



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter / Thomas Werlen

Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht

17. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen
Tagungsband 2021



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht

17. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen

Tagungsband 2021



Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht von Thomas U. Reutter und Thomas Werlen wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](#) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2023 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

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

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-564-8 (Print – Softcover)

978-3-03805-565-5 (PDF)

978-3-03805-566-2 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-564>

Version: 1.01 – 20230213

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/aktuelle-fragen-zum-schweizerischen-und-internationalen-kapitalmarktrecht/>.

Vorwort

Die nunmehr 17. EIZ-Tagung „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“ stand noch immer unter dem Eindruck der Corona-Pandemie. Aber auch die dynamische technologische Weiterentwicklung sowie die noch immer fortschreitende Zunahme der Regulierung sind Tendenzen, die den Kapitalmarkt und damit auch die Kapitalmarktjuristen stark beschäftigen.

Die mit der Corona-Krise verbundenen realwirtschaftlichen und geldpolitischen Massnahmen haben sich massiv auf den Kapitalmarkt ausgewirkt. Sie sorgten insbesondere auch für grosse Liquidität und Aktivität an den Märkten, was Phänomene wie „SPACs“ – special purpose acquisition companies – befeuerte und Fragen zu deren Regulierung aufwarf. Trotz der erwähnten wirtschaftspolitischen Massnahmen konnten Zusammenbrüche einiger globaler Fonds nicht verhindert werden. Während die Aufarbeitung dieser Fälle die Gerichte noch länger beschäftigen wird, lassen sich bereits heute schon die Hintergründe analysieren und daraus Schlüsse ziehen für mehr Resilienz bei den Kapitalmarktteilnehmern.

Resilienz ist auch das Kernanliegen aller ESG-Initiativen und -reformen auf dem Kapitalmarkt, welche nicht zuletzt durch die Pandemie noch einmal an Fahrt gewannen. Gleichzeitig werden die ESG-Offenlegungsvorschriften die Klageindustrie befeuern (Stichwort: Greenwashing) Sodann beschäftigen alte Bekannte die Kapitalmärkte: Neue Regulierungsvorhaben. Die LIBOR-Saron-Ablösung Ende 2021 war eines der brennenden Themen für die Kapitalmarktteilnehmer, wird aber mit der Libor Sofr Ablösung im USD dieses Jahr weiterhin aktuell bleiben. Auf nationaler Ebene sorgte und sorgt die FIDLEG Umsetzung für neue Fragen, insbesondere im Bereich der Corporate Finance Beratung. Die Aktienrechtsrevision wird naturgemäß ebenfalls einen Einfluss auf die Kapitalmarktpraxis haben. Das neue Institut des Kapitalbandes ist dabei von besonderem Interesse und es wird sich weisen, welchen Anklang es in der Praxis finden wird.

Mit diesem Tagungsband können die Beiträge einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden. Patrick Hünerwadel und Dominique Müller befassen sich mit lombardgesicherten Krediten und Margin Calls sowie mit den damit verbundenen rechtlichen Risiken. Urs Kägi befasst sich mit den schweizerischen Aspekten des SPAC Phänomens und deren Regulierungen und Oliver Seiler mit den internationalen Aspekten. Simon Vorburger und Olivier Buff geben einen Überblick über die Streitigkeiten, Verfahren und Risiken für Emittenten mit Bezug zu ESG-Themen. Matthias Courvoisier und Philip

Spoerlé stellen die Einsatzmöglichkeiten des neuen Institutes des Kapitalbands dar. Sandro Fehlmann erläutert, inwiefern die Corporate Finance Praxis vom Finanzdienstleistungsgesetz erfasst wird. Daniel Häusermann vermittelt einen Überblick über die neuesten Entwicklungen im Bereich der Emittentenregulierung.

Die Tagung richtete sich wie seit mittlerweile 17 Jahren an Rechtsanwälte, Unternehmensjuristen und juristisch interessierte Kapitalmarktpraktizierende. Der Fokus lag wie jedes Jahr auf der Vermittlung von praktischem Know-how und dem interaktiven Austausch.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung dieses Bandes möchten wir herzlich danken: den Referenten und Verfassern von Beiträgen, Ivana Cabalzar für die Durchführung der Veranstaltung sowie Sue Osterwalder und Petra Bitterli für die Gestaltung dieses Tagungsbandes.

Zürich im Dezember 2022

Thomas U. Reutter/Thomas Werlen

Inhaltsübersicht

<u>Refresher zu Margin Calls und Lombards</u>	9
Dr. iur. PATRICK HÜNERWADEL, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich	
lic. iur. DOMINIQUE MÜLLER, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz & Staehelin, Zürich	
<u>Klimaklagen als Form von „ESG“-Streitigkeiten</u>	31
Dr. iur. SIMON VORBURGER, Rechtsanwalt, LL.M., Lehrbeauftragter an der Universität Zürich, Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan, Zürich	
OLIVIER BUFF, Rechtsanwalt, Quinn Emanuel Urquhart & Sullivan, Zürich	
<u>SPACs International unter Berücksichtigung von Reformvorschlägen der Securities Exchange Commission</u>	61
Dr. iur. OLIVER SEILER, Rechtsanwalt, LL.M., Latham & Watkins LLP, Frankfurt am Main	
Dr. iur. CAMILLA KEHLER-WEISS, Rechtsanwältin, Latham & Watkins LLP, Frankfurt am Main	
<u>SPACs in der Schweiz: Die Regulierung von SPACs gemäss dem revidierten Kotierungsreglement der SIX</u>	85
Dr. iur. URS KÄGI, Rechtsanwalt, LL.M., Bär & Karrer AG, Zürich	
MATTHIAS TANNER, Rechtsanwalt, LL.M., Bär & Karrer AG, Zürich	
<u>Der Einsatz des Kapitalbands für Kapitalmarkttransaktionen</u>	113
Dr. iur. MATTHIAS COURVOISIER, Rechtsanwalt, MSc in Finance, Baker McKenzie, Zürich	
Dr. iur. PHILIP SPOERLÉ, Rechtsanwalt, Baker McKenzie, Zürich	
<u>Corporate Finance im Lichte des FIDLEG</u>	137
SANDRO FEHLMANN, Rechtsanwalt, LL.M., Advestra AG, Zürich	
<u>Aktuelles von der SIX-Emittentenregulierung: SDX, Sparks, Ad-hoc-Publizität</u>	167
Prof. Dr. iur. DANIEL HÄUSERMANN, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich	

Refresher zu Margin Calls und Lombards

Patrick Hünerwadel/Dominique Müller*

Inhalt

I.	<u>Der Lombardkredit</u>	10
1.	<u>Begriff und Erscheinungsform des Lombardkredits</u>	10
2.	<u>Verwendung</u>	11
3.	<u>Bemessung des Lombardkredits</u>	12
a)	<u>Belehnungssatz, Belehnungswert und Margin</u>	12
b)	<u>Margin</u>	13
c)	<u>Beispiel LTV/Margin und sich dabei ergebende Hebelwirkung</u>	14
4.	<u>Margin Calls</u>	16
a)	<u>Generelles zum Margin Call</u>	16
b)	<u>Rechtsmissbräuchlicher Margin Call?</u>	17
5.	<u>Massnahmen des Finanzinstituts bei Nichterfüllung eines Margin Calls</u>	18
6.	<u>Verwertung von Sicherheiten</u>	18
a)	<u>Verwertung von Sicherheiten im Allgemeinen</u>	18
b)	<u>(Prozessuale) Handlungsoptionen des Kunden</u>	20
aa)	<u>Gerichtliches Verbot</u>	20
bb)	<u>Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen</u>	21
cc)	<u>Strafrechtliche Optionen?</u>	21
c)	<u>(Prozessuale) Handlungsoptionen des Finanzinstituts</u>	22
aa)	<u>Schutzschrift</u>	23
bb)	<u>Geltendmachung der Zahlungsverpflichtung des Kunden</u>	23
cc)	<u>Arrest</u>	23
II.	<u>Fallbeispiel notleidend gewordener Lombardkredite</u>	24
III.	<u>Fazit</u>	29
	<u>Literaturverzeichnis</u>	30

* Die Autoren danken MLaw Angela Graf für ihre Unterstützung bei der Ausarbeitung dieses Beitrages.

I. Der Lombardkredit

1. Begriff und Erscheinungsform des Lombardkredits

Der Lombardkredit ist in seiner ursprünglichen Form eine der ältesten Formen der Kreditgewährung. Der Begriff des Lombardkredits geht dabei auf das von Kaufleuten in der Lombardei im Mittelalter praktizierte Kreditgeschäft gegen Gewährung von Sicherheiten zurück. Die lombardischen Kaufleute haben diese Art der Kreditgewährung zwar nicht erfunden, aber zu deren Verbreitung und Blüte in Europa gebracht. Als Vermögenswerte kamen dabei persönliche Gegenstände und vornehmlich Waren, mitunter aber auch Gebäude oder Ländereien in Frage.

Heute ist der Begriff des Lombardkredits vor allem im Zusammenhang mit dem Effekten-Lombardkredit gebräuchlich. Als Sicherheiten kommen dabei handelbare Finanzinstrumente (wie etwa Aktien, Anleihenobligationen oder Fondsanteile) oder Guthaben, welche in einem Depot bzw. Konto beim kreditgewährenden Finanzinstitut geführt werden, in Betracht. Der Lombardkredit wird entsprechend vornehmlich von Finanzinstituten ihren Kunden im Rahmen deren vorbestehenden Geschäftsbeziehung gewährt. Ein Lombardkredit ist zwar auch unter Verwendung von Depotwerten bei einer Drittbank denkbar, doch erweist sich die Umsetzung in der Regel als schwerfällig, da der Zugriff und die Kontrolle des kreditgewährenden Finanzinstituts über die als Sicherheit gewährten Depotwerte in einer solchen Konstellation erschwert ist.

Der Lombardkredit erfährt keine eigenständige gesetzliche Regelung. Es handelt sich im Kern um ein Darlehen, welches, wenn auch nur rudimentär, im Obligationenrecht geregelt ist. Die Sicherheit wird zumeist in der Form eines Pfandrechts, in der Regel als reguläres Pfandrecht, über die Depotwerte gewährt. Als weitere Formen der Besicherung kämen auch die Einräumung eines irregulären Pfandrechts, die Sicherungszession bzw. bei Bucheffekten die Vollrechtsübertragung in Frage.¹

Dokumentiert wird der Lombardkredit in der Regel über Standardverträge als Teil der Dokumentation, welche die Geschäftsbeziehung zwischen einem Finanzinstitut und seinen Kunden regelt. Ein Lombardkredit wird unter Umständen aber auch einzeln und spezifisch dokumentiert, insbesondere dann, wenn es um die Finanzierung des Erwerbs spezifischer Finanzinstrumente durch den Kunden geht. Bezuglich Vereinbarung der Konditionen wie etwa Laufzeit, Verzinsung sowie Kündigungsmöglichkeiten und, mit gewissen

¹ Weber, 223 ff.

Einschränkungen, so insbesondere im Falle einer Zwangsvollstreckung, auch bezüglich Verwertungsmodalitäten der Sicherheiten, sind die Parteien frei, vorbehaltlich der allgemeingültigen zivilrechtlichen Schranken.

Nachdem der Lombardkredit mit Depotwerten besichert wird, erwirbt das Finanzinstitut ein Vorrecht, sich aus diesen Depotwerten bezahlt zu machen, sollte der Kunde seinen Verpflichtungen nicht nachkommen. Damit reduziert sich das vom Finanzinstitut eingegangene Kreditrisiko und das Finanzinstitut kann bei der Einschätzung der Kreditfähigkeit des Kunden und der Höhe des Kredits massgeblich auf den Wert der bei ihr geführten und als Sicherheit dienenden Depotwerte des Kunden abstellen. Damit erhöht sich für den Kunden die Kreditfähigkeit und er erhält bessere Konditionen als bei einem ungedeckten Kredit.

Der Lombardkredit kann als Kredit, der sogleich ausbezahlt wird, oder aber auch als Kreditlinie bzw. Überziehungslimite, welche vom Kunden nur bei Bedarf beansprucht wird, gewährt werden. Unter der Kreditlinie kann der Kunde entweder Geldbeträge abrufen oder aber über das Finanzinstitut Geschäfte tätigen, bei welchen das Finanzinstitut auf Rechnung des Kunden Verpflichtungen gegenüber Dritten eingeht bzw. in Vorleistung geht. Dies etwa im Handel von Finanzinstrumenten und insbesondere Derivaten oder bei der Ausstellung von Zahlungsversprechen oder Garantien bis zur Höhe der gewährten Kreditlinie oder Überziehungslimite.

2. Verwendung

In der Verwendung des Lombardkredits ist der Kunde in der Regel frei. Ausnahmen gelten etwa dort, wo die Finanzierung im Hinblick auf den Erwerb spezifischer Finanzinstrumente gewährt wird.

Der Kunde kann mit dem Lombardkredit beispielsweise einen kurzfristigen Liquiditätsbedarf überbrücken, ohne dass er dafür Finanzinstrumente, möglicherweise in einem vergleichsweise ungünstigen Moment, veräussern bzw. nach Wegfall des Liquiditätsbedarfs wieder erwerben muss.

Der Lombardkredit kann aber auch der Finanzierung des Erwerbs von Gütern dienen. Hier erlaubt es der Lombardkredit dem Kunden diesen Erwerb zu tätigen, ohne dass er dabei das Ertragspotential seines Wertschriftenportefeuilles verliert.

Schliesslich dient der Lombardkredit häufig auch dem Erwerb weiterer Finanzinstrumente für das Wertschriftenportefeuille des Kunden. Der Kunde erweitert, bzw. vergrössert damit sein Wertschriftenportefeuille. Das erlaubt dem Kunden, unter Umständen eine bessere Diversifikation des Wertschrif-

tenportefeuilles zu erzielen. Der Kunde hebelt dabei sein Wertschriftenportefeuille in der Absicht, damit eine über den Finanzierungskosten liegende Rendite zu erzielen. Mit der Aufnahme von Fremdmitteln erhöht er potentiell aber auch die Rendite auf den eingesetzten Eigenmitteln (*leverage effect*). Wie sich zeigen wird, birgt diese Hebelwirkung jedoch auch erhöhte Risiken, da diese in gleichem Ausmass auch Verluste des Kunden erhöhen kann.²

Indem die Depotwerte und Guthaben nur verpfändet werden, bleibt der Kunde grundsätzlich frei, sein Wertschriftenportefeuille weiterhin nach seinen Vorstellungen zu bewirtschaften. Handelt es sich bei den Finanzinstrumenten um Aktien, behält er insbesondere auch das Stimmrecht an diesen Aktien.

3. Bemessung des Lombardkredits

a) Belehnungssatz, Belehnungswert und Margin

Das Finanzinstitut bemisst die Höhe des Lombardkredits wie erwähnt massgeblich nach dem Marktwert der als Sicherheit zur Verfügung stehenden Depotwerte.

Finanzinstrumente unterliegen Wertschwankungen, weshalb sie keine statischen Sicherheiten darstellen. Ihre Besicherungsfunktion bei einem Lombardkredit können sie nur erfüllen, wenn der Erlös im Zeitpunkt ihrer Verwertung die gesicherte Kreditsumme zu decken vermag. Um sich gegen Verluste im Verwertungsfall zu schützen, verlangt das Finanzinstitut daher vom Kunden einen gewissen Deckungsüberschuss, welcher zumindest gewöhnlich zu erwartende Wertschwankungen abzufangen vermag.

