

**§11 Aktien- und Börsenrecht:
Regulierung der Emittenten und
Übernahmerecht**

Inhaltsverzeichnis

A. Die Aktiengesellschaft aus der Perspektive des Kapitalmarktrechts . . .	4
I. Vorbemerkungen	4
II. Zusammenspiel Aktienrecht - Börsenrecht - Kotierungsreglement - Er- lasse SWX	4
B. Einführung	5
I. Historische Anmerkungen zur Aktiengesellschaft im Kapitalmarkt . .	5
II. Shareholder Value	5
III. Corporate Governance	6
IV. Weitere rechtliche Aspekte der AG am Kapitalmarkt	7
C. Aktienrechtliche Fragen	8
I. Gleichbehandlung und Transparenz	8
II. Nennwertsystem	8
III. Aktienarten und -variationen	9
IV. Ausübung der Aktionärsrechte	9
V. Umgang mit eigenen Aktien (Rückkauf von eigenen Aktien)	10
VI. Bezugsrecht	10
VII. Die Festübernahme	10
VIII. Vorratsaktien	11
IX. Zur Syndizierung bei Emissionen von Kapital	11
D. Kotierung: Die Zulassung von Effekten an der Börse	12
I. Grundsätze	12
II. Das Kotierungsreglement	12
III. Voraussetzungen der Kotierung	13
1. Normierung im Kotierungsreglement	13
2. Anforderungen an den Emittenten	13
3. Garantien	13
4. Anforderungen an den Valor	14
5. Publizitätspflichten bei der Kotierung; Kotierungsprospekt	14
6. Spezielle Anforderungen an Investmentgesellschaften als Emittenten	14

7. Spezielle Anforderungen für die Kotierung von Effekten am New Market	15
IV. Rechtsfolgen der Kotierung	15
1. Rechnungslegung nach „True and Fair View“; FER-Regeln; Anerkennung ausländischer gleichartiger Vorschriften (KR 66)	15
2. Ad-hoc-Publizität (Art. 72 KR)	15
3. Richtlinien der SWX	16
4. Unabhängigkeit der Revisionsstelle	16
5. Aktienrechtliche Folgen der Börsenkotierung	16
V. Aufhebung der Kotierung, Sistierung und Dekotierung	16
E. Prospektpflicht und Prospekthaftung	17
I. Prospektpflicht	17
II. Prospekthaftung	17
F. Obligationenanleihen und Gläubigergemeinschaft	18
I. Obligationenanleihen und Warrants	18
II. Gläubigergemeinschaft	18
G. Börsenrechtliche Meldepflichten	19
H. Öffentliche Kaufangebote und Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots	20
I. Übernahmerecht: Geltungsbereich und Ordnung der Vorschriften	20
II. Die Übernahmekommission als Aufsichtsinstanz	20
III. Vorschriften zum Angebot	21
IV. Besondere Meldepflichten während eines laufenden Übernahmeangebotes	21
V. Angebotspflicht	22
VI. Zusätzliche Bestimmungen der Übernahmekommission	22
VII. Pflichten der Zielgesellschaft und Abwehrmassnahmen	22
VIII. Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere nach einem Übernahmeangebot (Squeeze-out)	23
IX. Verfahrensaspekte	23
X. Sanktionen	23
XI. Rechtsweg	23
I. Praxis der Übernahmekommission (Empfehlungen)	24
J. Angriff und Verteidigung	24
I. Glossarium	24
II. Börsenrechtliche Bestimmungen	26
III. Aktienrechtliche Mittel im Übernahmebereich	26
IV. Die Frage bedingter Angebote	27

A. Die Aktiengesellschaft aus der Perspektive des Kapitalmarktrechts

I. Vorbemerkungen

Der folgende Abschnitt beabsichtigt keine aktienrechtliche Abhandlung zu sein, sondern will die AG in die Perspektive des Kapitalmarktrechts stellen und ihre Kapitalbeschaffungsfunktion sowie die damit verbundenen Instrumente aufzeigen. Das Aktienrecht wird hier aus der Sicht des Marktes betrachtet, zu dem der Zutritt durch die Kotierung (Notierung, Listing) geregelt ist. Die wichtigsten Finanzierungsquellen der Unternehmen sind aber die einbehaltenen Gewinne, gefolgt von Bankkrediten und erst an dritter Stelle vom öffentlichen Kapitalmarkt.

Die Schweizer Börse (SWX) hat für ihr Hauptsegment der SMI-Titel (Swiss Market Index) eine interessante Lösung gefunden. Die Titel werden in der Schweiz und unter Schweizer Recht kotiert, doch erfolgt der Handel an der Börse virt-x, die eine Tochtergesellschaft der SWX ist, aber englischem Recht und englischer Aufsicht (FSA) untersteht. Virt-x kann Titel, die anderenorts kotiert sind, schlicht und ohne besondere Formalitäten zum Handel zulassen (Admission for Trading). Personalstatut und Recht des Handelsortes (Kotierungsstatut) fallen somit prinzipiell nicht auseinander; die schweizerischen Regeln werden als gleichwertig anerkannt.

II. Zusammenspiel Aktienrecht - Börsenrecht - Kotierungsreglement - Erlasse SWX

Das Aktienrecht kann grundsätzlich als privates Korporationsrecht mit Aspekten öffentlichen Interesses bezeichnet werden. Das Börsenrecht hingegen reguliert insbesondere die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen, den gewerbsmässigen Handel mit Effekten (d.h. Zugang und Tätigkeit der Finanzintermediation im Effektenbereich), die Kotierung der Unternehmen (sog. Emittenten) und deren (erhebliche) Folgen wie die Offenlegung von Beteiligungen und die öffentlichen Kaufangebote. Das Börsenrecht gehört zu einem bedeutenden Teil dem Verwaltungsrecht an. Das Aktienrecht wird durch die Anforderungen des BEHG und der damit verbundenen Erlasse und Regeln, die dem öffentlichen

Recht entstammen, überlagert. Es ist aber festzuhalten, dass das BEHG der Börse das Recht der Selbstregulierung einräumt (*Art. 4 BEHG*). Auf der anderen Seite wächst die Regulierung aber in eine Marktaufsicht hinein, die alle Marktteilnehmer, auch nicht speziell Beaufsichtigte, erfasst.

Das BEHG, die BEHV und die BEHV-EBK folgen dem Prinzip der Selbstregulierung. In diesem Rahmen ist die SWX für den Erlass u.a. eines Reglements über die Zulassung von Effekten zum Börsenhandel (KR) zuständig, welches internationale Standards zu beachten hat (*Art. 8 Abs. 3 BEHG*). Die Reglemente der SWX bedürfen gemäss *Art. 4 Abs. 2 BEHG* der Genehmigung durch die EBK, welche als Aufsichtsbehörde über die Börsen und den Effektenhandel amtiert. Diese Selbstregulierung ist in neuerer Zeit auf Bedenken seitens der EBK gestossen.

