as well as further legal and tax structural considerations.

The question may arise as to whether a PIPE should be structured as a non-voting share ("*Partizipationsscheine*" / "*bon de participation*"). Preferred shares in the most recent wave of PIPEs however typically vote together with the ordinary shares on an as converted basis. Additionally, most of the considerations below similarly apply to non-voting shares.

a) Source of Preferred Stock

Generally, preferred shares can be issued in a share capital increase or out of authorized capital (or even out of conditional capital).

aa) Capital Increase

A Swiss public company may contract a PIPE investment with a financial investor subject to shareholder approval. In that case, it would issue preferred shares in the ensuing share capital increase. The general meeting of the shareholders would approve the preferential rights attaching to the shares (CO 650 paragraph 2 item 2) and the disapplication of the shareholders' preemptive right. Preferential rights would be set out in the articles of association (CO 654).¹⁸ This is not the usual scenario for a PIPE (i.e., opportunistic injection of equity, short execution, and confidentiality). However, there have been occurrences of structured PIPEs subject to shareholders' approval in the past.

bb) Authorized Capital

For preferred shares to be issuable out of authorized capital, the resolution of the general meeting approving the authorized capital and the articles of association stipulating the authorized capital must set out the preferential rights (CO 651 paragraph 3 *e contrario*). An exception (among other things) exists for the issuance price (in our view, that reference should include not

¹⁸ BSK-Liebi, Art. 654–656 par. 57 et seq.; ZK-Bahar/Peyer, Art. 654–656 par. 61 et seq.

only the issuance price in a narrow sense (i.e., whether or not the preferred shares are issued with an original issue discount) but it should extend to the typical pricing attachment points for preferred shares, including the coupon).¹⁹

As a general proposition, the requirement to establish in the enabling resolutions of the general meeting and the articles the preferential rights may deprive the board of directors of the flexibility it typically needs to calibrate the issuance to market conditions, especially in distressed situations requiring speed and confidentiality. In addition, in practice, the articles of association of Swiss public companies with authorized capital do not normally contemplate the issuance of preferred shares, nor do they include standard terms on which the board could rely.

It is worth noting that the corporate law reform will not liberalize the issuance of preferred shares. New CO 653t paragraph 1 item 4 provides that the provisions of the articles instituting the capital band will be required to specify the privileges attaching to the shares issuable within the band, if any. Accordingly, it will remain the case that unlike U.S. companies, which can often rely on a “blank check preferred” to tap into the market opportunistically, Swiss companies will generally not have that ability.

b) Conversion

Despite the attractiveness of preferred shares, the statutory framework of the Swiss Code of Obligations is an incomplete jigsaw puzzle, caselaw is scant, and there is still a wide divergence of views among legal commentators as to whether preferred shares can be convertible.²⁰

aa) Convertibility of Preferred Shares

A number of legal commentators have expressed the view that conversion is not possible without the approval of the general meeting of the shareholders.

We rally to the opposite view: Swiss corporations have the ability to set in their articles the terms upon which preferred shares can convert into common

¹⁹ ZK-Bahar/Peyer, Art. 654–656 par. 62. In favor of a more expansive allowance to the board to set the terms of preferred shares on the basis of an enabling provision of the articles of association, Liebi, PIPEs, § 5 par. 28 and 29.

²⁰ BSK-Liebi, Art. 654–656 par. 58; ZK-Bahar/Peyer, Art. 654–656 par. 69 et seq.; Böckli Peter, § 4 par. 171; Gerhard Frank, 310; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 26 par. 15 et seq.; Gericke, 127.

shares.²¹ This is because the articles setting the terms of the conversion are approved by the ordinary shareholders as per the required majority of CO 704. Also, the articles of association express the agreement of the holders of preferred shares to be bound by the terms thereof. This reflects the principle that private ordering is admissible (and desirable) to the extent that it does not violate mandatory provisions of Swiss corporate law. A restrictive interpretation of Swiss corporations' ability to pre-ordain in the articles the conversion features of preferred shares serve neither the business community, nor the protection of shareholders, nor that of the creditors.