Dafür legt das Finanzinstitut den Belehnungswert des Wertschriftenportefeuilles fest. Die Bank nimmt dabei im Grunde eine Risikobewertung der einzelnen Finanzinstrumente vor. Dabei werden Faktoren wie die Liquidität, die Markttiefe, die Volatilität und die Währung der Finanzinstrumente sowie die Diversifikation des Gesamtportefeuilles berücksichtigt. Gestützt auf diese Kriterien legt das Finanzinstitut für die einzelnen Finanzinstrumente oder für eine entsprechende Kategorie von Finanzinstrumenten einen Belehnungssatz fest. Dieser wird mit einem Abschlag zum Marktwert (*Haircut*) in Prozenten des Marktwerts ausgedrückt. Je sicherer ein Finanzinstrument für die Bank

² De Senarclens/Harrison, 48.

erscheint, das heisst je geringer sie das Risiko einer künftigen Wertverminderung einschätzt, desto kleiner ist der Abschlag, d.h. desto näher bewegt sich der Prozentsatz bei 100% des Marktwerts.³

Die maximale Höhe des Lombardkredits ergibt sich aufgrund der gewichteten aggregierten Belehnungssätze und wird in Prozenten des Marktwerts der als Sicherheiten zur Verfügung stehenden Depotwerte ausgedrückt (*Loan to Value LTV*).

Der absolute Belehnungswert eines Finanzinstruments ergibt sich aus der Multiplikation des Belehnungssatzes mit dem Marktwert des Finanzinstruments. Der Belehnungswert des Wertschriftenportefeuilles entspricht der Summe der Belehnungswerte seiner Positionen.

b) Margin

Die Marge (*Margin*) stellt die Differenz zwischen der Kreditsumme und dem erwarteten Erlös aus der Verwertung der als Sicherheit dienenden Finanzinstrumente dar.⁴ Die Margin entspricht damit den gewichteten aggregierten Abschlägen (*Haircuts*) auf den einzelnen Positionen des Wertschriftenportefeuilles. Die Margin dient dem Finanzinstitut dazu, sich gegen Wertverminderungen der besicherten Vermögenswerte zu schützen sowie zur Deckung von Zinsen und weiteren Kosten.

Die Margin und der LTV stehen in direktem Zusammenhang: Je höher der vom Finanzinstitut gewährte LTV ist, desto geringer fällt die Margin aus, die das Finanzinstitut zur Sicherung des Kredites auf den verpfändeten Finanzinstrumenten verlangt.⁵

In der Schweiz besteht keine gesetzliche Festsetzung der Margin oder des LTVs. Die Finanzinstitute sind bei der Bestimmung frei, wobei die Abweichungen zwischen den Finanzinstituten vor allem aus der unterschiedlich starken Einbindung des Lombardkredits in die Geschäftstätigkeit des Finanzinstituts und damit dem unterschiedlichen Detailierungsgrad bei der Beurteilung der einzelnen Finanzinstrumente stammt.⁶ Dem Finanzinstitut steht es dabei grundsätzlich jederzeit frei, und dies wird oft in den Verträgen oder Allgemeinen Geschäftsbedingungen ausdrücklich so festgehalten, den ursprünglichen Belehnungssatz und damit den LTV zu reduzieren oder zu erhöhen, sobald

³ De Senarclens/Harrison, 53 f.

⁴ Moskric, 114.

⁵ De Senarclens/Harrison, 53.

⁶ Moskric, 115.

eine erneute Risikoanalyse im Hinblick auf gewisse Finanzinstrumente bzw. Kategorien von Finanzinstrumenten zu einem anderen als dem ursprünglichen Ergebnis führt.

c) *Beispiel LTV/Margin und sich dabei ergebende Hebelwirkung*

Finanzinstrument	Währung	Marktwert in CHF	Belehnungssatz LTV%	Belehnungswert LTV
Obligationen Bund	CHF	100'000	90%	90'000
Obligationen Investment Grade	CHF	200'000	60%	120'000
Aktien SMI	CHF	300'000	50%	150'000
Aktien Euro Stoxx 50	EUR	200'000	40%	50'000
Aktien NASDAQ	USD	100'000	30%	30'000
Aktien Emerging Markets	USD	100'000	30%	30'000
Total		1000'000	Gemittelt 50%	500'000

Abbildung 1: Beispiel Berechnung Belehnungssätze/LTV: De Senarclens/Harrison, 54.

Das Beispiel in der Tabelle weist einen gemittelten LTV und damit eine Margin für das Gesamtportefeuille von jeweils 50% aus.

Der bei einem LTV von 50% erhältliche Kreditbetrag hängt jedoch auch von der Verwendung des Lombardkredits ab.

Erwirbt der Kunde mit dem gestützt auf dieses Wertschriftenportefeuille erhaltenen Lombardkredit ein Aktivum ausserhalb des Wertschriftendepots, z.B. ein Grundstück, wird er aufgrund des LTV von 50% höchstens CHF 500'000 als Kredit erhalten. Diese Verwendung hat keine Hebelwirkung. Die Margin von 50% dient dem Finanzinstitut als Sicherheitspolster, sollte sich der Wert der Wertschriften im Laufe der Zeit verschlechtern.

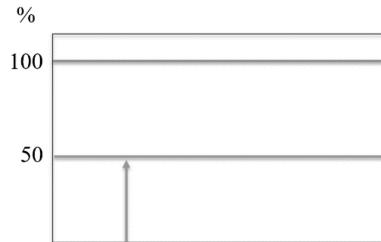


Abbildung 2: Beispiel Verwendung Kredit für Grundstück

Investiert der Kunde den Lombardkredit dagegen in weitere Finanzinstrumente, die er in das als Sicherheit dienende Wertschriftenportefeuille eingliedert, erhöht sich dessen Belehnungswert und der Kunde kann bei gleichbleibendem LTV von 50% einen weiteren Kredit beanspruchen. Er hebelt damit sein Wertschriftenportefeuille. Im vorliegenden Beispiel mit einem LTV von 50% verdoppelt sich die Kreditmöglichkeit des Kunden. Mit dem Lombardkredit von nunmehr CHF 1'000'000 verfügt der Kunde über die Möglichkeit sein Wertschriftenportefeuille auf CHF 2'000'000 zu erhöhen. Das Finanzinstitut seinerseits verfügt über eine Margin von CHF 1'000'000.

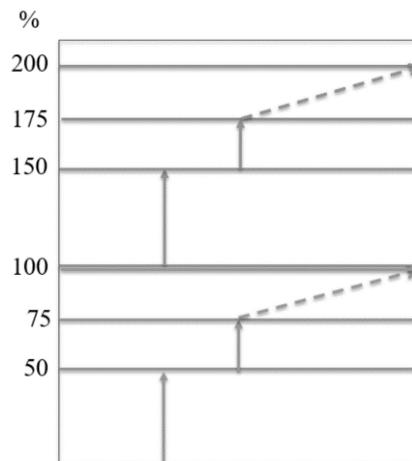


Abbildung 3: Beispiel Hebelwirkung Verwendung Lombardkredit zur Aufstockung des als Sicherheit dienenden Wertschriftenportefeuilles.

4. Margin Calls

a) Generelles zum Margin Call

Der Belehnungswert eines Wertschriftenportefeuilles schwankt mit den darin enthaltenen Positionen täglich aufgrund verschiedener Faktoren wie beispielsweise Kurs- oder Währungsschwankungen der einzelnen Finanzinstrumente.

Weitere Schwankungen können sich aufgrund von Umschichtungen oder Ergänzungen des Wertschriftenportefeuilles, welche die Zusammensetzung des Wertschriftenportefeuilles verändern, ergeben.

Sodann können auch Veränderungen der Belehnungssätze durch das Finanzinstitut den Belehnungswert verändern. Dabei sind diese Faktoren oftmals miteinander verknüpft. So wird das Finanzinstitut beispielsweise bei erhöhter Volatilität im Markt oftmals die Belehnungssätze und den LTV anpassen.

Der zu besichernde Lombardkredit bleibt dabei aber grundsätzlich unveränderlich. Nimmt der Lombardkredit dagegen die Form einer Kreditlinie an, so schwankt die zu besichernde Forderung mit der Beanspruchung der Kreditlinie ebenfalls.

Reicht der Belehnungswert der Sicherheit für einen besicherten Kredit bzw. die Beanspruchung einer besicherten Limite aufgrund der Wertschwankungen nicht mehr aus, kann das Finanzinstitut aufgrund der gängigen vertraglichen Regelungen mit dem Kunden verlangen, dass dieser entweder weitere Sicherheiten zur Besicherung des Lombardkredits bereitstellt (*Margin Call*) oder den Lombardkredit zurückführt bzw. die Beanspruchung der Kreditlimite reduziert.

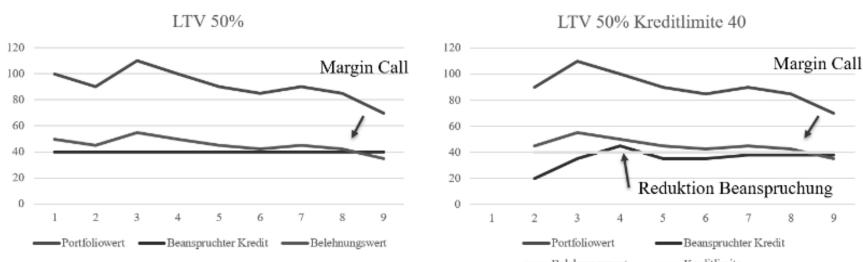


Abbildung 4: Wertschwankungen und Margin Call

Dem Finanzinstitut steht es frei, bei einer Unterdeckung des Lombardkredits sofort einen Margin Call vorzunehmen oder aber die Unterdeckung unter ständiger Beobachtung des Wertschriftenportefeuilles und des Markts vorübergehend zu dulden.

Entscheidet sich das Finanzinstitut für einen Margin Call, setzt es dem Kunden dafür eine meistens sehr kurze Frist an. Das Finanzinstitut kann dem Kunden auch gleich mit der Fristansetzung androhen, welche Massnahmen es bei Nichterfüllung des Margin Calls einleiten wird. Damit vermeidet das Finanzinstitut die Notwendigkeit einer weiteren Fristansetzung bevor es diese Massnahmen ergreifen kann.

b) *Rechtsmissbräuchlicher Margin Call?*

In der Literatur⁷ wird vereinzelt die Auffassung vertreten, dass ein Margin Call eines Finanzinstituts missbräuchlich sein könne, solange der Lombardkredit noch gedeckt sei oder wenn der Margin Call auf einer nachträglichen Anpassung des Belehnungssatzes durch das Finanzinstituts beruhe. Dies zumindest, wenn das Finanzinstitut die Risiken bei Vertragsschluss kannte oder bei gebohrter Sorgfalt hätte kennen müssen.

Guggenheim/Guggenheim vertreten gar die Ansicht, dass sich das Finanzinstitut unter Umständen mit einer niedrigeren als der ursprünglichen Margin begnügen müsse. Dies mit der Begründung, dass eine Margin, welche im Zeitpunkt der Kreditvergabe als angemessen zu betrachten war, durch Kurschwankungen während der Laufzeit des Lombardkredits in der ursprünglich vorgesehenen Höhe für den Kunden unter Umständen nicht mehr möglich ist. Dies verlange vom Finanzinstitut unter Umständen, dass es sich in guten Treuen mit einer tieferen Margin begnügen muss, wobei der Lombardkredit jederzeit mindestens gedeckt sein müsse.⁸

Dieser Ansicht kann unseres Erachtens nicht zugestimmt werden. Über den festgesetzten Belehnungssatz bzw. den LTV legt das Finanzinstitut das Risiko, das es mit der Kreditvergabe einzugehen bereit ist, fest. Es kann daher nicht argumentiert werden, dass die Durchsetzung dieser vertraglich vereinbarten LTV mittels Margin Call rechtsmissbräuchlich sei.

Ein rechtsmissbräuchliches Verhalten des Finanzinstituts sehen De Senarcens/Harrison in der nachträglichen Anpassung des Belehnungssatzes aufgrund eines Risikos, das bereits bei Vertragsabschluss bestand. Sie argumen-

⁷ Guggenheim/Guggenheim, 1168; Kaderli, 35.

⁸ Guggenheim/Guggenheim, 1168.

tieren, dass das Finanzinstitut als Spezialist in Finanzsachen eine so detaillierte und gründliche Risikoanalyse der verpfändeten Vermögenswerte bei der Ausgabe des Kredites durchgeführt haben müsse, dass der Kunde darauf vertrauen könne und dürfe, dass dabei auch mögliche Risiken eines Börsencrashes oder ähnlichen Szenarien berücksichtigt wurden. Dies insbesondere, da starke Kursschwankungen nicht unüblich seien und damit gewissensmassen zum Börsenhandel gehörten und somit für das Finanzinstitut grundsätzlich vorhersehbar seien.⁹

Unseres Erachtens ist die nachträgliche Anpassung des Belehnungssatzes sowie dessen Durchsetzung jedenfalls dann nicht rechtsmissbräuchlich, wenn die Anpassung aufgrund objektiver Gründe und für eine Anlagekategorie generell, und damit insbesondere nicht bloss für einzelne Kunden, erfolgt. Sind diese Kriterien erfüllt, steht es dem Finanzinstitut als Kreditgeber grundsätzlich bei entsprechender vertraglicher Regelung frei, die Belehnungssätze nachträglich anzupassen ohne sich dem Vorwurf des Rechtsmissbrauchs ausgesetzt zu sehen.

5. Massnahmen des Finanzinstituts bei Nichterfüllung eines Margin Calls

Die Massnahmen bei Nichterfüllung eines Margin Calls behält sich das Finanzinstitut in gängigen vertraglichen Regelungen ausdrücklich vor. Regelmässig kann das Finanzinstitut gestützt auf den Vertrag mit dem Kunden den Lombardkredit bzw. die Kreditlinie kündigen und Geschäfte, für welche die Kreditlinie beansprucht wurde, eigenständig schliessen und die gewährten Sicherheiten zur Reduktion des Lombardkredits oder der Beanspruchung der Kreditlinie bzw. zur Deckung eines allfälligen Verlustes aus der Schliessung von Geschäften verwerten.

6. Verwertung von Sicherheiten

a) Verwertung von Sicherheiten im Allgemeinen

Die Verwertungsmodalitäten hängen von der Art der Sicherheit sowie den vertraglichen Vereinbarungen ab. Bei Lombardkrediten stellt die Privatverwertung den Regelfall dar. Zwei Varianten stehen dabei im Vordergrund: Einerseits der Verkauf der Sicherheit mit anschliessender Verrechnung des Verkaufserlöses mit der Kreditsumme, andererseits der Selbsteintritt, sofern für eine Sicherheit ein Marktpreis besteht bzw. der Wert der Sicherheit objektiv bestimmbar ist.

⁹ De Senarclens/Harrison, 65 ff.