B. Einführung

I. Historische Anmerkungen zur Aktiengesellschaft im Kapitalmarkt

II. Shareholder Value

Schlicht verstanden bedeutet das Shareholder-Value-Konzept, dass ein Unternehmen eine die ordentliche Kapitalbeschaffungskosten übersteigende Rendite erzielen sollte. Eine an der ökonomischen Kapitalmarkttheorie orientierte, umfassendere Betrachtungsweise verknüpft die obige Forderung konsequent mit dem volkswirtschaftlichen Anliegen effizienter Kapitalallokation und damit der marktwirtschaftlichen Steuerung überhaupt. Damit wird die Forderung nach Schaffung von Aktionärswerten auch entsprechend radikaler und ordnet andere Zielsetzungen wie Sozialklima und Arbeitsplatzbeschaffung, aber auch „unternehmerisches Mäzenatentum“, der vorrangigen Zielsetzung unter, d.h. stellt sie in die ökonomisch an sich richtige Perspektive der Gewinnausrichtung. Der Shareholder-Ansatz steht in der öffentlichen Diskussion oftmals im Gegensatz zum Stakeholder-Konzept, welches eine breitere Betrachtung der mit einem Unternehmen verbundenen Interessen verlangt und an die Unternehmensrechtsdiskussion in den 70er

Jahren rund um die Mitbestimmungsforderung erinnert, aber heute darüber hinausgeht, in der Tragweite aber noch unklar ist.

III. Corporate Governance

Mit dem Stichwort der „Corporate Governance“ wird erneut die Frage der Teilhabe an den Unternehmensentscheiden thematisiert, wobei in erster Linie weniger die Frage der Legitimität als diejenige der Realität, d.h. das Verhältnis zwischen rechtlichem Status der Organe, den Anforderungen an sie und effektivem Geschehen, diskutiert wird. Diese Diskussionen dienen dem klaren Ziel der Verbesserung der Verhältnisse, nachdem eine ganze Reihe von Skandalen die Unternehmenswelt erschütterten. Es kam auch zu scharfen gesetzgeberischen Reaktionen, so vor allem in den USA mit dem Sarbanes-Oxley Act (SOA), der zum Hauptthema die Tätigkeit und Unabhängigkeit der Revisoren macht. Die Corporate Governance-Diskussion ist so nicht bloss eine Auseinandersetzung um die Leitungsorganisation des Unternehmens, sondern behandelt auch die Frage der Stellung des Unternehmens in der modernen Marktwirtschaft. Daraus resultiert nichts weniger als eine neue polit-ökonomische Diskussion über die marktmässig vermittelte Eigentümerkontrolle der Unternehmen, wobei vorrangig die Rolle der Banken, der institutionellen Anleger und des Kapitalmarktes – gedacht als Publikumsmarkt – untersucht werden. Dies geschieht regelmässig auf einer international komparativen Basis. Corporate Governance-Forderungen sind aber weder bloss dem Shareholder-Value-Denken noch der Gestaltung von Shareholder- und Stakeholder-Beziehungen im alten Sinne (wie etwa der Mitbestimmungsforderung) verschrieben, sondern fordern in den neuesten Ausprägungen ethisches Verhalten, Good Corporate Citizenship und weisen (den grossen Unternehmen) eine Rolle im Global Compact zu.

Beinahe alle Börsen haben Codes zur Corporate Governance mit besonderer Rücksicht auf Fragestellungen wie Meldepflicht und Transparenz erarbeitet. Aufgrund der internationalen Diskussion und auf Veranlassung interessierter Kreise hat der Wirtschaftsverband Economiesuisse auf Anfang 2001 eine „Experten-Gruppe Corporate Governance“ eingesetzt, mit dem Auftrag, einen „Swiss Code of Best Practice für Corporate Governance“ auszuarbeiten. Dieser gilt seit dem 1. Juli 2002. Parallel dazu erarbeitete die SWX die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance und setzte sie ebenfalls auf den 1. Juli 2002

in Kraft. Die beiden Werke ergänzen sich gegenseitig und bilden ein einheitliches Regelwerk. Sie definieren die Corporate Governance wie folgt:

„Corporate Governance ist die Gesamtheit der auf das Aktionärsinteresse ausgerichteten Grundsätze, die unter Wahrung von Entscheidungsfähigkeit und Effizienz auf der obersten Unternehmensebene Transparenz und ein ausgewogenes Verhältnis von Führung und Kontrolle anstreben.“

Der Swiss Code wendet sich an die schweizerischen Publikumsgesellschaften. Dabei spielt die Rechtsform der Gesellschaft keine Rolle. Der Swiss Code versteht sich als Empfehlung und hält die Organisationsfreiheit der Unternehmen ausdrücklich fest. Der Verwaltungsrat nimmt im Regelwerk eine zentrale Position ein. Ihm auferlegt der Swiss Code die Pflicht, für einen genügenden Ausbau des unabhängigen, externen Elements zu sorgen. Verlangt wird insbesondere die Bildung von Verwaltungsratsausschüssen, besonders die Bildung eines Prüfungsausschusses (Audit Committee) und eines Entschädigungsausschusses (Compensation Committee). Die Richtlinie der SWX folgt dem Grundsatz „Comply or Explain“.

Ob das schweizerische Aktienrecht die Forderungen von Corporate Governance bereits angemessen umsetzt, klärt zurzeit im Auftrag des Bundesamtes für Justiz eine Expertengruppe. Im Zwischenbericht wird eine Ergänzung des *Art. 663b OR* vorgeschlagen: Die Entschädigungen, welche eine kotierte Gesellschaft an die Mitglieder ihres Verwaltungsrates ausrichtet, soll jährlich im Anhang der Jahresrechnung offen gelegt und für die Verwaltungsratsmitglieder gesamthaft und individuell angegeben werden. Hinsichtlich der Entschädigung der Geschäftsleitung soll die Offenlegung den Gesamtbetrag einerseits und den Betrag des Mitglieds mit der höchsten Entschädigung andererseits umfassen. Begründet wird diese Transparenz mit dem Selbstkontrahieren: Der Verwaltungsrat befindet i.d.R. selbst über seine Entschädigung.

IV. Weitere rechtliche Aspekte der AG am Kapitalmarkt

Angesichts der Tatsache des organisierten Handels der Effekten stellen sich dem Juristen auch viele Fragen technischer Art, so etwa die börsenmässige Übertragung und Lieferung (Clearing), Sammelverwahrung (Custody) und zunehmende Entmaterialisierung der Wertpapiere. Die Handhabung dieser Fragen wirkt nicht

nur auf das Aktienrecht, sondern auch auf das ZGB und das BEHG zurück. Ein Versuch für eine einheitliche, praktikable und international kompatible gesetzliche Neuordnung ist in Form des Wertpapierverwahrungsgesetzes (WVG) dem Eidgenössischen Finanzdepartement zur weiteren Bearbeitung übergeben worden.