In fact, the Swiss Code of Obligations expressly provides that the rights accruing to preferred shareholders can be modified or eliminated without separate "class vote" of the preferred shareholders where that is provided by the articles of association.²² The basis for this is provided in CO 654 paragraph 3 (in conjunction with the second sentence of paragraph 2).²³ Accordingly, the principle exists that changes to the capital structure can be pre-set in the articles of association without the subsequent vote of the affected class of equity holders.

In our view, there is also no prevailing reason to limit convertibility when conversion can be triggered at the election of the issuer or upon the occurrence of a specified event, whether on the basis of CO 680 or otherwise, provided that these triggers are set out in the articles of association.²⁴ There is simply no interest to protect via an expansive reading of CO 680 in these circumstances.²⁵

bb) Workarounds

A simultaneous reduction and increase of the share capital pursuant to CO 732 paragraph 1 will not help settle the debate on conversion of the preferred shares (since they would still require a resolution of the general meeting of the shareholders).²⁶ However, the newly instituted capital band, with a shelf life of up to five years, could offer a mechanical solution, if only limited in time.

²¹ In favor of convertibility of preferred shares: Liebi, *Vorzugsaktien*, Dritter Teil, § 1, par. 369; Von Salis-Lütolf, par. 565 et seq., 1265.

²² Where the privileges attaching to preferred shares are forfeited in this manner on the basis of the articles of association, the shares continue to exist either as a separate class or can be merged with the ordinary shares.

²³ See ZK-Bahar/Peyer, Art. 654–656 par. 69 and 70.

²⁴ Liebi, *PIPEs*, § 5 par. 12.

²⁵ *Contra*: Liebi, *Vorzugsaktien*, Dritter Teil, § 1 par. 371 and 372.

²⁶ See BSK-Küng/Schoch, Art. 732 par. 1 and 2.

In our view, the board of directors could be entitled to reduce the portion of the share capital consisting of preferred shares and increase the portion of the share capital consisting of the ordinary shares, within the limitations set by new CO 653 *et seq.*

c) *Other Considerations*

aa) *Nature of Privilege*

The type of privileges that can be granted needs to be carefully considered. For example, it is widely considered by legal commentators that preferential rights that can be built into preferred shares are those that accrue to shareholders in their capacity as such (e.g., entitlement to a dividend or prorata portion of the liquidation proceeds or preemptive rights).²⁷ The question of whether, for example, the liquidation preference can encompass the right to an outsized allocation of sale proceeds in circumstances where the Swiss public company is party to an M&A transaction is thus controversial.

In practice, this should however not raise an issue. U.S.-style PIPEs typically do not refer to “liquidation” in the same manner as the venture capital world does (which captures liquidity events). Rather, the terms of the preferred will often specify that mergers, consolidations, statutory exchanges or other business combination transactions involving the issuer are *not* to be treated as a liquidation. In order to facilitate an M&A transaction, the terms of the preferred will also contemplate that the holders of the preferred stock must either convert or redeem (to the extent that any redemption can be made out of funds legal available therefor). This is an important feature to clarify the treatment of preferred stock in an M&A transaction.

bb) *Redemption*

Preferred shares cannot be redeemable.²⁸ As we have seen, the new vintage of structured PIPEs however typically is not redeemable at the option of the holder, except in the case of change of control (via the change of control put). Redemption is also fairly limitative for the issuer. Depending on the circumstances, a Swiss public company can go around limitations on the redeemability of shares by using call or put options within the constraints of CO 659.

²⁷ Böckli, § 4 par. 160 and 163; Gericke, 125.

²⁸ BSK-Liebi, Art. 654–656 par. 50; Böckli, § 4 par. 163; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 41 par. 26 *et seq.*; Liebi, PIPEs, § 5 par. 13.

cc) *Tax Considerations*

Preferred shares require a careful tax structuring analysis, which will depend on the attributes of the PIPE investor. By way of example, dividend payments to Luxembourg-based private equity funds would be subject to a 35% WHT. Generally, WHT can be reclaimed on the basis of a double taxation treaty (or DTT). Although such a DTT exists between Switzerland and Luxembourg, it does not recognize collective investment schemes as resident persons. As a result, the collective investment scheme or private equity fund is not entitled to treaty benefits or a WHT refund. The refund position of the private equity fund can be improved by using an SPV, provided that the SPV has sufficient substance and is thus recognized by the Swiss tax authorities as being entitled to treaty benefits. However, such a structure requires careful planning and generally requires a tax ruling.