Die Verwertung bedarf der vorgängigen Ankündigung (siehe dazu beispielsweise Art. 32 Abs. 1 Bundesgesetz über Bucheffekten (BEG)), es sei denn der Kunde habe vertraglich darauf verzichtet. Soweit Sicherheiten aus Bucheffekten bestehen, ist ein solcher Verzicht allerdings nur dann möglich, wenn es sich beim Kunden um einen qualifizierten Anleger handelt (Art. 32 BEG). Die Fristansetzung erlaubt es dem Kunden im Sinne einer Nachfrist, die Befriedigung des Finanzinstituts in die Wege zu leiten bzw. bei Widerspruch bezüglich der Voraussetzungen für eine Verwertung geeignete rechtliche Massnahmen dagegen zu unternehmen.¹⁰ Das verwertende Finanzinstitut trifft zudem eine Abrechnungspflicht nach der Verwertung sowie eine Herausgabepflicht des durch die Verwertung erzielten Überschusses, sofern das verwertete Pfand keiner weiteren Forderung als Sicherheit dient (für Bucheffekten wiederum explizit in Art. 32 Abs. 2 BEG geregelt). Weitere Voraussetzungen zur Verwertung der Sicherheit können sich aus dem Pfand- oder Sicherungsvertrag ergeben.

Neben diesen Formen der Privatverwertung steht dem Finanzinstitut grundsätzlich auch die Vollstreckung mittels Betreibung auf Pfandverwertung gemäss Art. 151 ff. SchKG offen. Dieses tritt jedoch gegenüber dem regelmässig im Pfand- oder Sicherungsvertrag vorbehaltenden Recht zur Privatverwertung zurück.

Im Falle eines Konkurses des Kunden erlischt grundsätzlich das Recht zur Privatverwertung. Die Sicherheiten sind unter Wahrung des Vorzugsrechts des Pfandgläubigers dem Konkursverwalter zur Verwertung im Rahmen des Konkurses herauszugeben (Art. 198 SchKG). Diese Regel stösst sich an der Notwendigkeit, bei einem Lombardkredit die als Sicherheit dienenden Finanzinstrumente im Interesse des Gläubigers und des Schuldners möglichst schnell verwerten zu können, da eine Verwertung durch die Konkursverwaltung mit zeitlichen Verzögerungen verbunden sein wird und ein Finanzinstitut in der Regel auch besser in der Lage sein wird, die Sicherheiten bestmöglich zu verwerten. Vor diesem Hintergrund hat der Gesetzgeber für Sicherheiten in der Form von Bucheffekten festgelegt, dass das Recht zur Privatverwertung auch bei einer allfälligen Zwangsvollstreckung weitergilt und dieser vorgeht (Art. 31 Abs. 2 BEG).

¹⁰ Siehe dazu Ziffer [1.5](#).

b) *(Prozessuale) Handlungsoptionen des Kunden*

Sieht sich der Kunde einer seiner Ansicht nach unrechtmässigen Verwertung seiner Wertschriften ausgesetzt, stehen ihm verschiedene prozessuale Optionen offen, um diese abzuwenden bzw., sollte eine solche bereits stattgefunden haben, den Ersatz des daraus entstandenen Schadens geltend zu machen.

aa) *Gerichtliches Verbot*

Der Kunde kann ein gerichtliches Verbot anstreben, welches dem Finanzinstitut untersagt, Geschäfte des Kunden zu schliessen und/oder gewährte Sicherheiten des Kunden zu verwerten. Aufgrund der vom Finanzinstitut angesetzten, oftmals sehr kurzen Fristen zur Wiederherstellung der Margin wird hierfür nur schon aus zeitlichen Gründen regelmässig nur eine vorsorgliche oder gar superprovisorische Massnahme gemäss Art. 261 ff. ZPO in Betracht kommen.

Zur Erlangung einer vorsorglichen Massnahmen sind die allgemeinen Voraussetzungen von Art. 261 ff. ZPO zu erfüllen. Unter der Voraussetzung der positiven *Hauptsachenprognose* muss der Kunde als Gesuchsteller glaubhaft machen, dass ein ihm zustehender Anspruch verletzt oder eine Verletzung zu erwarten sei. Vorliegend müsste der Kunde glaubhaft machen, dass das Finanzinstitut den Kredit- oder Besicherungsvertrag verletzt habe oder eine Verletzung desselben zu befürchten sei. Weiter müsste der Kunde glaubhaft machen, dass ihm durch die bestehende oder bevorstehende Verletzung des Kredit- oder Sicherungsvertrags ein nicht leicht wiedergutzumachender Nachteil drohe (*Nachteilsprognose*). Des Weiteren muss die Voraussetzung der Verhältnismässigkeit gewahrt sein und die den Parteien drohenden Nachteile gegeneinander abgewogen werden (*Balance of the equities*). Die Gewährung einer superprovisorischen Massnahme ohne vorgängige Anhörung der Gegenseite setzt zudem besondere Dringlichkeit voraus, was bei einem Margin Call aufgrund der vom Finanzinstitut angesetzten kurzen Fristen allerdings regelmässig der Fall sein dürfte. Das Gericht kann ein vorsorgliches Verbot vom Leisten einer vorgängigen Sicherheitsleistung durch den gesuchstellenden Kunden abhängig machen.¹¹

Die örtliche Zuständigkeit befindet sich dabei aufgrund Prorogation (Art. 17 ZPO) oder des Vollstreckungsortes (Art. 13 ZPO) in der Regel am Sitz des Finanzinstituts. Sachlich zuständig sind die Massnahmegerichte, wobei unter

¹¹ Vgl. Art. 264 Abs. 1 der Schweizerischen Zivilprozessordnung vom 19. Dezember 2008 (ZPO, SR 272).

Umständen das Einzelgericht des Handelsgerichts (beispielsweise im Kanton Zürich Art. 5 Abs. 2 ZPO i.Vm. § 45 lit. b GOG ZH) zuständig ist. Das vorsorgliche Verbot muss anschliessend gemäss Art. 263 ZPO innert einer vom Gericht angesetzten Frist prosequiert werden, ansonsten fällt die vorsorgliche Massnahme dahin.

bb) Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen

Eine weitere prozessuale Möglichkeit des Kunden ist die Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen gemäss den allgemeinen obligationsrechtlichen Grundsätzen. Vorausgesetzt ist dafür eine Vertragsverletzung durch das Finanzinstitut, im vorliegenden Fall die Verletzung des Kredit- oder Besicherungsvertrags, sowie ein Schaden, der adäquat kausal durch die Vertragsverletzung verursacht wurde. Für die Bestimmung des Schadens ist die Differenzhypothese massgebend, d.h. der Schaden besteht aus der Differenz zwischen dem gegenwärtigen Vermögensstand und dem hypothetischen Vermögensstand, den das Vermögen ohne das schädigende Ereignis (die Vertragsverletzung) aufweisen würde. Der Schaden kann dabei in einer Verminderung der Aktiven, Vermehrung der Passiven oder als entgangener Gewinn bestehen. Als letztes Kriterium wird ein Verschulden des Finanzinstituts verlangt, welches bei einer Vertragsverletzung jedoch vermutet wird (Art. 97 OR). Die erfolgreiche Geltendmachung eines Schadenersatzanspruchs setzt voraus, dass dem Kunden der Nachweis dieser Voraussetzungen gelingt.

Die örtliche Zuständigkeit bestimmt sich für Schadenersatzklagen nach dem Kredit- oder Besicherungsvertrag, wobei in der Regel der Sitz des Finanzinstituts vertraglich als Gerichtsstand vorgesehen ist. Sachlich sind die ordentlichen Gerichte zuständig, unter Umständen das Handelsgericht (Art. 6 ZPO).

cc) Strafrechtliche Optionen?

Gegebenenfalls kann sich der Kunde auch überlegen, strafrechtlich gegen das verwertende Finanzinstitut vorzugehen. Dabei kämen *prima facie* folgende Tatbestände in Frage: Veruntreuung (Art. 138 StGB), Untreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB) sowie Verfügung über mit Beschlag belegte Vermögenswerte (Art. 169 StGB). Letzterer Tatbestand ist bei der Privatverwertung von Pfandgegenständen bei hängiger Zwangsvollstreckung einschlägig, ausgenommen ist dabei jedoch der Fall von Bucheffekten, siehe oben, [I.6.a\)](#).

Bei den erwähnten Tatbeständen handelt es sich um Vorsatzdelikte. Die grösste Hürde bei einem strafrechtlichen Vorgehen eines Kunden dürfte die Schwierigkeit sein, einen entsprechenden (Eventual-) Vorsatz des Finanzinstituts nachzuweisen.

In einem neuen Urteil verneinte das Bundesgericht zudem im Fall eines Margin Calls im Zusammenhang mit dem Handel mit Optionen und Futures eine ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB) durch die Bank bzw. die für sie handelnden Personen. Da der Kunde gemäss den vertraglichen Vereinbarungen selber über die Plattform der Bank handelte und diese weder als Vermögensverwalterin noch als Anlageberaterin tätig war (*Execution only*), hatte die Bank keine Pflicht zur Wahrung der Kundeninteressen und qualifizierte nicht als Geschäftsführer im Sinne von Art. 158 StGB.¹² Es ist fraglich, ob dies bei einem Vermögens- oder Anlageberatungsvertrag anders zu beurteilen wäre. Zwar dürfte in einem solchen Fall die Geschäftsführereigenschaft der Bank nicht *per se* ausgeschlossen werden können.¹³ Soweit die Parteien die Möglichkeit eines Margin Calls vereinbart haben (wovon im Regelfall auszugehen ist), dürfte es zumindest bei einem entsprechenden diesen Vereinbarungen vorgenommenen Margin Call regelmässig an einer Pflichtverletzung der Bank bzw. der für sie handelnden Personen fehlen.

Abgesehen von krassen Fällen dürften sich die Strafverfolgungsbehörden schliesslich zu Recht kaum für ein strafrechtliches Vorgehen instrumentalieren lassen, das in erster Linie die Geltendmachung zivilrechtlicher Ansprüche bezweckt.

c) *(Prozessuale) Handlungsoptionen des Finanzinstituts*

Sieht sich das Finanzinstitut einer der unter [I.6.b\)](#) aufgeführten möglichen prozessualen Vorgehensweisen eines Kunden ausgesetzt, stehen ihm u.a. die folgenden Handlungsoptionen zur Verfügung.

¹² Urteil 6B_1381/2021 des Bundesgerichts vom 24. Januar 2022, E. 4.2.; vgl. dazu auch Teymour Brander, Appel de marge et réalisation des actifs, un risque pénal pour la banque?, publié le 16 février 2022 par le Centre de droit bancaire et financier, <<https://cdbf.ch/1223/>>.

¹³ Vgl. Teymour Brander, a.a.O., der die Geschäftsführereigenschaft für einen solchen Fall ausdrücklich bejaht.

aa) Schutzschrift

Um die Anordnung eines (super-) provisorischen gerichtlichen Verbots zu verhindern, das die Schliessung von Geschäften des Kreditnehmers und / oder die Verwertung von gewährten Sicherheiten durch das Finanzinstitut untersagt, könnte das Finanzinstitut grundsätzlich eine Schutzschrift gemäss Art. 270 ZPO hinterlegen. In einer Schutzschrift kann, wer Grund zur Annahme hat, dass gegen ihn eine superprovisorische Massnahme, ein Arrest oder eine andere Massnahme ohne vorgängige Anhörung beantragt werden wird, seinen Standpunkt vorsorglich darlegen. Die Schutzschrift würde dem Kunden dabei nur mitgeteilt, wenn dieser die entsprechende Massnahme beantragen sollte. Die Gültigkeitsdauer einer Schutzschrift beträgt sechs Monate.

In der Schutzschrift legt das Finanzinstitut vorsorglich dar, dass keine Verletzung des Kredit- oder Besicherungsvertrags erfolgt oder zu befürchten sei, und dass dem Kunden daraus kein nicht leicht wiedergutzumachender Nachteil drohe. Letzteres lässt sich in den meisten Fällen insbesondere damit begründen, dass nach einer angeblich rechtswidrigen Verwertung eine Schadenersatzklage des Kunden möglich ist und ein solcher Schaden in der Regel ohne grössere Schwierigkeiten substantiiert werden kann.

bb) Geltendmachung der Zahlungsverpflichtung des Kunden

Das Finanzinstitut kann zudem die Zahlungsverpflichtung des Kunden gerichtlich geltend machen. Dies ist insbesondere dann möglich, wenn die Verwertung des Pfandgegenstandes die ausstehende Kreditsumme nicht deckt. Die Geltendmachung der Zahlungsverpflichtung erfolgt durch ordentliche Klage, wobei unter Umständen auch der Rechtsschutz in klaren Fällen gemäss Art. 257 ZPO in Betracht kommt. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Sachverhalt unbestritten oder sofort beweisbar und die Rechtslage klar ist.

Eine weitere Möglichkeit zur Geltendmachung der Zahlungsverpflichtung stellt die Betreibung dar, wobei der Kreditvertrag, wenn er vom Kunden unterzeichnet ist, als provisorischer Rechtsöffnungstitel in Betracht kommt.

cc) Arrest

Das Finanzinstitut hat schliesslich unter Umständen die Möglichkeit, Vermögenswerte des Kunden bei anderen Finanzinstituten mit Arrest zu belegen, wenn die Verwertung der beim Finanzinstitut liegenden Sicherheiten keine vollständige Befriedigung der geschuldeten Kreditsumme ermöglicht. Ist der Kunde nicht in der Schweiz wohnhaft, können dessen Vermögenswerte in der Schweiz mit Arrest belegt werden, wenn kein anderer Arrestgrund vorliegt

und die Forderung einen genügenden Bezug zur Schweiz aufweist oder auf einer Schuldanerkennung im Sinne eines provisorischen Rechtsöffnungstitels beruht. Diese Voraussetzungen dürften bei ausländischen Kunden, die bei einem schweizerischen Finanzinstitut einen Lombardkredit ausstehend haben, meistens erfüllt sein. Bei Kunden mit Wohnsitz in der Schweiz ist ein Arrest hingegen grundsätzlich nur bei Vorliegen eines definitiven Rechtsöffnungstitels möglich, der in einer solchen Konstellation in der Regel nicht vorliegen wird.

II. Fallbeispiel notleidend gewordener Lombardkredite

Als aktuelles Beispiel notleidend gewordener Lombardkredite und der damit verbundenen hohen Risiken ist der Fall der von Archegos Capital Management (Archegos) über die Jahre in grossem Stil bei verschiedenen Finanzinstituten aufgenommenen Lombardkredite zu erwähnen, der im März 2021 für Schlagzeilen in der Presse und Verunsicherungen auf den Finanzmärkten sorgte.¹⁴

Archegos verfügte bei mehreren grossen Finanzinstituten sowohl über klassische Lombardkredite (*Cash Financings*) wie auch über synthetische Lombardkredite (*Synthetic Financing/Equity Swaps*), die als *Total Return Swaps* ausgestaltet waren und jeweils dem Erwerb weiterer Finanzinstrumente dienten, womit die entsprechenden Wertschriftenportefeuilles gehebelt wurden.

Für den klassischen Lombardkredit, bei welchem ein Finanzinstitut gegen Zins und mit Besicherung mittels Finanzinstrumenten (vorliegend Aktien) des Kunden diesem einen Kredit gewährt, damit dieser weitere Aktien erwerben kann, wird im Grundsatz auf die vorstehenden Ausführungen verwiesen.