C. Aktienrechtliche Fragen

I. Gleichbehandlung und Transparenz

Zu den aktienrechtlichen Grundprinzipien gehört die Anforderung der Gleichbehandlung der Aktionäre. Gemeint ist aber nicht eine Gleichbehandlung der Aktionäre als Personen, sondern die relative Gleichbehandlung der Anteile an dem in Teilsommen zerlegten Kapital. Es wäre besser, von einer Gleichbehandlung der Aktien zu sprechen. Die zusätzliche Information an grosse, aktive oder institutionelle Aktionäre stellt ein besonderes Problem dar. Auch hier gilt das Verbot der Ausnutzung von Insiderwissen (*Art. 161 StGB*) integral, und es sind die notwendigen Kautelen zu treffen. Nach der hier vertretenen Meinung sind sämtliche Informationen zu gleichen Bedingungen zugänglich zu machen. Jedenfalls darf derjenige, der aus vertraulicher Quelle über bessere Informationen verfügt, nicht handeln (*disclose or abstain*).

II. Nennwertsystem

Das zum voraus bestimmte Aktienkapital wird als Nennwertkapital (vgl. *Art. 621 OR*) verstanden. Das Schweizer Aktienrecht folgt damit dem Nennwertprinzip. Dem Nennwertkapital kommt eine gewisse Garantiefunktion besonders in der Anfangsphase zu; vor allem dient es aber als Ausschüttungssperrziffer. Allerdings bringt das Nennwertsystem mehr Schwierigkeiten als Vorteile. Auch die Aktien müssen einen Nennwert tragen. Hier wird die Diskussion um den Nennwert besonders deutlich.

III. Aktienarten und -variationen

Im Schweizer Aktienrecht können die Aktien auf den Namen oder auf den Inhaber lauten (*Art. 622 Abs. 1 OR*). Namenaktien sind grundsätzlich Ordrepapiere, d.h. mittels Indossament frei übertragbar (*Art. 684 OR*). Sie können vinkuliert sein. Inhaberpapiere sind Inhaberpapiere und werden nach den Regeln der Besitzübertragung übertragen (*Art. 689a Abs. 2 OR*); der Besitz genügt auch zur Legitimation gegenüber der Gesellschaft. Bei Namenaktien bedarf es zur Legitimation gegenüber der Gesellschaft dagegen eines Eintrages ins Aktienbuch (*Art. 689a Abs. 1 OR*). In neuerer Zeit ist ein eindeutiger Trend zur Einheitsaktie auszumachen. Dabei steht die Namenaktie wohl immer noch im Vordergrund.

Das Stimmrecht der Aktien richtet sich grundsätzlich nach den Nennwerten (*Art. 692 Abs. 1 OR*). Jedem Aktionär kommt mindestens eine Stimme zu (*Art. 692 Abs. 2 OR*); diese bleibt auch bei vollständiger Abschreibung des Nennwertes im Falle einer Sanierung erhalten. Die Statuten können die Stimmenzahl der Besitzer mehrerer Aktien beschränken (*Art. 692 Abs. 2, Art. 627 Ziff. 10 OR*). Damit wird auch im Bereich der Inhaberaktien eine Kontrollmöglichkeit geschaffen. In diesem Zusammenhang sind auch die in die Statuten eingefügten sog. Gruppenklauseln von grosser Bedeutung, die anordnen, dass zusammenwirkende Aktionäre als Einheit gelten.

IV. Ausübung der Aktionärsrechte

Das Gesetz sagt, dass der Aktionär seine Rechte in den Angelegenheiten der Gesellschaft in der Generalversammlung ausübt (*Art. 689 Abs. 1 OR*). Er kann dies selbst tun oder sich vertreten lassen. Die Aktienrechtsreform hat die institutionelle Stimmrechtsvertretung (Massenvertretung), insbesondere das Depotstimmrecht der Banken, erstmals gesetzlich geregelt. Es ist dabei zwischen Organvertreter, unabhängigen Stimmrechtsvertreter und Depotvertreter zu unterscheiden. Zu beachten ist, dass die organisierte Stimmrechtsvertretung einem erhöhten Transparenzgebot untersteht, dessen Anforderungen in *Art. 689e OR* geregelt sind.

V. Umgang mit eigenen Aktien (Rückkauf von eigenen Aktien)

Die Aktienrechtsrevision hat den Erwerb eigener Aktien bis zur Grenze von 10% legalisiert, und zwar unter gewissen Voraussetzungen und Kautelen (*Art. 659 OR*).

VI. Bezugsrecht

Das Aktienrecht muss einen Interessenausgleich zwischen der Dynamik der strukturellen Unternehmensentwicklung und der Wahrung der Position, vor allem der vermögensmässigen, der bisherigen Aktionäre treffen. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht ist das Bezugsrecht das herausragende Recht des Aktionärs. Es dient in erster Linie dazu, den Beteiligungswert vor einer Verwässerung zu schützen, die dann eintritt, wenn neue Anteile unter den effektiven relativen Werten ausgegeben werden. Im Normalfall ist dem Aktionär das Bezugsrecht ausgehend vom Nennwert seiner Aktien zu gewähren. Ausnahmsweise kann das Bezugsrecht beim Vorliegen eines wichtigen Grundes eingeschränkt oder aufgehoben werden. Die Lehre hat sich dahin gehend geeinigt, dass unter einem wichtigen Grund ein sachlich zwingender Grund zu verstehen ist. Ein solcher liegt vor, wenn kumulativ folgende drei Voraussetzungen gegeben sind: Der Bezugsrechtsausschluss muss im Interesse der Gesellschaft liegen, dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre Rechnung tragen und darf nicht gegen das Prinzip der schonenden Rechtsausübung verstossen.

VII. Die Festübernahme

In der Praxis verbreitet ist das Institut der Festübernahme. Ohne diese ist ein Anrechtshandel nicht möglich, da die Kapitalerhöhung vorher im Handelsregister eingetragen sein muss. Die Festübernahme hat aber keine gesetzliche Ausgestaltung erfahren. Das Festübernahmeverfahren gestaltet sich wie folgt: Bevor der GV ein Antrag auf Kapitalerhöhung gestellt wird, vereinbart die Gesellschaft mit einem Dritten – meist einer Bank oder einem Bankenkonsortium –, dass dieser sämtliche Aktien aus einer, allerdings noch nicht beschlossenen, Kapitalerhöhung zeichnet

und liberiert. Der Dritte verpflichtet sich lediglich bedingt. Die Kapitalerhöhung muss rechtens beschlossen werden, damit die Zeichnung erfolgen kann. Ausserdem handelt der Dritte nur treuhänderisch: In einer zweiten Phase bietet er die von ihm übernommenen Aktien den Aktionären oder anderen Personen, gemäss dem Beschluss der GV, zum Bezug an.

VIII. Vorratsaktien

Die Praxis hat auch die Schaffung von Vorratsaktien zugelassen, die folgendermassen abläuft: Anlässlich einer Kapitalerhöhung lässt die AG die Aktien durch Treuhänder zeichnen, die dann die Titel zur Verfügung halten, also nicht in den Verkehr setzen.