V. Conclusion

While preferred shares could be an attractive component of the capital structure of Swiss public companies, they appear unlikely at this point to be part of Swiss companies' toolbox in turbulent times. Roadblocks include the source of the shares (and the absence of "blank check preferred") and legal uncertainty around conversion, a key feature of the instrument. Preferred shares also require careful tax structuring. The emergence of the capital band however may have the effect to alter both perceptions and practices over time, with potentially more leeway to the board built into the band.

By contrast, convertibles notes have been used in the past, and clearly, a range of Swiss companies are setting up their charter to be in position to issue convertible notes in a PIPE without further shareholder approval. PIPEs in the form of convertible notes will be further facilitated by new provisions to be introduced by the corporate law reform, which will streamline the elimination of the shareholders' right of first offer and will clarify the validity of conversion rights that are not covered by conditional capital. If, additionally, contemplated tax accommodations enhancing the attractiveness of the Swiss capital markets come to pass, we believe that we may see greater volumes of PIPEs in the form of convertible notes in times of distress.

Literature

Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Ed.), 5. A., Basel 2011 (quoted BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4th E., Zurich 2009.
- Diem Hans-Jakob/Lippuner Annina, Kapitalbeschaffung mittels Accelerated Bookbuilding, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Ed.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII, Zurich 2017.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPEs) – A Closer Look at PIPE Transactions in Switzerland, ECFR 3/2008, 323 et seq.
- Gericke Dieter, Aktiensrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerungen und Lücken, Private Equity V, Zurich 2016.
- Liebi Martin, Private Investments in Public Equity (PIPEs), Zurich 2017 (quoted Liebi, PIPEs).
- Liebi Martin, Vorzugsaktien, Zurich/St. Gallen 2008 (quoted Liebi, Vorzugsaktien).
- Reutter Thomas/Weber Annette, Wandelanleihen, in Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Ed.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII, Zurich 2019.
- Von Salis-Lütolf Ulysses, Private Equity Finanzierungsverträge, Zurich 2002.
- Zürcher Kommentar, Art. 620-659b OR, Die Aktiengesellschaft, in: Handschin Lukas (Ed.), Zurich 2016 (quoted ZK-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 201 **Challenges, risks and threats for security in Europe**
11th Network Europe Conference, Warsaw, 19th–22nd May 2019
ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Viorel Cibotaru, Attila Vincze, Przemyslaw Saganeek, Jelena Ceranic, Aleksei V. Dolzhikov, Alena F. Douhan, Darina Dvornichenko, Vadym Barsky, Itay Fischhendler, Verena Murschetz, Jürgen Scheffran, Tobias Baumgartner, 2019 – CHF 49.90/39.90.
- Band 202 **Elftes Zürcher Präventionsforum**
Neue Technologien im Dienste der Prävention:
Möglichkeiten – Risiken
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER/ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Ulf Blanke, Ladina Cavelti, Ulrich Schimpel, Jasmine Stössel, Thomas Wenk, Bettina Zahnd, 2020 – CHF 49.90/39.90.
- Band 203 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**
Überblick und Kommentar 2019/2020
ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Tobias Baumgartner, Mathis Berger, Alexander Brunner, Theodor Bühler, Balthasar Dengler, Jana Fischer, Alfred Früh, Thomas Geiser, Pascal Grolimund, Stefan Härtner, Ulrike I. Heinrich, Isabel Höhener, Samuel Jost, Brigitta Kratz, David Mamane, Laura Manz, Michael Mayer, Urs Meier, Peter Rechsteiner, Antoine Schnegg, René Schreiber, Kurt Sieht, Stefan Sulzer, Wesselina Uebe, 2020 – CHF 49.90.
- Band 204 **Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XV**
THOMAS U. REUTTER/THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Marion Bähler, Christina Del Vecchio, Olivier Favre, Jürg Frick, Arie Gerszt, Sonja Maire, Alex Nikitine, Thomas U. Reutter, Annette Weber, 2020 – CHF 39.90.
- Band 205 **Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht X**
Verantwortlichkeitsprozesse – Tagungsband 2020
ROLF SETHE/PETER R. ISLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Fahrländer, Peter Forstmoser, Peter R. Isler, Marcel Küchler, Stephan Mazan, Peter Reichart, Ernst F. Schmid, Rolf Sethe, Martin Waldburger, 2021 – CHF 44.90.
- Band 206 **Gewalt gegen Frauen**
Fachtagung Bedrohungsmanagement – Tagungsband 2019
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Rosa Maria Martinez, Rahel Ott, Christian Schwarzenegger, Luzia Siegrist, Claudia Wiederkehr, 2021 – CHF 39.90.
- Band 207 **Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern**
7. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2020
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Martin Frey, Dieter Gericke, Reto Heuberger, Margrit Marti, Lukas Morscher, Daniel Oehri, Julia Schieber, Lukas Staub, Oliver Triebold, Christian Wenger, 2021 – CHF 44.90.