Bei einem synthetischen Lombardkredit wird im Ergebnis dieselbe Finanzierung wie unter einem klassischen Lombardkredit über ein Derivat, vorliegend einen Total Return Swap über Aktien, gewährt. Unter dem Total Return Swap bezahlt der Kunde dem Finanzinstitut zunächst eine Fixed Fee (entsprechend einem Zinssatz) auf dem Nominalbetrag (*Notional*) der Transaktion. Die Parteien tauschen sodann folgende Zahlungen in Bezug auf die der Transaktion zugrunde liegenden Aktien aus: der Kunde zahlt dem Finanzinstitut

¹⁴ Der Fall Archegos wird vorliegend am Beispiel der Credit Suisse nachgezeichnet, da die Entstehungsgeschichte, der Aufbau der entsprechenden Risikopositionen und die Handhabung der Margin im Falle der Credit Suisse in deren öffentlich zugänglichem Bericht „CS Special Committee of the Board of Directors Report on Archegos Capital Management July 29, 2021“, abrufbar unter <<https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/archegos-info-kit.html>> (CS Bericht), auf den gesamthaft verwiesen wird, detailliert ausgeführt werden.

für den Fall von Kapitalverlusten während der Laufzeit der Transaktion auf den zugrunde liegenden Aktien einen entsprechenden Ausgleichsbetrag, während das Finanzinstitut im Falle von Kapitalgewinnen während der Laufzeit der Transaktion auf den zugrunde liegenden Aktien einen entsprechenden Ausgleichsbetrag an den Kunden bezahlt. Weiter zahlt das Finanzinstitut dem Kunden auch einen Ausgleichsbetrag in der Höhe der während der Laufzeit der Transaktion bezahlten Dividenden auf den zugrunde liegenden Aktien. Der Kunde wird also wirtschaftlich so gestellt wie wenn er die entsprechenden Aktien erworben hätte und dafür beim Finanzinstitut einen verzinslichen Kredit aufgenommen hätte. Das Finanzinstitut sichert dabei seine Zahlungspflichten (*Hedging*) dadurch ab, dass es die der Transaktion zugrundeliegenden Aktien erwirbt oder das Risiko unter einer mit einer andern Gegenpartei abgeschlossenen, spiegelbildlichen Transaktion an diese weitergibt.

Unter beiden Lombardkrediten hat der Kunde Sicherheiten im Umfang der vereinbarten Margin zu leisten. Im Falle eines Synthetischen Lombardkredits tauschen die Parteien, nebst der Initial Margin, welche der Kunde dem Finanzinstitut zu stellen hat und die Verluste ab Eintritt eines Verzugsfalls abzudecken hat, eine Variation Margin aus, welche grundsätzlich täglich das entstehende Kreditrisiko (*Exposure*) der einen Partei gegenüber der andern ausgleichen soll.

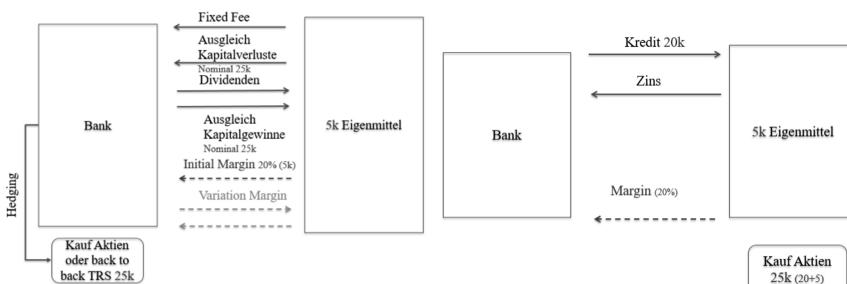


Abbildung 5: Total Return Swap als Synthetischer „Lombard“

Abbildung 6: „klassischer Lombardkredit“

Wie aus der Gegenüberstellung des klassischen Lombardkredits und des synthetischen Lombardkredits nachfolgend hervorgeht, können mit diesen beiden Formen identische Resultate erzielt werden. In beiden Fällen ermöglicht die Margin von 20% einen Hebel von 5, d.h. für den Einsatz von 5 an Eigenmittel kann ein Wertschriftenportefeuille von 25 finanziert werden. Die Kosten dieser Finanzierung sind dabei dieselben, einmal als Zins auf dem Kreditbetrag berechnet, im andern Fall als Fixed Fee auf dem Kreditbetrag entsprechenden Nominalwert des synthetischen Lombardgeschäfts.

Erfolg	Cash Financing	Synthetic Financing
Aktien steigen: von 25k auf 28k	Verkauf Aktien durch Kunde 28k Kunde bezahlt Kredit zurück 20k Kunde verdient 3K auf 5k (-Zins) Bank verdient Zins	Bank bezahlt Kunde Mehrwert als Wertausgleich 3k Bank verkauft Aktien (Hedge) 28k Kunde verdient 3k (minus Fixed Fee=Zins) auf 5k Bank gleicht Verlust auf TRS mit Erlös aus Bank verdient Fixed Fee=Zins
Aktien sinken: von 25k auf 22k	Verkauf Aktien durch Kunde 22k Kunde bezahlt Kredit zurück 20k Kunde verliert 3K auf 5k (+ Zins) Bank verdient Zins	Kunde bezahlt Bank Minderwert als Wertausgleich 3k Bank verkauft Aktien (Hedge) 22k Kunde verliert 3k (plus Fixed Fee=Zins) auf 5k Bank gleicht Verlust auf Verkauf mit Erlös aus TRS aus Bank verdient Fixed Fee=Zins

Abbildung 7: Unterschiede Cash Financing und Synthetic Financing CS Bericht S. 33 ff.

Solange der Kurs des Basiswerts steigt, können mit einem Total Return Swap hohe Gewinne erzielt werden. Sobald jedoch der Kurs fällt, muss der Kunde der Bank einen Ausgleich für die Kapitalverluste bezahlen. Sind die Positionen stark gehebelt, nimmt die Bank möglicherweise einen Margin Call vor.

Im Fall Archegos gewährte die CS sowohl klassische wie auch synthetische Lombardkredite. Für die synthetischen Lombardkredite (Equity Swaps) wurde eine niedrige Initial Margin vereinbart und später aufgrund der positiven Entwicklung des Archegos Wertpapierportefeuilles noch weiter gesenkt (letztlich auf rund 7.5%). Die Initial Margin war vertraglich statisch vereinbart, d.h. sie konnte ohne die Zustimmung von Archegos nicht der Marktdynamik angepasst werden. Die klassischen Lombardkredite wiesen über die Zeit eine rund doppelt so hohe Margin (rund 15%) auf und waren zudem dynamisch gestaltet, d.h. sie konnten einseitig der Marktdynamik angepasst werden. Aufgrund der sehr vorteilhaften Bedingungen wurde das Geschäft zwischen Archegos und der CS mehr und mehr auf Equity Swaps verlagert. Die geringe

Margin für die Equity Swaps ermöglichte dabei eine sehr hohe Hebelwirkung. Diese sollte allerdings durch die Festlegung von absoluten Limiten für das Kreditrisiko der CS, zum einen einer Limite des Potential Exposure (aufgrund modellierter möglicher Verluste auf den zugrundeliegenden Aktien) und zum anderen von Scenario Limits (mögliche Verluste auf den zugrundeliegenden Aktien bei verschiedenen modellierten Crash Szenarien für Developed Markets und Emerging Markets – welche in der Folge dann abgeschwächt wurden) eingeschränkt werden.

Im Verlauf der Jahre 2019–2021 stieg der Wert des Aktienportefeuilles von Archegos sehr stark, gleichzeitig nahm allerdings dessen Diversifikation ab und konzentrierte sich schlussendlich auf nur noch wenige Aktienpositionen.

Archegos verletzte sodann im genannten Zeitraum mehrfach die festgelegten Limiten für die Potential Exposure sowie die Scenario Limits. Diese Verletzungen wurden letztlich zum Dauerzustand und stiegen bis Februar 2021 massiv an. Eine Kündigung von Transaktionen blieb jedoch aus. Die CS mahnte die Verletzungen zwar ab, versuchte aber vor allem, die Initial Margin für die Equity Swaps wie für die klassischen Lombardkredite auf eine dynamische Margin umzustellen. Entsprechende Verhandlungen wurden allerdings von Archegos immer wieder und auch noch im Februar 2021 trotz der massiven Überschreitungen der Limiten hinausgeschoben.

Aufgrund der zunächst starken Entwicklung der Aktienportefeuilles von Archegos vergrösserte sich deren Exposure unter den Equity Swaps massiv. Entsprechend schuldete die CS der Archegos unter den Equity Swaps Variation Margin zum Ausgleich. Die entsprechenden Guthaben liess Archegos allerdings zunächst bei CS stehen.

Mitte März 2021 rief Archegos jedoch einen Grossteil des aufgelaufenen Variation Margin Guthabens ab. Die CS kam zum Schluss, dass sie keine Handhabe hatte, diese zurückzuhalten.

In der Woche vom 22. März 2021 kam es zu einem eigentlichen Melt Down des Aktienportfeuilles der Archegos. Ausgelöst durch die Ankündigung einer Kapitalerhöhung von Viacom, einer der grössten Aktienpositionen von Archegos, die auf geringes Interesse stiess, verlor das Portefeuille von Archegos sehr rasch und massiv an Wert. Die finanzielle Lage verschlechterte sich rapide, als eine weitere Aktienposition von Archegos, Tencent, kurz darauf ebenfalls 20% an Wert verlor. In der Folge kehrte sich unter den Equity Swaps die Exposure, sodass schliesslich die CS die Exposure auf Archegos hatte. Am 23. März 2021 hatte Archegos noch ein Variation Margin Guthaben von rund USD 600 Millio-

nen, am 24. März 2021 schuldete Archegos neu der CS USD 177 Millionen und nach der Wertkorrektur der zweiten Aktienposition stieg diese Schuld schon tags darauf auf über USD 2.5 Milliarden.

Die CS macht am 25. März 2021 einen Margin Call von rund USD 2.8 Milliarden.

Archegos erklärte, sie verfüge nicht über die notwendige Liquidität, um den Margin Calls der verschiedenen Finanzinstitute nachzukommen und forderte diese auf, ein Stillhalteabkommen abzuschliessen, um es Archegos zu erlauben, geregelt ihre Aktienpositionen abzustossen und die Exposures abzudecken, welche sich auf insgesamt USD 120 Milliarden beliefen. Die Finanzinstitute lehnten dies ab.

CS erklärte in der Folge am 26. März 2021 den Verzug (*Event of Default*). Gemeinsam mit andern Finanzinstituten wurden Blockverkäufe der unterliegenden Aktien (Baidu, Tencent, Vipshop) getätigt. Die Finanzinstitute verkauften sodann weitere Aktien über den offenen Markt, soweit dies der Markt zuließ.

Am 27. März 2021 ersuchte Archegos die Finanzinstitute nochmals um ein Stillhalteabkommen, wobei diesmal die Finanzinstitute die Aktienportefeuilles von Archegos liquidieren sollten. Eine Mehrheit der Finanzinstitute lehnte dies ab, während einzelne, so auch CS, damit einverstanden waren, weitere Blockverkäufe und kontrollierte Verkäufe über den offenen Markt vorzunehmen.

Die Verwertung durch die Finanzinstitute dauerte schliesslich bis Ende April 2021. Als Resultat erlitt ein Teil der beteiligten Finanzinstitute nach eigenen Angaben Verluste in Milliardenhöhe, während andere von lediglich unbedeutenden Verlusten berichteten.¹⁵

Die Problematik bestand zusammenfassend darin, dass die Finanzinstitute ein schlecht diversifiziertes Aktienportefeuille von Archegos mit einem sehr grossen Hebel finanzierten. Der zunächst starke Anstieg des Werts des Aktienportefeuilles und der damit einhergehende Hebel erhöhte das Risiko über die Zeit massiv. Die Limiten, welche die gesamthaftes Exposure hätten beschränken sollen, wurden im Falle der CS nicht durchgesetzt, und eine Anpassung der Initial Margin war vertraglich nicht vorgesehen. Der Anstieg des Werts des Aktienportefeuilles führte sodann dazu, dass Archegos über Variation Margin verfügen konnte, die offenbar zum Teil für weitere Zukäufe von Aktien verwendet wurden, was das Risiko des schlecht diversifizierten Wertschriften-

¹⁵ So sollen gemäss CS Bericht die CS (5.5), Nomura (2.9), Morgan Stanley (1), UBS (0.7) Milliarden Verlust erlitten haben, während Deutsche Bank, Wells Fargo und Goldman Sachs von unbedeutenden Verlusten sprechen.

portefeuilles für Archegos nochmals erhöhte. Aufgrund des enorm schnellen Zerfalls des Wertschriftenportefeuilles von Archegos stellte sich das Verlustrisiko nach einer sehr langen Periode des Wertzuwachses innert nur gerade einer Woche ein. Der notwendige Verkauf der hohen Bestände der unterliegenden Aktien im Archegos Portefeuille wie aber auch bei den Finanzinstituten (Aktien, welche von diesen als Hedge gehaltenen wurden) setzte die Aktienwerte noch weiter unter Druck, was zu einem Teufelskreis führte.

Graphisch lässt sich das Geschehen wie folgt darstellen:

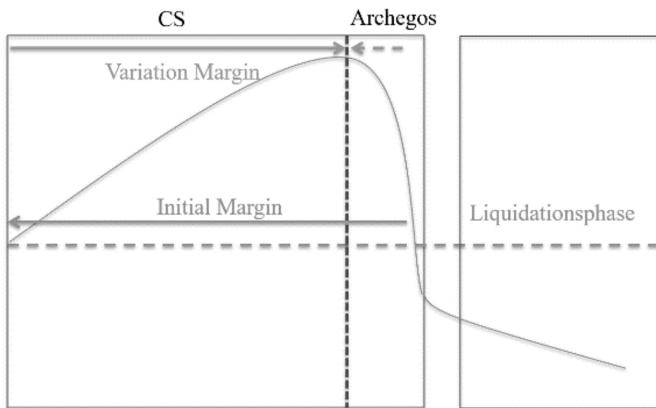


Abbildung 8: Der Melt Down im Schaubild

III. Fazit

Der Lombardkredit eröffnet dem Kunden vielfältige Möglichkeiten, um seine Investitionsmöglichkeiten zu erhöhen, ohne die als Sicherheit gestellten Finanzinstrumente zu veräussern und damit ihr Ertragspotential zu verlieren. Mittels Lombardkredit kann aber auch das zugrundeliegende Wertschriftenportefeuille vergrössert bzw. gehebelt werden. Daraus ergibt sich die Möglichkeit, einen grösseren Gewinn und gleichzeitig auch eine bessere Rendite auf dem eingesetzten Eigenkapital zu erzielen. Diese Hebelwirkung setzt aber auch bei Verlusten ein und setzt, soweit der Kunden den Hebel voll ausnutzt, diesen dem Risiko aus, sich mit einem Margin Call konfrontiert zu sehen, den er nicht befriedigen kann, was zu einer Verwertung seiner Finanzinstrumente zu einem möglicherweise ungünstigen Zeitpunkt und damit zu noch höheren Verlusten führen kann.

Je kleiner die Margin, desto höher wird der Hebeleffekt. Damit steigt sowohl für das Finanzinstitut, das den Lombardkredit gewährt, wie auch für den Kunden, der damit sein Wertschriftenportefeuille hebelt, das Risiko, wie das dargestellte Beispiel Archegos in aller Deutlichkeit zeigt.