IX. Zur Syndizierung bei Emissionen von Kapital

Die Emission von Beteiligungspapieren und Anleihen geschieht regelmässig auf dem Weg der Festübernahme. Weil das Emissionsgeschäft ein äusserst ertragreicher Geschäftsbereich ist, versuchen die Banken, an möglichst vielen Transaktionen beteiligt zu sein. Den hohen Gewinnmöglichkeiten stehen aber entsprechende Risiken (vor allem das Platzierungsrisiko) gegenüber. Diesen Risiken wird mit der Bildung von Syndikaten oder Konsortien begegnet, in denen das Risiko auf mehrere Banken verteilt wird. Die beteiligten Finanzinstitute bilden unter der Leitung eines Federführers (Lead Manager) eine einfache Gesellschaft mit dem Zweck der Festübernahme und Platzierung der auszugebenden Titel.

D. Kotierung: Die Zulassung von Effekten an der Börse

I. Grundsätze

Zur Klärung der Frage, was eine „Schweizerische Gesellschaft“ ausmacht, folgt die Schweiz der Inkorporationstheorie (*Art. 154 IPRG*). Kotierung bedeutet die Zulassung von Effekten zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse (*Art. 2 lit. c BEHG*). Zentrale Erstinstanz in Zulassungsfragen ist die Zulassungsstelle der SWX. *Art. 8 BEHG* enthält eine Anzahl von Rahmenvorschriften zu dem für die Zulassung von Effekten zu erlassenden KR. Die Verweisung auf „internationale Standards“ in *Abs. 3* ist höchst bemerkenswert. Das K und dessen Änderungen bedürfen der Zustimmung der Aufsichtsbehörde (EBK).

II. Das Kotierungsreglement

Das gegenwärtige KR datiert vom 24. Januar 1996 und wurde seither in mehreren Schritten partiell revidiert. Das KR bezweckt, den Emittenten einen möglichst freien und gleichen Zugang zur SWX zu verschaffen und für die Anleger Transparenz hinsichtlich der Emittenten und Effekten (Valoren) sicherzustellen (*Art. 1 KR*). Geregelt wird die Zulassung von Effekten zum Börsenhandel, d.h. zum Sekundärmarkt. Der Primärmarkt, d.h. die Emission von Effekten, wird nicht geregelt, da auch das BEHG diesen Bereich von seinem Anwendungsbereich im Wesentlichen ausschliesst. Als auffallendster Grundzug tritt, in Bezug auf die Transparenz, die Orientierung am Grundsatz der „True and Fair View“ in den Vordergrund, die technisch unter Zugrundelegung der Fachempfehlungen zur Rechnungslegung (FER) erfolgte (*Art. 67 KR*).

III. Voraussetzungen der Kotierung

1. Normierung im Kotierungsreglement

Nach der Festlegung des Zweckes des KR (*Art. 1 KR*) und der Klärung von Stellung und Kompetenzen der Zulassungsstelle (*Art. 2-4 KR*) folgen im KR die Normen über die Kotierung, welche den zentralen Teil darstellen. Dabei wird unterschieden zwischen den Voraussetzungen (A.), nämlich Anforderungen an den Emittenten und an den „Valor“, den Publizitätspflichten im Hinblick auf die Kotierung (B.) und schliesslich dem Kotierungsverfahren (C.). Es ist anzumerken, dass im KR eine offensichtliche Unterscheidung zwischen den Regeln für die Kotierung (Abschnitt III) und den Voraussetzungen der Aufrechterhaltung der Kotierung (Abschnitt IV) gemacht wird.

2. Anforderungen an den Emittenten

Es sind verschiedene Kategorien von Emittenten zu unterscheiden. Ordentliche gesellschaftsrechtlich organisierte Emittenten können aus dem In- oder Ausland kommen, wobei Gründung, Statuten oder Gesellschaftsvertrag dem nationalen Recht zu entsprechen haben, dem sie unterliegen (*Art. 6 KR*). Vor der Kotierung muss grundsätzlich über drei volle Geschäftsjahre Rechnung abgelegt worden sein (*Art. 7 Abs. 1 KR*). Das ausgewiesene Eigenkapital des Emittenten muss mindestens CHF 25 Mio. betragen. Ist der Emittent eine „Gruppenobergesellschaft“, so ist das konsolidiert ausgewiesene Eigenkapital massgeblich (*Art. 8 KR*). Öffentlich-rechtliche Emittenten haben die Kotierungsvoraussetzungen sinngemäss zu erfüllen (*Art. 10 KR*).

3. Garantien

Es ist möglich, von der „3-Jahres-Regel“ und den Anforderungen an die Kapitalausstattung abzuweichen, wenn ein Garant ersatzweise für die mit dem Valor verbundenen Verpflichtungen ein Sicherungsversprechen abgibt (*Art. 11 KR*).

4. Anforderungen an den Valor

Art. 12 KR hält die essenzielle Anforderung des Rechtsbestandes fest. Die entsprechende Richtlinie verlangt, dass Options- und Anleihsbedingungen grundsätzlich dem Schweizer Recht unterstellt sind und ein schweizerischer Gerichtsstand gilt. Sind die Beteiligungsrechte eines Emitteten weder in seinem Heimatstaat noch in dem Land der hauptsächlichen Verbreitung kotiert, so ist nachzuweisen, dass die Kotierung nicht aus Gründen des Anlegerschutzes unterblieben ist (*Art. 27 KR*). Die Kotierung muss sich auf alle bereits begebenen Effekten des gleichen Valors beziehen (*Art. 13 KR*, sog. gattungsmässige Kotierung). Die Streuung eines Valors muss einen marktmässigen Handel gewährleisten. Grundsätzlich gilt bei Beteiligungsrechten, dass mindestens 25% im Publikum gestreut sein müssen (*Art. 17 KR*). Das KR regelt die Ausgestaltung der Valoren in Wertpapierform (*Art. 21-24 KR*).

5. Publizitätspflichten bei der Kotierung; Kotierungsprospekt

Art. 32 KR hält den Grundsatz des Kotierungsprospektes fest. Der Inhalt desselben ist in drei Grundzügen in *Art. 35 KR*, dann aber vor allem in Anhang I zum KR geregelt. Es sind Ausnahmen und Kürzungen möglich (*Art. 38 ff. KR*). Der Kotierungsprospekt darf keine aufdringlichen Anpreisungen und Darstellungen enthalten (*Art. 37 KR*).

6. Spezielle Anforderungen an Investmentgesellschaften als Emittenten

Ein besonderes Segment an der SWX bilden die sog. Investmentgesellschaften. Für diese besteht ein spezielles Zusatzreglement, welches nach dem Vorbild des KR aufgebaut ist. Diese Gesellschaften, die z.T. als aktive Aktionäre in bedeutende Beteiligungen investieren, sind materiell Anlagefondes. Sie unterstehen dem AFG aber nicht, weil dieses in gesellschaftsrechtlicher Form organisiertes Vermögen heute nicht unterstellt (*Art. 3 Abs. 2 AFG*). Dies ist jedoch kritisch und stellt einen wichtigen Punkt der laufenden Totalrevision des AFG dar.