Band 208

Die aktienrechtliche Sanierung

11. Tagung Sanierung und Insolvenz von Unternehmen – Tagungsband 2020

THOMAS SPRECHER (Hrsg.), mit Beiträgen von Marc Bernheim, Sikander von Bhicknapahari, Gaudenz Geiger, Oliver Kälin, Livia Keller, Brigitte Knecht, Giorgio Meier-Mazzucato, Reto Schiltknecht, 2021 – CHF 39.90.

Zuletzt erschienene Monografien bei EIZ Publishing, Zürich

Schweiz – Europäische Union

Grundlagen, Bilaterale Abkommen, Autonomer Nachvollzug

MATTHIAS OESCH, 2020 – CHF 44.90.

Ein Plus für die Demokratie

Minimalstandard für die Mitsprache von Parlament und Volk
beim Rahmenabkommen oder bei weiteren Verträgen mit der EU

THOMAS PFISTERER, 2021 – CHF 44.90/34.90.

Internet Governance at the Point of No Return

ROLF H. WEBER, 2021 – CHF 39.00.

Grundprobleme der Invaliditätsbemessung in der Invalidenversicherung

PHILIPP EGLI, MARTINA FILIPPO, THOMAS GÄCHTER, MICHAEL E. MEIER, 2021 – CHF 54.90/44.90.

Begegnungen

Beiträge von Assistierenden zum 50. Geburtstag von Thomas Gächter

KERSTIN NOËLLE VOKINGER, MATTHIAS KRADOLFER, PHILIPP EGLI (Hrsg.); mit Beiträgen von Matthias Appenzeller, Meret Baumann, Petra Betschart-Koller, Brigitte Blum-Schneider, Caroline Brugger Schmidt, Danka Dusek, Philipp Egli, Martina Filippo, Maya Geckeler Hunziker, Kaspar Gerber, Sarah Hack-Leoni, Silvio Hauser, Matthias Kradolfer, Michael E. Meier, Eva Slavik, Jürg Marcel Tiefenthal, Dania Tremp, Thuy Xuan Truong, Dominique Vogt, Kerstin Noëlle Vokinger, 2021 – CHF 49.90/39.90.

Der Tagungsband „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“ fokussiert traditionell auf relevante Entwicklungen im Bereich Finanz- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung von Transaktionen. Aktuelle Rechtsfragen stellten sich im Zusammenhang mit Sanierungstransaktionen und dem Einstieg von neuen Ankerinvestoren bei börsenkotierten Gesellschaften. Das Jahr 2020 war zudem geprägt von der Coronakrise, die den technologischen Fortschritt beschleunigte, und der sich nun langsam abschliessenden Aufarbeitung der Finanzkrise. Die Herausgeber haben deshalb Fragen zu zivil- und finanzmarktrechtlichen Aspekten von Zukunftsthemen wie Blockchain, aber auch zu Paradigmenwechseln wie der Ablösung des LIBOR als Referenzzinssatz, ins Zentrum gestellt.

Mit Beiträgen von:

Sophie Bastardoz

Anna Capaul

Hans-Jakob Diem

Dr. Benjamin Leisinger

Daniel Raun

Patrick Schärli

Prof. Dr. Urs Schenker

Christian Schmid

Prof. Dr. Cornelia Stengel

Stefan Tränkle

Christoph Vonlanthen