Literaturverzeichnis

- De Senarcens Alexandre/Harrison Lisa, Le Crédit Lombard et l'Effet Levier, SJ 2021 II, S. 47 ff.
- Guggenheim Daniel A./Guggenheim Anath, Les contrats de la pratique bancaire suisse, 5. A, Bern 2014.
- Kaderli R., Die Sicherung des Bankkredites, Bern 1938.
- Lüscher-Marty Max, Das Kreditgeschäft der Banken, Band 1 Privatkundenkredite, Zürich 2002.
- Moskric Elisabeth, Der Lombardkredit, Zürich/Basel/Genf 2003.
- Weber Rolf H., Das Darlehen, Art. 312-318 OR, mit Anhang zu Bankverträgen, in: Hausheer Heinz/Walter Hans Peter (Hrsg.), Berner Kommentar, Bern 2013.

Klimaklagen als Form von „ESG“-Streitigkeiten

Simon Vorburger/Olivier Buff*

Inhalt

I.	<u>Einleitung</u>	32
II.	<u>Klimastreitigkeiten und „ESG“</u>	32
1.	<u>Streitigkeiten im „ESG“-Kontext</u>	32
2.	<u>Klimarisiken als Treiber von Klimaklagen</u>	33
a)	<u>Physische Risiken</u>	33
b)	<u>Transitionsrisiken</u>	34
3.	<u>Zunehmende Bedeutung von Klimastreitigkeiten</u>	35
III.	<u>Fallbeispiele von Klimastreitigkeiten</u>	37
1.	<u>Fallbeispiel 1: Milieudefensie et al. gegen Royal Dutch Shell</u>	37
a)	<u>Sachverhalt und rechtliche Argumentation</u>	37
b)	<u>Überlegungen aus Schweizer Perspektive</u>	40
aa)	<u>Mögliche Ansprüche aus ausservertraglicher Haftung</u>	41
bb)	<u>Mögliche Unterlassungsansprüche</u>	45
aaa)	<u>Mögliche sachenrechtliche Unterlassungsansprüche</u>	45
bbb)	<u>Mögliche personenrechtliche Unterlassungsansprüche</u>	47
2.	<u>Fallbeispiel 2: Ramirez et al. gegen ExxonMobil Corporation et al.</u>	48
a)	<u>Sachverhalt und rechtliche Argumentation</u>	48
b)	<u>Überlegungen aus Schweizer Perspektive</u>	50
3.	<u>Fallbeispiel 3: ClientEarth Prawnicy dla Ziemi gegen ENEA S.A.</u>	53
a)	<u>Sachverhalt und rechtliche Argumentation</u>	53
b)	<u>Überlegungen aus Schweizer Perspektive</u>	54
IV.	<u>Fazit und Ausblick</u>	56
	<u>Literaturverzeichnis</u>	57

* Danken RA PD Dr. iur. Pierre-Yves Marro, LL.M. für die wertvollen Beiträge und Diskussionen zu dieser Publikation wie auch für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

I. Einleitung

In jüngster Zeit zieren Schlagzeilen zu Rechtsstreitigkeiten mit Bezug zum Klimawandel vermehrt die Tagespresse. Gerichtsverfahren gegen Energiekonzerne wie Royal Dutch Shell¹ oder ExxonMobil² stossen nicht nur beim juristischen Fachpublikum auf Interesse, sondern werfen auch hohe Wellen in der breiten Öffentlichkeit. Diese Beispiele sind Ausdruck einer weltweit stetigen Zunahme von Klimaklagen.³

Klimaklagen gehören zu den sogenannten „ESG“-Streitigkeiten, die Umwelt-, Sozial- und Führungsthemen („Environmental“, „Social“ und „Governance“) betreffen.

Klimaklagen wurden bis anhin vornehmlich im Ausland ausgefochten. Es stellt sich aber die Frage, inwiefern solche Streitigkeiten auch für die Schweiz relevant werden können und sich Schweizer Gerichte und Unternehmen entsprechend häufiger mit Klimaklagen konfrontiert sehen werden.

Der vorliegende Beitrag ordnet Klimaklagen zunächst allgemein in den Kontext von „ESG“-Streitigkeiten ein. Danach stellt er anhand von drei konkreten Fallbeispielen von Klimaklagen, die im Ausland anhängig gemacht wurden, mögliche Klagegründe nach Schweizer Recht dar, bevor er mit dem Status quo des Schweizer Rechts abschliesst.

II. Klimastreitigkeiten und „ESG“

I. Streitigkeiten im „ESG“-Kontext

Eine abschliessende Definition von „ESG“ und eine Aufzählung der Kriterien, die hinter den einzelnen Begriffen „Environmental“, „Social“ und „Governance“ stehen, existieren nicht. Vielmehr weisen die Begriffe einen offenen

¹ Royal Dutch Shell soll gemäss den Klägern verpflichtet werden, ihre Emissionen zu begrenzen; siehe dazu Boffey; siehe dazu auch unten [Kapitel III.1.a](#).

² ExxonMobil soll gemäss den Klägern finanzielle Kosten und Risiken im Zusammenhang mit ihrer klimabelastenden Tätigkeit nicht genügend offengelegt haben; siehe dazu Burgess; siehe dazu auch unten [Kapitel III.2.a](#).

³ Beim Begriff der Klimaklage, wie er im vorliegenden Beitrag verwendet wird, handelt es sich um einen Sammelbegriff für die judizielle Durchsetzung von Rechtsstreitigkeiten mit Bezug zum Klimawandel und nicht um einen eigenständigen Klagetypus (vgl. auch Definitionen bei Setzer/Higham, 8; siehe auch Roberto/Fisch, 1225 f.).

und dynamischen Charakter auf. Ihre wichtigsten Treiber sind gesellschaftliche und ökologische Veränderungen, die eine abschliessende längerfristige Definition verumöglichen.⁴

Gleichwohl besteht ein Grundkonsens darüber, was unter die vorgenannten Begriffe fällt: Unter „Environmental“ werden grundsätzlich Umweltfragen, wie Umweltverschmutzung oder -gefährdung, Treibhausgasemissionen und Energieeffizienzthemen, verstanden. „Social“ beinhaltet Aspekte wie Arbeitssicherheit, Gesundheitsschutz, Diversity oder gesellschaftsrechtliches Engagement (Corporate Social Responsibility). Der Begriff „Governance“ umfasst eine nachhaltige Unternehmensführung, wobei namentlich Unternehmenswerte oder Steuerungs- und Kontrollprozesse im Vordergrund stehen (also Corporate Governance).⁵

2. Klimarisiken als Treiber von Klimaklagen

Der Unterkategorie „Environmental“ (also das „E“ des Akryoms „ESG“) und den damit verbundenen Risiken kommt – perpetuiert durch die Häufung von Umweltereignissen – derzeit grosse Aufmerksamkeit zu. Insbesondere mit dem Klimawandel sind Risiken verbunden, die stetig an Relevanz gewinnen. Die finanziellen Auswirkungen dieser Risiken sind momentan für Investoren wie auch für Unternehmen – namentlich im Bereich Risikomanagement – von zentraler Bedeutung.⁶ Diese Risiken können sich im Rahmen von Klimaklagen manifestieren.

Die zu bewertenden Risiken lassen sich in die zwei Hauptrisikokategorien „physische Risiken“ und „Transitionsrisiken“ unterteilen.⁷

a) Physische Risiken

Physische Risiken beinhalten einerseits akute physische Risiken, die von extremen Wetterereignissen – etwa von Orkanen, Zyklonen und Fluten – ausgehen. Unter den Begriff der physischen Risiken fallen andererseits Risiken chronischer Natur, also Risiken aus Langzeitfolgen der Klimaveränderung, wie steigende Temperaturen oder das Ansteigen des Wasserspiegels der Ozeane.

⁴ Mehmetaj/Brunner, 442; PRI Association, 3.

⁵ In Anlehnung an Haberstock; siehe auch Mehmetaj/Brunner, 442; PRI Association, 3.

⁶ Koumbarakis, 12; Reynolds.

⁷ EZB, 10; Eckert/Teves/Lauper, 412 ff.; Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2; TCFD, 5 f.

Mögliche finanzielle Folgen solcher Risiken sind unter anderem Produktivitätsrückgänge, die Beschädigung von Produktionsstätten oder höhere Versicherungskosten.⁸

b) *Transitionsrisiken*

Der Übergang zu einer kohlenstoffärmeren Wirtschaft bringt umfangreiche politische, rechtliche und technologische Marktveränderungen mit sich. Daraus ergeben sich für Unternehmen Übergangsrisiken – sogenannte „Transitionsrisiken“. Diese sind je nach Art, Geschwindigkeit und Schwerpunkt der Veränderungen mit direkten oder indirekten finanziellen Risiken für die Unternehmen verbunden, die sich einem Anpassungsprozess an ein kohlenstoffärmeres und nachhaltigeres Wirtschaften unterwerfen müssen.⁹ „Transitionsrisiken“ lassen sich weiter unterteilen in:

- (i) „Regulatorische Risiken“: Regulatorische Erlasse im Zusammenhang mit der Abschwächung oder Eindämmung des Klimawandels können entweder direkte Kosten (beispielsweise CO₂-Steuern) oder indirekte Kosten aufgrund einer Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit (beispielsweise Höchstgrenzen für Treibhaus-Emissionen) für Unternehmen verursachen. Betroffen hiervon sind namentlich Marktteilnehmer der Energie- und Automobilbranche oder auch Finanzmarktteilnehmer, die sich mit einer zunehmenden Regulierungsdichte konfrontiert sehen.¹⁰
- (ii) „Reputationsrisiken“: Die veränderte Wahrnehmung von Marktteilnehmern und Gemeinschaften hinsichtlich negativer Auswirkungen klimaschädlicher Geschäftsmodelle führt zu stetig wachsenden Reputationsrisiken. Gleiches gilt für die Belieferung oder Finanzierung solcher Unternehmen.¹¹

⁸ EZB, 10; Eckert/Teves/Lauper, 412 ff.; Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2; TCFD, 5 f.

⁹ EZB, 10; Eckert/Teves/Lauper, 412 ff.; Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2; TCFD, 5 f.

¹⁰ Eckert/Teves/Lauper, 412 f.; Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2 f.; TCFD, 5.

¹¹ Eckert/Teves/Lauper, 412 f.; Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2 f.; TCFD 6. Siehe zum Beispiel die aufsehenerregende Aktionärsversammlung des Industriekonzerns Siemens. Umweltschützer und Klimaaktivisten protestierten vor dem Tagungsort, der Münchner Olympiahalle, gegen einen von Siemens angenommenen Auftrag zur Lieferung von Bahnsignal-Technik an ein australisches Kohlebergwerkprojekt des indischen Konzerns Adani (dazu Höltschi). Auch die Generalversammlung der Credit Suisse wurde im Jahr 2017 von Greenpeace-Aktivisten heimgesucht. Die Organisation kritisierte die Beteiligung der Grossbank bei der Finanzierung der umstrittenen North Dakota Access Pipeline in den USA (SWI swissinfo.ch).

- (iii) „Technologische Risiken“: Darunter werden Risiken verstanden, die sich im Zusammenhang mit Innovationen ergeben, die der Übergang zu einem kohlenstoffärmeren und energieeffizienteren Handeln mit sich bringt (Technologien im Bereich der erneuerbaren Energien, Energiespeicherung etc.).¹²
- (iv) „Marktrisiken“: Der Begriff umfasst Risiken, die im Zusammenhang mit einer möglichen Veränderung von Angebot und Nachfrage bestimmter Rohstoffe, Produkte und Dienstleistungen stehen.¹³

Die erwähnten Risiken bringen – besonders im internationalen Umfeld – bedeutende Haftungs- und Klagerisiken mit sich. Klimastreitigkeiten können beispielsweise auftreten, wenn Unternehmen es versäumen, die Auswirkungen ihrer Geschäftstätigkeit auf die Umwelt einzudämmen, wie dies niederländische Gerichte im Fall Milieudefensie et al. gegen Royal Dutch Shell feststellten (siehe dazu [Kapitel III.1](#)). Streitgegenstand kann weiter eine unzureichende Offenlegung wesentlicher finanzieller Kosten und Risiken im Zusammenhang mit klimabelastenden Geschäftstätigkeiten sein, wie dies der Fall Ramirez et al. gegen ExxonMobil et al. illustriert (siehe dazu [Kapitel III.2](#)). Schliesslich können auch klimabelastende Entscheidungen von Unternehmensgremien Gegenstand von Rechtsstreitigkeiten sein. Dies kann exemplarisch am Fall Client-Earth Prawnicy dla Ziemi gegen ENEA S.A. aufgezeigt werden (siehe dazu [Kapitel III.3](#)).

3. Zunehmende Bedeutung von Klimastreitigkeiten

Klimaklagen sind grundsätzlich nichts Neues. Seit Jahrzehnten werden Unternehmen für die Auswirkungen ihres Handelns auf die Umwelt ins Recht gefasst. Die ersten Klimaklagen wurden in den 1980er-Jahren erhoben.¹⁴

¹² Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2 f.; TCFD, 6.

¹³ Hösli/Weber, Klimawandel, 576; SSF, Risks, 2 f.; TCFD, 6.

¹⁴ Setzer/Higham, 8. Siehe zum Beispiel: City of Los Angeles and City of New York gegen National Highway Traffic Safety Administration et al. – eingereicht im Jahre 1986. Die National Highway Safety Administration (Beklagte) entschied für Motorfahrzeuge der Modelljahre 1987–1989, keine Umweltverträglichkeitsabklärung des durchschnittlichen Kraftstoffverbrauchs durchzuführen. Diese Entscheidung wurde von den Klägern (Städte Los Angeles und New York und diverse Umweltgruppen) – erfolglos – angefochten (United States Court of Appeal (District of Columbia Circuit), Urteil vom 24. August 1990 in der Rechtssache 286 U.S. App. D.C. 78; 912 F.2d 478, City of Los Angeles and City of New York gegen National Highway Traffic Safety Administration et al.).

Bis im Mai 2021 wurden 1'841 Klimastreitigkeiten aus der ganzen Welt in der Datenbank „Climate Change of the World (CCLW)“ des Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment at the London School of Economics and Political Science registriert. Drei Viertel davon (1'387) wurden vor Gerichten in den Vereinigten Staaten von Amerika ausgetragen. Das verbleibende Viertel der Streitigkeiten (454) spielte sich vor Gerichten in Australien (115), dem Vereinigten Königreich (73) und der EU (58) ab.¹⁵

Mehr als die Hälfte der Klimaklagen wurden erst in den letzten sieben Jahren anhängig gemacht. Namentlich wurden seit der Verabschiedung des Pariser Klimaabkommen¹⁶ im Jahre 2015 1'006 Klimaklagen eingereicht. Demgegenüber wurden in rund dreissig Jahren zuvor gerade einmal 835 Klimaklagen geführt.¹⁷ Die stärkste Zunahme erfolgte in angloamerikanisch geprägten Jurisdiktionen, insbesondere den Vereinigten Staaten von Amerika.¹⁸

Es ist damit zu rechnen, dass die starke Zunahme von Klimastreitigkeiten auch in naher Zukunft nicht abreissen wird. Dies ist einerseits auf die vermehrt und akzentuiert auftretenden Klimaphänomene und die damit verbundenen Risiken und deren Stellenwert für die allgemeine Öffentlichkeit zurückzuführen.¹⁹ Andererseits wird dies angetrieben durch eine immer ausgeprägtere Regulie-

¹⁵ Setzer/Higham, 10.