7. Spezielle Anforderungen für die Kotierung von Effekten am New Market

Einen weiteren besonderen Bereich bildeten seit 1999 die „jungen“ Unternehmen, für welche ebenfalls ein spezielles Zusatzreglement besteht. Im März 2004 gab die SWX jedoch die definitive Abschaffung des New Market bekannt.

IV. Rechtsfolgen der Kotierung

1. Rechnungslegung nach „True and Fair View“; FER-Regeln; Anerkennung ausländischer gleichartiger Vorschriften (KR 66)

Die Rechnungslegungsvorschriften orientieren sich am Grundsatz der „True and Fair View“ (*Art. 66 KR*). Die detaillierten Regeln zur Rechnungslegung basieren auf den FER-Regeln (*Art. 67 KR*). Das KR verweist global auf die von der Schweizer Börse anerkannten und akzeptierten Regelwerke zur Rechnungslegung (Swiss GAAP FER, IFRS, US GAAP: *Art. 70 KR*). Vorgeschrieben ist auch eine Zwischenberichterstattung (*Art. 65 KR*).

2. Ad-hoc-Publizität (Art. 72 KR)

Zu den Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung gehört neben der periodischen Berichterstattung (*Art. 64 f. KR*) und den Rechnungslegungsvorschriften (*Art. 66-71b KR*) auch die Ad-hoc-Publizität. Dabei handelt es sich um die Verpflichtung zur kontinuierlichen Bekanntgabe kursrelevanter Informationen. Internationalrechtlich ist für die Abgrenzung der Anwendbarkeit darauf abzustellen, ob in der Schweiz die Primärkotierung erfolgte oder ob es sich um eine Sekundärkotierung handelt. Bei Primärkotierung gilt *Art. 72 KR*, bei Sekundärkotierung gelten die Vorschriften des Herkunftslandes. Der Regelungszweck der Ad-hoc-Publizität ist einerseits in der Verbesserung der Transparenz und Markteffizienz zu sehen; andererseits soll er aber auch der Prävention von Insiderdelikten dienen.

3. Richtlinien der SWX

Die Corporate Governance-Richtlinie der SWX (RLCG) bezweckt, die Emittenten zu veranlassen, den Investoren bestimmte Schlüsselinformationen zur Corporate Governance in geeigneter Form zugänglich zu machen.

4. Unabhängigkeit der Revisionsstelle

Einen besonderen Problemkreis bildet neben der Rechnungslegung die Unabhängigkeit der Prüfungsgesellschaften, die aber nicht besonders qualifiziert sein müssen (*Art. 71a KR*). Interessenkonflikte können insbesondere entstehen, wenn eine Revisionsgesellschaft für die zu revidierende Gesellschaft gleichzeitig Managementberatung vornimmt. Der Begriff der Unabhängigkeit umfasst sowohl die innere Unabhängigkeit als auch die Unabhängigkeit aus Sicht eines objektiven Dritten.

5. Aktienrechtliche Folgen der Börsenkotierung

Das Aktienrecht trifft an mehreren Stellen eine Differenzierung nach dem Kriterium der Kotierung: Bekanntgabe der Beteiligungsverhältnisse (*Art. 663c OR*), Offenlegung der Rechnung (*Art. 697h Ziff. 2 OR*), fachliche Qualifikation der Revisoren (*Art. 727b Abs. 1 Ziff. 2 OR*), Vinkulierungsmöglichkeiten (*Art. 685d OR*).

V. Aufhebung der Kotierung, Sistierung und Dekotierung

Die Kotierung eines fälligen oder vorzeitig rückzahlbaren Valors wird ohne vorherige Bekanntmachung auf den zweiten Bankwerktag vor dem Rückzahlungsdatum aufgehoben (vgl. *Art. 78 KR*). Die Zulassungsstelle kann die Kotierung eines Valors auf Antrag des Emittenten oder aus eigener Initiative vorübergehend sistieren, wenn ausserordentliche Umstände, insbesondere die Verletzung wichtiger Informationspflichten durch den Emittenten, dies als geboten erscheinen lassen (*Art. 79 KR*). Die Streichung der Kotierung (Dekotierung) ist in *Art. 80 KR* geregelt. Dabei müssen der Schutz des Anlegers, der ordnungsgemässe Handel und

die Interessen des Emittenten berücksichtigt werden. Weiter hat die Ankündigung der Dekotierung mindestens drei Monate vor dem letzten Handelstag mittels Publikation eines Inserates (*Art. 46 KR*) und einer offiziellen Mitteilung der SWX zu erfolgen.

E. Prospektpflicht und Prospekthaftung

I. Prospektpflicht

Art. 652a OR legt fest, wann und in welcher Form für das öffentliche Angebot zur Zeichnung von Aktien ein Emissionsprospekt zu erstellen ist. In gleicher Weise besteht ein Prospektzwang bei der Ausgabe von Anlehensobligationen (*Art. 1156 OR*). In erster Linie ist festzulegen, wann ein öffentliches Angebot oder eine öffentliche Auflage zur Zeichnung vorliegt. Diesbezüglich wird hier die Auffassung vertreten, dass ein öffentliches Angebot dann vorliegt, wenn ein Kreis von 20 oder mehr Personen angesprochen wird. Was den Inhalt des Emissionsprospektes anbelangt, ist *Art. 652a Abs. 1 OR* einschlägig.

II. Prospekthaftung

Art. 752 OR regelt im Abschnitt über die aktienrechtliche Verantwortlichkeit die Haftung für den Emissionsprospekt. Diese Haftung ist sehr weitgehend und erfasst grundsätzlich jeden Mitwirkenden. Auch im Hinblick auf Titel sind nicht nur Aktien und Obligationen eingeschlossen, vielmehr auch alle anderen Titel, die mit Effekten im Sinne des BEHG gleichzusetzen sind. Weiter kann sich die Verantwortlichkeit nicht nur aus formellen Emissionsprospekten ergeben, sondern auch aus ähnlichen Mitteilungen. Die Haftung geht auch hinsichtlich der Schuldfrage weit, denn es ist für jede Verschuldensform zu haften, also bereits für leichte Fahrlässigkeit. Weiter ist zu dieser Haftung zu bemerken, dass hinsichtlich der Aktivlegitimation mit Erwerber nicht nur Ersterwerber, sondern auch spätere Käufer gemeint sind.