¹⁶ Übereinkommen von Paris vom 12. Dezember 2015 (Klimaabkommen, SR 0.814.012). Das am 12. Dezember 2015 in Paris verabschiedete Übereinkommen hat zum Ziel, die durchschnittliche globale Erwärmung im Vergleich zur vorindustriellen Zeit auf deutlich unter 2 Grad Celsius zu begrenzen, wobei ein maximaler Temperaturanstieg von 1.5 Grad Celsius angestrebt wird (vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. a Klimaabkommen). Derzeit haben 195 Staaten das Abkommen ratifiziert (abrufbar unter <<https://treaties.un.org/Pages/ParticipationsStatus.aspx?clang=en>>).

¹⁷ Setzer/Higham, 10 f.

¹⁸ Setzer/Higham, 10; siehe auch Gerrard/MacDougald, 153, die festhalten, dass die Vereinigten Staaten von Amerika das Ursprungsland von Klimaklagen seien; vgl. ferner Kahl/Weller, 532 ff., N 22.

¹⁹ Setzer/Higham, 7.

rung von „ESG“-spezifischen Themenbereichen, welche die Pflichten der verschiedenen Teilnehmer am Wirtschaftsleben vervielfacht – inklusive entsprechender Offenlegungs- und Informationspflichten.²⁰

III. Fallbeispiele von Klimastreitigkeiten

Im Folgenden werden drei Klimastreitigkeiten dargestellt, die mögliche Klage- und Haftungsrisiken exemplarisch verkörpern. Die Fallbeispiele werden sodann auf eine mögliche Relevanz aus Schweizer Perspektive untersucht.

I. Fallbeispiel 1: *Milieodefensie et al. gegen Royal Dutch Shell*

a) Sachverhalt und rechtliche Argumentation

Im April 2019 reichte die Vereinigung Milieodefensie, eine niederländische Umweltorganisation, gemeinsam mit zahlreichen weiteren NGOs²¹ sowie knapp 17'379 Einzelklägern eine Sammelklage gegen die Muttergesellschaft des globalen Erdölkonzerns Royal Dutch Shell P.L.C. („Shell“) ein.²²

Die Kläger stellten zwei Feststellungs- und ein Unterlassungsbegehren: Mit dem ersten Feststellungsbegehren beehrten die Kläger festzustellen, dass der von Shell verursachte jährliche CO₂-Ausstoss (einschliesslich des durch den Shell-Treibstoff verursachten Ausstosses) rechtswidrig sei.²³ Mit dem zweiten Feststellungsbegehren verlangten die Kläger festzustellen, dass Shell rechtswidrig handle, sofern der Konzern seinen jährlichen CO₂-Ausstoss (ein-

²⁰ Vgl. beispielsweise Pflichten aus (i) der Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzierlicher und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte grosse Unternehmen und Gruppen, ABl L330/01 vom 15. Dezember 2014, (ii) der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, ABl 317/1 vom 9. Dezember 2019 oder (iii) der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl 198/13 vom 22. Juni 2020. Siehe insbesondere auch die Übersicht über Regulierung im Bereich „ESG“ bei Wilde et al., 26.

²¹ Darunter u.a. Sichting Greenpeace Nederland, Sichting Ter Bevordering Fossilvrij-Beweging, Landelijke Vereinigung Tot Behoud Van De Waddenzee, Sichting Both Ends, Jongeren Milieu Actief, sichting ActionAid (Rechtbank Den Haag, Urteil vom 26. Mai 2021 in der Rechtssache C/09/571932 / HA ZA 19-379, Milieodefensie et al. gegen Royal Dutch Shell P.L.C.).

²² Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379; Roberto/Fisch, 1228.

²³ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 3.1.1.

schliesslich des von Shell-Treibstoff verursachten Ausstosses) nicht bis Ende 2030 um netto 45%²⁴ gegenüber dem Ausstossniveau im Jahre 2019 reduziert.²⁵ Mit der Unterlassungsklage wurde schliesslich gefordert, dass Shell seinen jährlichen CO₂-Ausstoss auf die in der vorgenannten Feststellungsklage erwähnten Prozentsätze reduziert.²⁶

Die Klägerschaft stützte ihre Klage auf Art. 6:162(2) des niederländischen Zivilgesetzbuches.²⁷ Die Norm ist Teil des niederländischen ausservertraglichen Haftpflichtrechts. Sie definiert eine unerlaubte Handlung unter anderem als Handlung oder Unterlassung, die gegen eine gesetzlich auferlegte Pflicht oder gegen das nach ungeschriebenem Recht zu beachtende Sozialverhalten verstösst. Demnach sind diejenigen Verhaltensweisen unrechtmässig, die im Konflikt mit allgemein akzeptierten Wertungen stehen.²⁸ Gemäss der Klägerschaft sind für die Auslegung der allgemein akzeptierten Wertungen die im niederländischen Deliktsrecht relevanten Kelderluik-Kriterien,²⁹ ferner Grundrechte wie das Recht auf Leben, Privat- und Familienleben sowie das von Shell zu beachtende soft law – insbesondere die UN-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte, der UN Global Compact und die OECD-Leitlinien für multinationale Unternehmen – heranzuziehen.³⁰

Shell forderte die Abweisung der Klage,³¹ indem sie sich unter anderem auf folgende Argumente stützte: Sie brachte vor, dass sie keine Sorgfaltspflichtverletzung beginge, sollte sie für einen grösseren CO₂-Ausstoss verantwortlich sein als von den Klägern gefordert.³² Weiter wandte Shell ein, dass die Kelderluik-Kriterien nicht anwendbar seien.³³ Zudem fehle es an einem Kausal-

²⁴ Eventualiter um netto 35% und sub-eventualiter um netto 25%.

²⁵ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 3.1.1.

²⁶ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 3.1.2.

²⁷ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.1.3.

²⁸ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.1.

²⁹ Die Kelderluik-Kriterien beruhen auf einem Urteil des Hohen Rats der Niederlande vom 5. November 1965. Dieses Urteil legte die Faktoren fest, welche für die Beurteilung der Fahrlässigkeit im Rahmen der unerlaubten Handlung relevant sind (siehe Hoge Raad der Niederlanden, Urteil vom 5. November 1965 in der Rechtssache ECLI:NL:HR:1965:AB7079).

³⁰ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 3.2; siehe auch Jentsch, 324 und 327.

³¹ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.1.2.

³² Rechtbank Den Haag, Klageantwort Shell vom 13. November 2019 in der Rechtssache C/09/571932, Ziff. 465 ff.

³³ Rechtbank Den Haag, Klageantwort Shell, C/09/571932, Ziff. 488 ff.

zusammenhang zwischen ihren Emissionen und dem Klimawandel.³⁴ Ausserdem würden die angerufenen Menschenrechte die Ansprüche der Kläger nicht stützen.³⁵

Das Bezirksgericht wies die beiden Feststellungsbegehren ab, hiess das Unterlassungsbegehren aber gut. Es stellte fest, dass sich Shells Pflicht zur Senkung der CO₂-Emissionen aus dem durch das Gericht konkretisierten Sorgfaltspflichtstandard nach Art. 6:162(2) des niederländischen Zivilgesetzbuches ergebe.³⁶ Das Bezirksgericht konkretisierte die von Shell einzuhaltenden Sorgfaltspflichtstandards durch Evaluation von insgesamt 14 Einzelpunkten, die es zu einer Gesamtabwägung zusammenfasste.³⁷ Dabei stellte das Gericht insbesondere auf das Recht auf Leben und das Recht auf Achtung des Privat- und Familienlebens³⁸ sowie auf internationale Standards, wie die UN Guiding Principles on Business and Human Rights, ab.³⁹ Es hielt fest, dass der Klimawandel eine der grössten und relevantesten Bedrohungen für die heutige

³⁴ Rechtbank Den Haag, Klageantwort Shell, C/09/571932, Ziff. 538 ff.

³⁵ Rechtbank Den Haag, Klageantwort Shell, C/09/571932, Ziff. 575 ff.

³⁶ „RDS' reduction obligation ensues from the unwritten standard of care laid down in Book 6 Section 162 Dutch Civil Code, which means that acting in conflict with what is generally accepted according to unwritten law is unlawful“ (Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.1).

³⁷ Das Gericht berücksichtigte bei der Konkretisierung des Sorgfaltsmasstabs folgende Punkte: „(1) the policy-setting position of RDS in the Shell group, (2.) the Shell group's CO₂ emissions, (3.) the consequences of the CO₂ emissions for the Netherlands and the Wadden region, (4.) the right to life and the right to respect for private and family life of Dutch residents and the inhabitants of the Wadden region, (5.) the UN Guiding Principles, (6.) RDS' check and influence of the CO₂ emissions of the Shell group and its business relations, (7.) what is needed to prevent dangerous climate change, (8.) possible reduction pathways, (9.) the twin challenge of curbing dangerous climate change and meeting the growing global population energy demand, (10.) the ETS system and other 'cap and trade' emission systems that apply elsewhere in the world, permits and current obligations of the Shell group, (11.) the effectiveness of the reduction obligation, (12.) the responsibility of states and society, (13.) the onerousness for RDS and the Shell group to meet the reduction obligation, and (14.) the proportionality of RDS' reduction obligation“ (Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.2).

³⁸ Abgestellt wurde insb. auf das Recht auf Leben (Art. 2 EMRK) und das Recht auf Achtung des Privat- und Familienlebens (Art. 8 der Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten vom 4. November 1950 (EMRK, SR 0.101) (Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.9 f.).

³⁹ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.11.

und für die kommenden Generationen darstelle.⁴⁰ Im Ergebnis beurteilte das Gericht Shells Klimapolitik als nicht im Einklang mit dem anwendbaren Sorgfaltspflichtstandard.⁴¹

Mit der Gutheissung des Unterlassungsbegehrens verpflichtete das Bezirksgericht Shell dazu, ihre Treibhausgasemissionen bis 2030 um 45% zu senken, ohne genaue Massnahmen festzulegen.⁴² Damit steht es Shell frei, die dafür erforderlichen Massnahmen selbst zu treffen. Hierzu gehört beispielsweise eine adäquate Berücksichtigung von Umweltschäden in der Unternehmenspolitik.⁴³ Weiter stellte das Bezirksgericht fest, Shell sei verpflichtet, derart auf seine Lieferanten und Kunden einzuwirken, dass auch diese ihre Treibhausgasemissionen verringern.⁴⁴

Am 20. Juli 2021 kündigte Shell an, Berufung gegen das Urteil einzulegen.⁴⁵

b) *Überlegungen aus Schweizer Perspektive*

Es stellt sich die Frage, ob auch das Schweizer Recht eine Handhabe bietet, auf die sich ein Kläger in einem ähnlich gelagerten Fall stützen könnte. Insofern kommen insbesondere Ansprüche aus dem ausservertraglichen Haftpflichtrecht sowie eigentums- und personenrechtliche Unterlassungsansprüche in Betracht.

⁴⁰ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.9 f. Dabei stellte das Gericht auf den Urgenda-Entscheid von 20. Dezember 2019 ab (Hoge Raad der Niederlanden, Urteil vom 20. Dezember 2019 in der Rechtssache ECLI:NL:HR:2019:2007). Darin ging es um eine „Gemeinwohlklage“, welche die Stiftung Urgenda gegen den niederländischen Staat erhoben hatte. Dem niederländischen Staat wurde vorgeworfen, es versäumt zu haben, einen angemessenen Beitrag zur Erreichung des Zwei-Grad-Ziels zu leisten, was eine Verletzung von Art. 2 EMRK (Recht auf Leben) und Art. 8 EMRK (Recht auf Achtung des Privat- und Familienlebens) darstelle. Der Hohe Rat der Niederlande verpflichtete den niederländischen Staat dazu, seine Treibhausgasemissionen bis Ende 2020 um mindestens 25% im Vergleich zum Niveau von 1990 zu senken.

⁴¹ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.5.5.

⁴² Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 5.3.

⁴³ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.

⁴⁴ Rechtbank Den Haag, C/09/571932 / HA ZA 19-379, Ziff. 4.4.22 f.

⁴⁵ Shell-Pressemitteilung vom 20. Juli 2021 (abrufbar unter <<https://www.shell.com/media/news-and-media-releases/2021/shell-confirms-decision-to-appeal-court-ruling-in-netherlands-climate-case.html>>).

aa) Mögliche Ansprüche aus auservertraglicher Haftung

Die auservertraglichen Haftungsnormen gemäss Art. 41 ff. OR weisen eine gewisse Ähnlichkeit mit der auservertraglichen Generalklausel für unerlaubte Handlung gemäss Art. 6:162(2) des niederländischen Zivilgesetzbuches auf.⁴⁶

Art. 41 OR verlangt kumulativ den Nachweis (i) eines Schadens, (ii) einer Widerrechtlichkeit oder Sittenwidrigkeit, (iii) eines natürlichen und adäquaten Kausalzusammenhangs zwischen schädigendem Verhalten und eingetretenem Schaden und (iv) eines Verschuldens. Im Zusammenhang mit Klimaklagen dürften insbesondere die Kriterien der Widerrechtlichkeit bzw. Sittenwidrigkeit und die Frage der Kausalität eine besondere Hürde darstellen.⁴⁷

Nach konstanter Rechtsprechung und herrschender Lehre liegt der Generalklausel von Art. 41 Abs. 1 OR die sogenannte objektive Widerrechtlichkeits-theorie zugrunde.⁴⁸ Demnach ist die Schadenszuführung widerrechtlich, wenn gegen ein absolutes Rechtsgut verstossen wird (sogenanntes Erfolgsunrecht) oder bei reiner Vermögensschädigung ein Verstoss gegen eine einschlägige Schutznorm vorliegt (sogenanntes Verhaltensunrecht).⁴⁹

Den Tatbestand von Art. 41 Abs. 2 OR erfüllt, wer einem anderen in einer gegen die guten Sitten verstossenden Weise absichtlich einen Schaden zufügt. Haftungsbegründend ist damit die „Sittenwidrigkeit“ des Verhaltens. In Anlehnung an Art. 20 OR, dessen Sittenwidrigkeitsbegriff demjenigen von Art. 41 Abs. 2 OR entspricht⁵⁰, verstösst gegen die guten Sitten, wer das „Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden“⁵¹ verletzt.⁵² Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist dieser Haftungsgrund „nur ausnahmsweise und mit grösster Zurückhaltung als gegeben anzunehmen“. Insbesondere habe der Gesetzge-

⁴⁶ Siehe auch Hösli, Shell-Urteil; Jentsch, 340; Roberto/Fisch, 1228.

⁴⁷ Weiter kann sich im Konzernverhältnis die Frage stellen, inwiefern die Konzernmutter etwa gemäss Art. 55 und Art. 722 OR haftbar gemacht werden kann.

⁴⁸ Vgl. aus der Lehre BK OR-Brehm, Art. 41, N 33 ff.; BSK OR I-Kessler, Art. 41, N 31; Haftpflicht-Kom-Fischer, Art. 41 OR, N 62 ff.; KuKo OR-Schönenberger, Art. 41, N 23; aus der Rechtsprechung: BGE 123 III 306 E. 4a S. 312; BGE 122 III 176 E. 7 S. 189 ff.; BGE 192 IV 322 E. 2.2.2 S. 324 f.

⁴⁹ BSK OR I-Kessler, Art. 41, N 31; HaftpflichtKom-Fischer, Art. 41 OR, N 63.

⁵⁰ KuKo OR-Schönenberger, Art. 41, N 39.

⁵¹ BK-Kramer, Art. 19/20, N 170.

⁵² BK-Kramer, Art. 19/20, N 170; KuKo OR-Schönenberger, Art. 41, N 39.

ber mit Art. 41 Abs. 2 OR keine „allgemeine Verpflichtung der Rechtsgenossen auf hohe Ethik“ angestrebt, sondern nur ein „ethisches Minimum“ gewährleisten wollen, das hauptsächlich „Schikane“ abdeckt.⁵³

Das niederländische Gericht stellte bei der Konkretisierung des Sorgfaltspflichtstandards nach Art. 6:162(2) des niederländischen Zivilgesetzbuches unter anderem auf das Recht auf Leben (Art. 2 EMRK) und das Recht auf Achtung des Privat- und Familienlebens (Art. 8 EMRK) ab. Inwiefern eine solche Auslegung zutrifft und damit auch auf die Schweiz Auswirkungen zeitigt, hat der EGMR bisher nicht entschieden.

Für den Schweizer Kontext ist überdies fraglich, ob das in der Schweizer Bundesverfassung normierte Recht auf Leben und persönliche Freiheit (Art. 10 BV)⁵⁴ und das Recht auf Schutz der Privatsphäre, insbesondere das Recht auf Privat- und Familienleben (Art. 13 BV),⁵⁵ klimarelevante Vorgänge umfassen.⁵⁶ Hinzu kommt, dass nur der Staat, seine Organe und Private bei der Wahrnehmung staatlicher Aufgaben direkt an Grundrechte gebunden sind.⁵⁷ Ein Schweizer Gericht, das eine Klage zwischen Privatpersonen zu beurteilen hat, müsste also eine Drittewirkung dieser Grundrechte annehmen, um die Widerrechtlichkeit zu begründen.

⁵³ BGE 124 III 297 E. 5e S. 302 f.; siehe dazu auch die Ausführungen von Jentsch, 341. Zudem ist anzumerken, dass sich ein umweltschädigendes Verhalten in keine der vier Fallgruppen, die sich bisher aus der Rechtsprechung zu Art. 41 Abs. 2 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) entwickelt haben, einteilen lassen. Diese sind: (i) Verleitung zum Vertragsbruch, (ii) unlautere Einwirkung auf das Ergebnis von Versteigerungen, (iii) grundlose Ablehnung des Vertragsschlusses bei Monopol- oder marktbeherrschender Stellung und (iv) missbräuchliche Vollstreckung eines Urteils, das auf arglistige Weise erschlichen wurde (KuKo OR-Schöneberger, Art. 41, N 41; Schwenzer/Fountoulakis, 413 f.).

⁵⁴ Art. 10 der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (BV, 101) (Recht auf Leben und persönliche Freiheit) bzw. dessen Abs. 2 schützt wie Art. 2 EMRK die körperliche Unversehrtheit und insbesondere vor einer Gefährdung des Lebens (BSK BV-Tschentscher, Art. 10, N 10; Kommentar EMRK-Schübel-Pfister, Art. 2, N 19).

⁵⁵ Art. 13 BV (Schutz der Privatsphäre) bzw. dessen Abs. 1, insbesondere der Anspruch auf Achtung ihres Privat- und Familienlebens ist dem Wortlaut von Art. 8 Abs. 1 EMRK nachgebildet (BSK BV-Diggelmann, Art. 13, N 5).

⁵⁶ Jentsch, 340 bezeichnet diese Grundrechte „zumindest im Kern“ als „absolut geschützte Rechte“. Siehe auch Fisch, der die Wirtschaftsfreiheit (Art. 27 BV) und die Eigentumsgarantie (Art. 26 BV) als für den CO₂-Emittenten relevante Grundrechte thematisiert (Fisch, Rechtswidrigkeit, 724 ff.).

⁵⁷ Vgl. Art. 35 Abs. 2 BV; siehe auch Bohrer, 324.

Eine direkte Drittirkung besteht, wenn Grundrechte im Privatrechtsverkehr unmittelbare Anwendung finden – eine Position, die in der Schweiz kaum anerkannt ist.⁵⁸ Entsprechend vermögen diese Normen nicht direkt eine Widerrechtlichkeit gemäss Art. 41 Abs. 1 OR zu begründen.

Sodann fragt sich, ob die erwähnten Grundrechte (Art. 10 und 13 BV) bei der Auslegung des Sittenwidrigkeitsbegriffs im Sinne einer indirekten Drittirkung berücksichtig werden könnten. Von indirekter Drittirkung wird dann gesprochen, wenn Grundrechte zur Auslegung der zu konkretisierenden Normen zwischen Privaten, namentlich bei Generalklauseln, beigezogen werden. Ein solcher Bezug ist grundsätzlich anerkannt, jedoch mit Zurückhaltung anzunehmen.⁵⁹ Ein Präjudiz, das eine solche Drittirkung⁶⁰ von Grundrechten im Zusammenhang mit dem Klimaschutz annimmt, existiert noch nicht.⁶¹ Dass die Rechtsprechung in Zukunft jedoch Klimathemen bei der Auslegung des Begriffs der Sittenwidrigkeit berücksichtigt, ist nicht von vornherein ausgeschlossen, hat das Gericht dabei doch insbesondere dem Wandel der Zeit Rechnung zu tragen.⁶² Angesichts der restriktiven Rechtsprechung zu Art. 41 Abs. 2 OR scheint aber unwahrscheinlich, dass sich in naher Zukunft eine entsprechende Praxis herausbilden wird.⁶³

Das Kausalitätserfordernis im Rahmen von Klimaklagen rechtsgenügend darzulegen, mag ebenfalls Schwierigkeiten bereiten. Dies gilt insbesondere für den Nachweis der Kausalität einer Handlung für ein konkretes Klimaereignis bzw. dessen Auswirkung.⁶⁴ So wird namentlich fraglich sein, inwiefern klimaschädliche Emissionen eines Schädigers kausal für einen sich an einem anderen Ort der Welt manifestierenden Schaden sind. Dabei wird ebenfalls das Zusammenspiel mit anderen potenziellen Schädigern unweigerlich relevant werden.

⁵⁸ Bohrer, 325; Häfelin et al., Rz. 281.

⁵⁹ Bohrer, 325.

⁶⁰ Siehe auch Jentsch, 341. Als Grundrecht mit direkter Drittirkung ist derzeit allein das Lohngleichheitsgebot von Art. 8 Abs. 3 BV anerkannt (BSK BV-Waldmann, Art. 35, N 29).

⁶¹ Siehe auch Jentsch, 340 f.

⁶² BSK OR-I Kessler, Art. 41, N 42; KuKo OR-Schönenberger, Art. 41, N 39.

⁶³ Siehe auch Jentsch, 341.

⁶⁴ Siehe auch Hösli/Weber, Klimaklagen, 7; siehe auch ausführlich dazu: Fisch, Kausalität, 534 ff.

Das zeigt sich illustrativ am Fall Saúl Luciano Lliuya („Lliuya“) gegen Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk (RWE) AG („RWE“), welcher derzeit vor dem Oberlandesgericht Hamm in Deutschland hängig ist.⁶⁵ Darin ist unter anderem strittig, inwiefern die freigesetzten Treibhausgasemissionen des deutschen Energieunternehmens RWE kausal⁶⁶ zur Abschmelzung der Gletscher in Peru und dadurch verursachten Überschwemmungen waren.⁶⁷ Während das erstinstanzliche Landgericht Essen die Klage wegen fehlender rechtlicher Kausalität abwies, ordnete das Oberlandesgericht Hamm als Berufungsinstanz eine Beweiserhebung vor Ort an.⁶⁸ Entgegen der Vorinstanz stellte das Oberlandesgericht fest, dass aufgrund des Vorhandenseins mehrerer Verursacher nicht auf eine Unmöglichkeit der Beseitigung geschlossen werden könne. Vielmehr

⁶⁵ Der peruanische Bauer Lliuya macht geltend, RWE sei kausal mitverantwortlich für das Abschmelzen der Berggletscher in der Nähe seiner Stadt Huaraz. Diese Schmelze habe zu einer akuten Bedrohung geführt. So sei der Seespiegel des Gletschersees, der das Schmelzwasser auffängt, auf eine Höhe angestiegen, die durch die natürliche Lagune bald nicht mehr gehalten werden könne. Kläger Lliuya fordert deshalb, dass RWE ihm und der Behörde von Huaraz einen Teil der Kosten erstattet, die für Hochwasserschutzmassnahmen anfallen.

⁶⁶ Zum Beweis der Emissionen von RWE stützt sich Lliuya auf die „Carbon Majors“-Studie von Heede. Diese enthält unter anderem eine Analyse der Emissionen der 83 weltweit grössten Öl-, Gas- und Kohleproduzenten. Gemäss der Studie ist RWE (bzw. deren Rechtsvorgänger) sind für ca. 0.47% der zwischen 1751 und 2010 ausgestossenen Treibhausgase verantwortlich (Heede, 27).

⁶⁷ Die gesamte vorgebrachte Kausalkette war die folgende: Die CO₂-Emissionen führen zu einer höheren Dichte von Treibhausgasen in der Atmosphäre, was zur Verringerung der globalen Wärmeabstrahlung und damit zum Anstieg der globalen Temperatur führt. Der Anstieg der lokalen Durchschnittstemperatur beschleunigt das Abschmelzen des Palcaraju-Gletschers. Dies führt zu einem Anstieg des Wasserstands der Palcacocha-Lagune auf ein Mass, den die natürliche Moräne nicht mehr halten kann. Die Miterantwortung von RWE an dieser Verursacherkette beträgt mindestens 0.47%; ein abweichend festgestellter Verursacherurteil sei durch einen Sachverständigen zu beziffern (OLG Hamm, Beschluss vom 30. November 2017 in der Rechtssache I-5U 15/17, Saúl Luciano Lliuya gegen Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk (RWE) AG, Ziff. III.1.d). LG Essen, Urteil vom 15. Dezember 2016 in der Rechtssache 2 O 285/15, Saúl Luciano Lliuya gegen Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk (RWE) AG, Ziff. 16.

⁶⁸ Siehe OLG Hamm, Hinweis- und Beschluss vom 30. November 2017 in der Rechtssache I-5U 15/17 sowie Beschluss vom 1. Februar 2018 in der Rechtssache I-5U 15/17, 4.

habe jeder Verursacher seinen eigenen Beitrag zu beseitigen. Die von Lliuya vorgebrachte Kausalkette wird zum Zeitpunkt des Erscheinens dieses Beitrags vom Oberlandesgericht Hamm geprüft.⁶⁹

Solche und ähnliche Kausalitätsfragen werden sich in möglichen Klimaklagen auch den Schweizer Gerichten stellen. Deren Beantwortung wird nicht zuletzt stark von den konkreten Umständen abhängen.

bb) Mögliche Unterlassungsansprüche

Im Rahmen einer Klage, die der Argumentation von Milieudefensie et al. gegen Shell folgt, kommen auch sachenrechtliche oder personenrechtliche Unterlassungsansprüche in Betracht.

aaa) Mögliche sachenrechtliche Unterlassungsansprüche

Der Ausstoss klimaschädlicher Emissionen könnte auch unter nachbarrechtlichen Gesichtspunkten relevant sein. Die Klage aus Grundeigentümerhaftung (Art. 679 ZGB) richtet sich grundsätzlich⁷⁰ gegen den Eigentümer oder Inhaber eines beschränkten dinglichen Rechts des Grundstücks, von dem eine Störung ausgeht.⁷¹ Dabei ist zunächst vorausgesetzt, dass die Störung von einem Nachbargrundstück ausgeht.⁷² Beim Begriff des Nachbarn ist von einem weiten Begriff auszugehen; die Grundstücke müssen nicht unmittelbar aneinander grenzen.⁷³

⁶⁹ Meldung vom 14. März 2022 von Germanwatch (abrufbar unter <<https://www.german-watch.org/de/85108>>). Das Oberlandesgericht kündigte einen Ortsbesuch in Huaraz an, anlässlich dessen überprüft werden soll, ob Lliuyas Haus tatsächlich von einer Flutwelle des Gletschersees bedroht ist. Bejahendenfalls soll weiter geprüft werden, inwieweit der Klimawandel und die durch die RWE freigesetzten Treibhausgasemissionen zu dieser Bedrohung beigetragen haben.

⁷⁰ Auch Dienstbarkeitsberechtigten oder Nutzniesser können ins Recht gefasst werden, sofern sie bei der Ausübung ihres Rechts über die Beschränkungen des Eigentums hinausgehen. Zudem bejaht das Bundesgericht auch die Passivlegitimation von Miatern oder Pächtern, wenn diese Besitz am Grundstück haben (Ernst/Zogg, 52 f.; vgl. BGE 109 II 309).

⁷¹ BSK ZGB-II-Rey/Strebel, Art. 679, N 26 ff.; Ernst/Zogg, 52 f.; HaftpflichtKom-Zelger, Art. 679 ZGB, N 4 f.; Marro, Rz. 15.326.

⁷² Hrubesch-Millauer/Graham-Siegenthaler/Roberto, 168.

⁷³ Hrubesch-Millauer/Graham-Siegenthaler/Roberto, 280.

Bei einer Klimaklage ist im Rahmen der Grundeigentümerhaftung vor allem der Immissionsschutzartikel (Art. 684 ZGB) zu prüfen, der sich unter anderem mit Luftverunreinigungen⁷⁴ befasst (Art. 684 Abs. 2 ZGB). Der Kläger hat nachzuweisen, dass die Emissionen des beklagten Nachbarn auf sein Grundstück einwirken und diese Einwirkung übermäßig ist.⁷⁵ Das Gericht wird mithin die Frage zu beantworten haben, ob die geforderte übermäßige Einwirkung bereits im unmittelbar vom nachbarschaftlichen Grundstück ausgehenden CO₂-Ausstoss bestehen oder ob eine solche Einwirkung erst mittelbar aufgrund der dadurch hervorgerufenen Klimaereignisse und den damit verbundenen Schäden begründet werden kann.⁷⁶ Sodann steht dem Gericht ein weiter Ermessensspielraum zu, ab wann eine Einwirkung als übermäßig anzusehen ist. Dabei gilt ein objektiver Massstab.⁷⁷

Im Fall von Milieudefensie et al. gegen Shell richtete sich die Klage gegen die Muttergesellschaft des Erdölkonzerns Shell. Zunächst dürften vom Grundstück der Muttergesellschaft kaum Emissionen im Sinne von Art. 684 ZGB ausgehen, wenn dort lediglich Entscheidungen getroffen werden, die einzelne Konzerngesellschaften umsetzen.⁷⁸ Die einzelnen Konzerngesellschaften, welche die klimaschädlichen Emissionen produzieren, müssen also einzeln belangt werden. Werden mehrere Tochtergesellschaften belangt, stellt sich unter anderem die Frage, ob zur Erstellung der Übermäßigkeit die Emissionen von mehreren einzelnen Grundstücken zusammengerechnet werden können, was die Lehre ablehnt.⁷⁹

Geht die Störung im Rahmen einer Klimaklage nicht von der Ausübung des Eigentumsrechts an einem Grundstück aus oder liegt ein unmittelbarer Eingriff in die Substanz des Grundstücks vor, ist eine Eigentumsfreiheitsklage

⁷⁴ Art. 684 Abs. 2 des Schweizerischen Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (ZGB, SR 210); unter Luftverunreinigungen fallen materielle Immissionen wie Russ, Staub, Rauch oder Gase; vgl. hierzu BSK ZGB II-Rey/Strebel, Art. 684, N 22 ff.; ferner KuKo ZGB-Zelger, Art. 684, N 5.