F. Obligationenanleihen und Gläubigergemeinschaft

I. Obligationenanleihen und Warrants

Im OR selbst findet sich keine gesamtheitliche Definition zur Obligationenanleihe. Der Gesetzgeber widmet ihr aber den letzten Titel des OR (*Art. 1156-1186*). Bei der Anleiheobligation handelt es sich um ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen, das zu einheitlichen Bedingungen öffentlich emittiert wird (*Art. 1157 OR*). Dabei schliesst der Emittent bzw. Anleihenschuldner mit einer Vielzahl von Anleihensgläubigern selbständige Darlehensverträge ab. Es können bei Anleihen verschiedene Erscheinungsformen unterschieden werden: öffentlich und privat platzierte, ohne (gewöhnliche Obligationenanleihe) und mit Eigenkapitalbezug (Options¹- und Wandelanleihe²). In allen Fällen bilden die Gläubiger von Obligationenanleihen gegenüber inländischen Anleihenschuldnern von Gesetzes wegen eine Gemeinschaft (Gläubigergemeinschaft; keine juristische Person). Die Gläubigergemeinschaft ist nicht zur Erhebung einer Prospekthaftungsklage gegen Dritte legitimiert. Sie ist dagegen primär befugt, geeignete Massnahmen zur Sanierung zu treffen, wenn der Anleihenschuldner in eine Notlage geraten ist (*Art. 1164 Abs. 1 OR*). Sie kann aber auch andere Massnahmen beschliessen, vorausgesetzt, sie liegen im gemeinsamen Interesse der Anleihensgläubiger und beziehen sich auf das Anleiheverhältnis.

II. Gläubigergemeinschaft

Anwendungsvoraussetzung der Sonderbestimmungen über die Gläubigergemeinschaft ist, dass der Schuldner seinen Sitz oder eine geschäftliche Niederlassung in der Schweiz hat (*Art. 1157 Abs. 1 OR i.V.m. Art. 21 Abs. 3 IPRG*). Damit genügt für die Begründung einer geschäftlichen Niederlassung weder die Vereinbarung eines Erfüllungsortes oder eines Gerichtsstandes in der Schweiz noch die Bezeichnung einer Schweizer Bank als Treuhänderin oder Agentin des Schuldners. Ausserdem ist erforderlich, dass die Anleihe öffentlich ausgegeben wird – es ist unerheblich, ob dies via Festübernahme oder kommissionsweise Platzierung

¹Verbunden mit einem separaten Optionsschein (Warrant).

²Das Wandelrecht ist untrennbar mit der Wandelanleihe verbunden.

geschieht.

G. Börsenrechtliche Meldepflichten

Das BEHG legt u.a. Pflichten zur Offenlegung von Beteiligungen fest (4. Abschnitt), und zwar für Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind (*Art. 20 Abs. 1 BEHG*). Mit der Einführung der Meldepflicht des Aktionärs beim Erreichen, Über- oder Unterschreiten von Beteiligungsschwellen beim Erwerb bzw. Veräusserung von Aktien sowie der Informationspflicht der betroffenen Publikumsgesellschaft ist das Verhältnis zwischen einer Publikumsgesellschaft und ihren Aktionären wesentlich erweitert worden. Die Meldepflicht bedeutender Aktionäre verfolgt hauptsächlich zwei Zielsetzungen: Zunächst soll mit der verbesserten Transparenz von kursrelevanten Beteiligungsverhältnissen die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sichergestellt werden, indem missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge beseitigt werden. Im Weiteren soll die eng mit den öffentlichen Kaufangeboten verknüpfte Meldepflicht den heimlichen Erwerb, aber auch die verdeckte Veräusserung massgeblicher Beteiligungen über die Börse verunmöglichen. Die Meldepflicht besteht, ob die Stimmrechte ausübbar sind oder nicht (*Art. 20 Abs. 1 BEHG*).

Da die Börsen die zentrale Meldestelle sind (vgl. *Art. 20 Abs. 1 BEHG*), wurde auch nach verfahrensmässigen Möglichkeiten gesucht, der Börse im Sinne einer Stärkung ihrer Autorität auch den Erstentscheid über Zweifelsfälle und Ausnahmefälle (*Art. 20 Abs. 6 BEHG*) einzuräumen. Das im Gesetz im Zusammenhang mit der UEK vorgesehene Instrument der Empfehlungen (*Art. 23 Abs. 3 BEHG*) wurde damit auf dem Verordnungsweg auch im Meldewesen eingerichtet. Die Börse besitzt heute eine Offenlegungsstelle (OLS), welche diese Empfehlungen erlässt.

Die Meldepflicht entsteht mit der Begründung eines Anspruches im Rechtssinne auf Erwerb oder Veräusserung von Aktien, sofern dadurch Grenzwerte erreicht, über- oder unterschritten werden (vgl. *Art. 10 Abs. 2 BEHV-EBK*). Der Inhalt einer Meldung ist in der BEHV-EKB eingehend geregelt. Meldepflichtig ist der wirtschaftlich Berechtigte (*Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK*). Das „Handeln in gemeinsamer Absprache“ wurde in *Art. 15 BEHV-EBK* geregelt.

H. Öffentliche Kaufangebote und Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots

I. Übernahmerecht: Geltungsbereich und Ordnung der Vorschriften

Das Recht der Übernahmeangebote ist im BEHG (5. Abschnitt), in der BEHV-EBK (4. Kapitel) und in der UEV-UEK geregelt. Während sich die BEHV-EBK nach ihrem Wortlaut nur auf die Pflichtangebote bezieht, gelten BEHG und UEV-UEK für alle öffentlichen Kaufangebote. Zu beachten ist schliesslich *Art. 52 BEHG*. Derzeit befinden sich die BEHV-EBK und die UEV-UEK in Revision. Im Folgenden werden bereits die revidierten Bestimmungen erläutert.

Das BEHG legt in Bezug auf schweizerische Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind (Zielgesellschaften), eine Angebotspflicht an alle Aktionäre fest (*Art. 22 BEHG*). Diese trifft jeden Aktionär, der die kritische Schwelle von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte überschreiten. *Art. 32 Abs. 1 BEHG* lässt auch das Opting Up, *Art. 22 BEHG* das Opting Out zu. Wird ein Opting Out erst später gewählt (nach der Kotierung), wird in *Art. 22 Abs. 3 BEHG* auf die Norm zur Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen Bezug genommen (*Art. 706 OR*). Die Aufnahme eines Opting Up generell und eines Opting Out vor der Kotierung hingegen ist im Lichte von *Art. 703 OR* zu prüfen.

Öffentliche Kaufangebote sind prospektpflichtig (*Art. 24 Abs. 1 BEHG*). *Art. 32 BEHG* legt fest, dass grundsätzlich ein öffentliches Angebot abzugeben ist, wenn der Schwellenwert von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte durch einen Aktionär oder mehrere Zusammenwirkende überschritten wird.

II. Die Übernahmekommission als Aufsichtsinstanz

Einrichtung und Funktion der UEK sind in *Art. 23 BEHG* bestimmt. Die Empfehlungen der UEK werden laufend veröffentlicht. Der UEK kommt auch ein Antragsrecht auf die von der Aufsichtsbehörde im Melde- und Übernahmebereich zu erlassenden Bestimmungen zu (*Art. 20 Abs. 5, Art. 32 Abs. 6 BEHG*). Dieses Antragsrecht ist so zu verstehen, dass zwischen den Behörden vor dem Erlass der Bestimmungen ein sachbezogener Dialog über die Entwürfe zu pflegen ist; das

Entscheidungsrecht kommt aber der Aufsichtsbehörde zu. Wer Effekten erwerben will, kann über Bestand oder Nichtbestand einer Offenlegungspflicht einen Entscheid der Aufsichtsbehörde einholen (*Art. 20 Abs. 6 BEHG*), die Meldung selbst hat jedoch an die Gesellschaft und die Börsen zu ergehen (*Art. 20 Abs. 1 BEHG*). In analoger Weise weisen die Bestimmungen betreffend die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes die Kompetenz zur Gewährung von Ausnahmen der Aufsichtsbehörde zu (*Art. 32 Abs. 2 BEHG*), während sonst die UEK die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall überprüft (*Art. 23 Abs. 3 BEHG*) und Empfehlungen abgibt, deren Nichtbefolgung wiederum zu einer Verfügung der Aufsichtsbehörde führen kann (*Art. 23 Abs. 3 und 4 BEHG*). Diese Kompetenzvermischung wurde in *Art. 22 Abs. 3-5 BEHV-EBK* entschärft.

III. Vorschriften zum Angebot

Die Pflichten des Anbieters gelten für alle, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln (*Art. 24 Abs. 3 BEHG*). Das Angebot hat sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft zu erstrecken (*Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK*). Es muss die Besitzer von Beteiligungspapieren der gleichen Art gleich behandeln (*Art. 26 BEHG*). Das Angebot ist vor der Veröffentlichung einerseits vor der Aufsichtsbehörde anerkannten Revisionsstelle oder einem Effekthändler zur Prüfung zu unterbreiten (Prüfstelle; *Art. 25 BEHG*). Das Ergebnis des Angebotes ist nach Ablauf der Angebotsfrist zu veröffentlichen (*Art. 27 BEHG*). Bei konkurrierenden Angeboten muss eine freie Wahlmöglichkeit bestehen (*Art. 30 BEHG*).

IV. Besondere Meldepflichten während eines laufenden Übernahmeangebotes

Von der Veröffentlichung des Angebotes bis zum Ablauf der Angebotsfrist gelten besondere Meldepflichten, um die Transparenz aller Bewegungen zu gewährleisten. Der Anbieter selber, der bereits über mindestens 5% der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, hat jede Änderung zu melden; dies gilt auch für alle Drit-

ten, die mit einer Quote von mindestens 5% beteiligt sind (*Art. 31 Abs. 1 BEHG*).

V. Angebotspflicht

Hervorzuheben ist hier die Preisbestimmungsklausel von *Art. 32 Abs. 4 BEHG*, die weiterhin, jedoch in limitiertem Umfang, Paketzuschläge zulässt. Eine Zeit lang war umstritten, ob der Erwerb eigener Beteiligungspapiere, insbesondere deren Rückkauf durch eine börsenkotierte Gesellschaft, der Übernahmeregelung des BEHG untersteht. Dazu erliess die UEK eine Mitteilung, welche an quantitative Kriterien anknüpft.

VI. Zusätzliche Bestimmungen der Übernahmekommission

Gemäss *Art. 28 BEHG* hat die UEK zusätzliche Bestimmungen zu erlassen. Dazu kommen Bestimmungen über den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft und über die Massnahmen, die unzulässigerweise darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern (*Art. 29 Abs. 3 BEHG*), sowie die Bestimmungen über die konkurrierenden Angebote und ihre Auswirkungen auf das erste Angebot (*Art. 30 Abs. 2 BEHG*). Die UEK hat diese zusätzlichen Bestimmungen in Form der UEV-UEK festgelegt.

VII. Pflichten der Zielgesellschaft und Abwehrmassnahmen

Das BEHG enthält eine detaillierte Übernahmeregelung. Von Bedeutung ist hier, dass *Art. 29 BEHG* direkt auch der aktienrechtlichen Ordnung zugehörige Pflichten statuiert, d.h. dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Rechte und Pflichten während eines laufenden Kaufangebotes auferlegt. Die Missachtung dieser Vorschriften zieht Strafe nach sich, und zwar für denjenigen, der die Stellungnahme unterlässt oder unwahre oder unvollständige Angaben macht (*Art. 42 BEHG*).

VIII. Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere nach einem Übernahmeangebot (Squeeze-out)

Das Aktienrecht lässt in keiner Weise zu, dass die Mitgliedschaft eines Aktionärs aufgehoben wird, ja es bedroht solche Absichten schlicht mit der Nichtigkeitsfolge (*Art. 706b OR*). Das BEHG sieht nun aber eine Kraftloserklärung nach einem öffentlichen Kaufangebot vor, wenn der Erwerber mehr als 98% der Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben hat. Dieses Verfahren stellt einen Ausschluss der verbleibenden Minderheit dar. Die Schwelle von 98% ist jedoch hoch angesetzt (vgl. *Art. 33 BEHG*). Die BEHV regelt Verfahrensfragen, einerseits zur Berechnungsweise, andererseits zum Verfahren. Für die Schwelle von 98% zählen auch die nicht ausübenden Stimmrechte, und die Schwelle kann auch hier durch Zusammenwirken erreicht werden (*Art. 54 BEHV*).

IX. Verfahrensaspekte

Die einzelnen Angebote werden durch Ausschüsse der UEK behandelt, die in der Regel aus drei Mitgliedern bestehen (*Art. 52 UEV-UEK*). Der Anbieter und die Zielgesellschaft haben Parteistellung (*Art. 53 UEV-UEK*). Die Beratungen der UEK sind geheim (*Art. 56 UEV-UEK*).

X. Sanktionen

An strafrechtlichen Sanktionen fehlt es im Bereich der Verletzung der Angebotspflicht; es ist zu vermuten, dass darin ein gesetzgeberisches Versehen liegt. Zu beachten sind jedoch *Art. 32 Abs. 7 und Art. 35 Abs. 3 BEHG*.

XI. Rechtsweg

Die Kompetenz der UEK beschränkt sich darauf, Empfehlungen abzugeben. Insbesondere kann sie keine Verfügungen erlassen. Mangels verbindlicher Rechtswir-

kung ist eine Empfehlung von einer beteiligten Partei aber weder an die gesamte UEK weiterziehbar noch anfechtbar; in Frage kommt nur ein Wiedererwägungsgesuch (*Art. 3 Abs. 3 UEV-UEK*). Den Adressaten einer Empfehlung steht es grundsätzlich frei, ob sie sich an die Empfehlung halten wollen oder nicht. Wird diese von den Parteien abgelehnt oder missachtet, wird der Fall von der UEK an die EBK als Aufsichtsbehörde überwiesen, welche ein formelles Verwaltungsverfahren einleitet und eine Verfügung erlassen kann (*Art. 23 Abs. 4 BEHG, Art. 5 UEV-UEK*). Die Verfügung der EBK unterliegt danach unmittelbar der Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht (*Art. 39 BEHG*).

I. Praxis der Übernahmekommission (Empfehlungen)

Mit Wirkung auf den 1. Januar 1998 übernahm die UEK die Aufgaben der Kommission für Regulierungsfragen der Schweizer Börse, welche im Zusammenhang mit dem freiwilligen Swiss Takeover Code seit 1989 aktiv war. Die Praxis der SWX-Kommission für Regulierungsfragen ist aber auch unter dem BEHG weiter von Bedeutung. In verschiedensten Fällen wurden die Empfehlungen der UEK vor die Übernahmekammer der EBK gebracht. Die EBK zeigt sich in ihren Eingriffen jedoch zurückhaltend. Die einzigen Entscheide des Bundesgerichtes unter der Übernahmeregelung des BEHG betreffen bis zum jetzigen Zeitpunkt Fragen zum Pflichtangebot.

J. Angriff und Verteidigung

I. Glossarium

Die Literatur über Takeover-Probleme kennt eine Anzahl von speziellen Begriffen, welche typische Situationen und Vorgehensweisen beschreiben. Einen Teil dieser, allesamt aus dem anglo-amerikanischen Raum stammenden und zum Jargon gewordenen, Begriffe werden hier im Kontext mit schweizerischem Recht kurz

erläutert.

Beurteilungsmaxime (benchmark) muss das Gesellschaftsinteresse sein, und eine Interessenabwägung drängt sich in der Regel auf.

Die Ausgestaltung von Poison Pills ist vielfältig. Sie weisen einen einfachen Mechanismus auf: Es werden Bezugs- oder Rechtsverhältnisse geschaffen, die erst in einem späteren Zeitpunkt aktiviert bzw. bis dahin suspendiert werden. Diese Bezugsrechte oder Optionen werden z.B. den Aktionären als Dividende verteilt und geben ihrem Inhaber bei einem Unfriendly Takeover das Recht, der Gesellschaft seine Aktien zu einem vorbestimmten Preis zurückzukaufen. Es handelt sich um eine programmierte Verwässerung oder sonstige Verschlechterung ausstehender Papiere. Poison Pills sind u.a. aktienrechtswidrig, wenn sie den Übergang der Kontrolle verhindern, indem sie die Gesellschaft lagfristig schädigen (*Art. 652b, Art. 659, Art. 706, Art. 706b, Art. 717 OR, Art. 29 Abs. 2 BEHG*).

Bei Golden Parachutes handelt es sich um Abgangsentschädigungen der Gesellschaft an ihr Spitzenkader im Falle einer nicht erwünschten Kontrollübernahme. Eine ähnliche Konstruktion wie die Golden Parachutes stellen die sog. Long-term Service Agreements oder Management Contracts dar. Dieser Vertrag kann dann vom Übernehmer nur unter Bezahlung von Schadenersatz aufgelöst werden. Golden Parachutes sind sowohl gemäss *Art. 35 Abs. 2 lit. c UEV-UEK* als auch unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten gesetzwidrig, sofern ihre Höhe über eine wirtschaftlich gerechtfertigte und anständige Abfindung hinausgeht.

Bei einem Green Mail(-ing) handelt es sich um den Rückkauf der Aktien vom Übernehmer, der mit seinem Aktienpaket den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung mit Forderungen unter Druck setzt, gegen Auszahlung einer saftigen Prämie. Das kann gegen *Art. 29 Abs. 2 BEHG* verstossen. Das Black Mailing entspricht dem Green Mailing, ausser dass hier die Druckausübung des Angreifers auf Rückkauf der eigenen Aktien der Gesellschaft erpresserisch wirkt.

Das White Knight-Konzept besteht darin, dass die Gesellschaft nach einem Dritten (dem Weissen Ritter) sucht, welcher die Zielgesellschaft oder ein strategisches Paket daran übernimmt.

Lock-up-Klauseln werden von einem Teil der Lehre auch Petrifizierungsklauseln genannt. Diese legen für die Fassung bestimmter Beschlüsse grössere Mehrheiten fest, als es das Gesetz bestimmt (*Art. 704 Abs. 2 OR*), wodurch die Gesellschaft faktisch versteinert wird. Mehrheitlich werden in Lehre und Praxis darunter aber Klauseln verstanden, welche jeder möglichen Einmischung von dritter Seite von vornherein vorbeugen.

Unter Scorched Earth und Crown Jewels wird der defensive Kauf oder Verkauf

von wichtigen Betriebsteilen verstanden. Dieses Vorgehen soll die Gesellschaft für einen Erwerber unattraktiv machen.

Bei einer Pac-Man-Verteidigung liegt ein Übernahmeangebot des Angreifers für die Aktien des Angegriffenen vor, und der Angegriffene geht seinerseits zum Angriff über.

Wenn die Mitglieder der Verwaltung oder der Geschäftsführung ihre eigene Gesellschaft durch den Ankauf der Aktienmehrheit erwerben, spricht man von einem Management-Buy-out (MBO).

Unter Proxy Fights versteht man die im amerikanischen Recht beliebten Abstimmungskämpfe an Generalversammlungen.

II. Börsenrechtliche Bestimmungen

Die börsengesetzliche Übernahmepflicht dürfte insofern eine dämpfende Wirkung auf Übernahmen zeitigen, als das Pflichtangebot i.S.v. *Art. 32 BEHG* Unternehmensübernahmen verteuert. Es ist in der Regel nicht mehr möglich, ein $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte überschreitendes Paket einer kotierten Gesellschaft zu erwerben, ohne der Angebotspflicht an die übrigen Aktionäre zu unterstehen. In einer Übernahmesituation vermag eine Bezugnahme auf das Gesellschafts- oder Unternehmensinteresse wenig an Entscheidungsrichtlinien herzugeben.

III. Aktienrechtliche Mittel im Übernahmebereich

Der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre des Schweizer Aktienrechts (*Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 und Art. 717 Abs. 2 OR*) verbietet Emissionen mit einem Verwässerungseffekt nur zulasten eines Angreifers.

Das klassische Quintett der (statutarischen) Verteidigungsmassnahmen des Schweizer Aktienrechts besteht aus: Kombination von Vinkulierung mit Prozentklausel, Stimmrechtsbegrenzung, Vertretungsbeschränkung, Abwählerschwerung für den VR und die Erschwerung der Abänderung von gewissen Statutenklauseln. Diese Mittel sind aber von beschränkter Wirkung. Die beste Verteidigung ist, über eine Mehrheit der Aktien zu verfügen.

IV. Die Frage bedingter Angebote

Es ist zu beachten, dass bedingte Angebote auch unter dem BEHG weiterhin zulässig sind. Bei Pflichtangeboten wird dafür jedoch ein wichtiger Grund verlangt (*Art. 32 BEHV-EBK*), wobei die Liste in *Art. 32 BEHV-EBK* nicht als abschliessend anzusehen ist.