⁷⁵ BSK ZGB II-Rey/Strebel, Art. 684, N 8 f.; KuKo ZGB-Zelger, Art. 684, N 8 ff.

⁷⁶ Roberto/Fisch argumentieren, dass die übermäßige Einwirkung auf das Grundstück nicht unmittelbar durch die CO₂-Emissionen des Nachbargrundstücks an sich bewirkt wird, sondern erst durch den emissionsbedingten Klimawandel und die durch diesen hervorgerufenen Schäden (Roberto/Fisch, 1230).

⁷⁷ BSK ZGB-II-Rey/Strebel, Art. 684, N 8; Hrubesch-Millauer/Graham-Siegenthaler/Roberto, 281.

⁷⁸ Roberto/Fisch, 1230.

⁷⁹ BSK ZGB II-Rey/Strebel, Art. 684, N 16; Hürlimann-Kaupp, 191; Roberto/Fisch, 1230; Wirz, 95.

(*actio negatoria* nach Art. 641 Abs. 2 ZGB) zu prüfen.⁸⁰ Mit dieser kann der Eigentümer⁸¹ einer Sache die Beseitigung einer bestehenden Beeinträchtigung oder die Unterlassung einer drohenden Störung verlangen.⁸² Bei der Störung hat es sich um eine rechtswidrige unmittelbare oder körperliche Einwirkung zu handeln.⁸³ Wann eine solche vorliegt, bestimmt sich nach Nachbarschaftsrecht, insbesondere nach den oben erwähnten Art. 679 und Art. 684 ZGB.⁸⁴

Die eigentumsrechtlichen Unterlassungsklagen setzen im Rahmen des erforderlichen Rechtsschutzinteresses⁸⁵ weiter voraus, dass das Verhalten der Beklagten den Eingriff in das angerufene absolute Recht ernstlich befürchten lassen muss. Mit anderen Worten hat die Rechtsverletzung unmittelbar zu drohen.⁸⁶ Im Rahmen einer Klimaklage hat der Kläger somit nachzuweisen, dass die das Rechtsgut potenziell verletzende Handlung (beispielsweise CO₂-Emissionen) eine unmittelbare Gefährdung für das geschützte Rechtsgut des Klägers darstellt.⁸⁷ Ob die direkten (und indirekten) Emissionen eines Beklagten (beispielsweise eines Ölkonzerns) für eine das Rechtsschutzinteresse erforderliche unmittelbare Gefährdung genügen, ist im Einzelfall zu prüfen.⁸⁸

bbb) Mögliche personenrechtliche Unterlassungsansprüche

Weiter ist auch ein personenrechtlicher Unterlassungsanspruch nach Art. 28 Abs. 1 ZGB i.V.m. Art. 28a Abs. 1 Ziff. 1 ZGB zu prüfen. Inhalt des nach Art. 28 ZGB geschützten Persönlichkeitsrechts ist insbesondere das Recht auf körper-

⁸⁰ BSK ZGB II-Wolf/Wiegand, Art. 641, N 63; Hrubesch-Millauer/Graham-Siegenthaler/Roberto, 168.

⁸¹ Ebenso aktivlegitimiert sind neben dem Eigentümer auch Inhaber eines beschränkten dinglichen Rechts (BSK ZGB II-Wolf/Wiegand, Art. 641, N 60; Marro, Rz. 15.37).

⁸² Marro, Rz. 15.30 f.

⁸³ BSK ZGB II-Wolf/Wiegand, Art. 641, N 58 ff.

⁸⁴ Liegen gleichzeitig die Voraussetzungen von Art. 679 ZGB und Art. 641 Abs. 2 ZGB vor, geht die nachbarschaftsrechtliche Klage nach Art. 679 ZGB als *lex specialis* vor (Marro, Rz. 15.32).

⁸⁵ Vgl. Art. 59 Abs. 2 lit. a der Schweizerischen Zivilprozessordnung vom 19. Dezember 2008 (Zivilprozessordnung, ZPO, SR 272).

⁸⁶ BSK ZPO-Dorschner, Art. 84, N 18 f.; KuKo ZPO-Oberhammer/Weber, Art. 84, N 10; Roberto/Fisch, 1232.

⁸⁷ Roberto/Fisch, 1232 f.

⁸⁸ Siehe beispielsweise Roberto/Fisch, die es als zweifelhaft erachten, ob die (in)direkten Emissionen eines *carbon major* (zum Beispiel Shell) eine *unmittelbare* Gefährdung des Eigentums oder der physischen Integrität darstellen (Roberto/Fisch, 1233).

liche Unversehrtheit.⁸⁹ Ein Unterlassungsanspruch ist unter anderem gegeben, wenn die geschützte körperliche Unversehrtheit (als Teilgehalt des Persönlichkeitsrechts gemäss Art. 28 ZGB) des Klägers durch das rechtswidrige Verhalten des Beklagten beeinträchtigt oder bedroht ist.⁹⁰

Im Rahmen einer Klimaklage könnte ein Kläger bei der Geltendmachung des Unterlassungsanspruchs auf eine drohende Gesundheitsbeeinträchtigung abstellen, also eine Gefährdung der körperlichen Unversehrtheit, die durch den CO₂-Ausstoss oder die durch diese hervorgerufenen Umweltphänomene verursacht wird. Dabei wird zu beantworten sein, ob die drohende Beeinträchtigung durch den CO₂-Ausstoss die für den Verletzungstatbestand geforderte Intensität⁹¹ erfüllt bzw. erfüllen kann.

Schliesslich erfordern auch personenrechtliche Unterlassungsansprüche (wie die sachenrechtlichen Unterlassungsansprüche) zur Begründung eines genügenden Rechtschutzinteresses, dass die Rechtsverletzung unmittelbar droht.⁹²

2. Fallbeispiel 2: *Ramirez et al. gegen ExxonMobil Corporation et al.*

a) Sachverhalt und rechtliche Argumentation

Im November 2016 klagten Pedro Ramirez Jr. und der Greater Pennsylvania Carpenters Pension Fund („Ramirez et al.“) beim U.S. District Court in Dallas gegen ExxonMobil Corporation („ExxonMobil“) und vier Organpersonen. Die Sammelklage wurde im Namen von Anlegern eingereicht, die zwischen Februar und Oktober 2016 Aktien von ExxonMobil gekauft hatten.⁹³

Die Streitigkeit drehte sich unter anderem um einen im März 2014 von Exxon-Mobil veröffentlichten Bericht, in dem das Unternehmen erklärt hatte, es berücksichtige mögliche Verschärfungen von Klimaregulierungen und deren

⁸⁹ BSK ZGB I-Meili, Art. 28, N 17; HaftpflichtKom-Kirchschläger, Art. 28/28a ZGB, N 11; KuKo ZGB-Dörr, Art. 28, N 5.

⁹⁰ BSK ZGB I-Meili, Art. 28a, N 2; HaftpflichtKom-Kirchschläger, Art. 28/28a ZGB, N 7 ff.; KuKo ZGB-Dörr, Art. 28a, N 2.

⁹¹ BSK ZGB I-Meili, Art. 28, N 38.

⁹² BSK ZPO-Dorschner, Art. 84, N 18 f.; KuKo ZPO-Oberhammer/Weber, Art. 84, N 10; Roberto/Fisch, 1232.

⁹³ United States District Court (Northern District of Texas), Klage Ramirez et al. vom 7. November 2016 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ziff. 1. Später wurde die Periode auf 31. März 2014 bis zum 30. Januar 2017 erweitert, siehe United States District Court (Northern District of Texas), Konsolidierte Klage Ramirez et al. vom 26. Juli 2017 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ziff. 1.

Auswirkungen auf die Öl- und Gasexploration, die Produktion und die Verwendung kohlenstoffbasierter Brennstoffe. Die Berücksichtigung erfolge, indem bei der finanziellen Beurteilung von Investitionen oder Projekten sogenannte Carbon Proxy Costs miteinberechnet würden.⁹⁴ Carbon Proxy Costs stellen einen unternehmensinternen Schattenpreis für CO₂ dar, mit dem Unternehmen ihre CO₂-intensiven Aktivitäten intern mit einem entsprechenden Aufwand verbuchen können.

Ab Mitte 2014 begannen die Öl- und Gaspreise weltweit zu fallen. Damit fielen die Produktionskosten bei gewissen Förderstätten höher als die Verkaufserlöse aus. Entsprechend sahen sich gewisse Öl- und Gasunternehmen gezwungen, den Wert der ausgewiesenen Öl- und Gasreserven ihrer Produktions- und Lagerstätten abzuschreiben oder gar Produktionsstätten aufzugeben. ExxonMobil nahm keine Abschreibungen vor und gab auch keine Anlagen auf. Vielmehr versicherte das Unternehmen den Anlegern wiederholt, dass es über überlegene Investitionsverfahren und ein hervorragendes Projektmanagement verfüge. Dies ermögliche es, den Betrieb fortzusetzen, ohne die ausgewiesenen Öl- und Gasreserven abzuschreiben.⁹⁵

Entsprechend wies ExxonMobil auch keine Wertverminderungen in ihrem bei der U.S. Securities Exchange Commission eingereichten Jahresabschluss (Form 10-K) für das Jahr 2015 aus.⁹⁶ Ende Oktober 2016 gab ExxonMobil jedoch bekannt, dass fast 20% seiner Öl- und Gasreserven möglicherweise nicht mehr werthaltig seien. Dies werde per Ende 2016 auch buchhalterisch berücksichtigt werden müssen.⁹⁷ Unmittelbar nach dieser Pressemitteilung sank der Aktienwert des Unternehmens um 4.14%.⁹⁸

Vor diesem Hintergrund brachten die Kläger unter anderem vor, dass der Bericht vom März 2014 die Carbon Proxy Costs falsch dargestellt habe. Zudem habe ExxonMobil im Hinblick auf die fallenden Öl- und Gaspreise den Wert ihrer Öl- und Gasreserven bzw. Produktions- und Lagerstätten falsch ausge-

⁹⁴ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 2 f.

⁹⁵ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 3.

⁹⁶ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 4.

⁹⁷ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 4 f.

⁹⁸ United States District Court (Northern District of Texas), Konsolidierte Klage Ramirez et al., 3:16-cv-3111-K, Ziff. 21.

wiesen.⁹⁹ Die in diesem Zusammenhang abgegebenen Zusicherungen seien in erheblichem Maße irreführend gewesen, da ExxonMobil gewusst habe, dass der historische Verfall der Öl- und Gaspreise zu hohen Abschreibungen hätte führen müssen.¹⁰⁰ Die Kläger verlangten Schadenersatz wegen Wertpapierbe- trug (Securities Fraud) gestützt auf den Securities Exchange Act.¹⁰¹

ExxonMobil beantragte die Abweisung der Klage.¹⁰² Das Unternehmen machte hauptsächlich geltend, dass es die Risiken des Klimawandels für sein Geschäft vollständig offengelegt habe und die Methoden, die es zur Analyse dieser Risiken verwendet hatte, korrekt seien.¹⁰³

Im August 2018 wies das U.S. District Court in Dallas ExxonMobil's motion to dismiss ab.¹⁰⁴ Diesen Entscheid focht ExxonMobil an. Der Antrag auf Überprüfung (reconsideration) wurde noch im gleichen Jahr abgelehnt.¹⁰⁵ Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Beitrags ist das Hauptverfahren weiterhin hängig.

b) Überlegungen aus Schweizer Perspektive

Es stellt sich die Frage, ob auch das Schweizer Recht Anspruchsgrundlagen bietet, auf die sich ein Aktionär oder Gläubiger berufen kann, wenn er in einem ähnlich gelegenen Fall einen Schaden geltend machen möchte.

⁹⁹ United States District Court (Northern District of Texas), Klage Ramirez et al., 3:16-cv-3111-K, Ziff. 3; United States District Court (Northern District of Texas), Konsolidierte Klage Ramirez et al., 3:16-cv-3111-K, Ziff. 7 ff. und 128 ff.

¹⁰⁰ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 3.

¹⁰¹ United States District Court (Northern District of Texas), Klage Ramirez et al., 3:16-cv-3111-K, Ziff. 1.

¹⁰² United States District Court (Northern District of Texas), Begehren auf Klageabweisung Ramirez et al. vom 26. September 2017 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K.

¹⁰³ United States District Court (Northern District of Texas), Begehren auf Klageabweisung Ramirez et al., 1 ff.

¹⁰⁴ United States District Court (Northern District of Texas), Stellungnahme und Beschluss vom 14. August 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil, 23.

¹⁰⁵ United States District Court (Northern District of Texas), Beschluss vom 5. November 2018 in der Rechtssache 3:16-cv-3111-K, Ramirez et al. gegen ExxonMobil.

Im Vordergrund stehen die gesellschaftsrechtliche Verantwortlichkeit, insbesondere die Organ-¹⁰⁶ und Revisionshaftung¹⁰⁷ sowie die kapitalmarktrechtliche Verantwortlichkeit, also insbesondere die Prospekthaftung^{108 109}. Voraussetzungen für die vorgenannten Haftungsansprüche sind kumulativ (i) ein pflichtwidriges Verhalten, (ii) ein Schaden, (iii) Kausalzusammenhang und (iv) Verschulden.¹¹⁰

Im Rahmen der Organhaftung liegt eine Pflichtverletzung vor, wenn das Organ eine ihm obliegende aktienrechtliche Pflicht¹¹¹ verletzt.¹¹² In Betracht kommen eine Verletzung organschaftlicher Sorgfaltspflichten¹¹³ und die Missachtung von Rechnungslegungsvorschriften^{114 115}. Darunter fällt auch eine nicht vorschriftsgemäße Bewertung von Aktiven.¹¹⁶

Darüber hinaus könnten im Zusammenhang mit einer Haftung aus falscher, irreführender oder unvollständiger Berichterstattung zu Umweltthemen die neuen Vorschriften über die *Transparenz über nichtfinanzielle Belange*¹¹⁷ an Bedeutung gewinnen. Unternehmen von öffentlichem Interesse¹¹⁸ sind zukünf-

¹⁰⁶ Vgl. Art. 754 OR.

¹⁰⁷ Vgl. Art. 755 OR.

¹⁰⁸ Vgl. Art. 69 des Bundesgesetz über Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

¹⁰⁹ Jentsch, 341.

¹¹⁰ Vgl. BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 13 ff.; KuKo OR-Lehmann, Art. 754, N 1; HaftpflichtKom-Luterbacher, Art. 754 OR, N 20 ff.; BSK OR II-Bertschinger, Art. 755, N 42 ff.; SK FIDLEG-Weber/Fahrländer, Art. 69, N 50.

¹¹¹ Zum Beispiel Art. 670 ff., 678, 680, 716–717, 729 oder 957 ff. OR.

¹¹² BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 23; KuKo OR-Lehmann, Art. 754, N 15 ff.

¹¹³ Vgl. Art. 717 OR.

¹¹⁴ Vgl. Art. 959 ff. OR.

¹¹⁵ Jentsch, 341.

¹¹⁶ KuKo OR-Lehmann, Art. 754, N 19.

¹¹⁷ Vgl. Art. 717 OR und Art. 964a ff. OR.

¹¹⁸ Erfasst sind Gesellschaften öffentlichen Interesses i.S.v. Art. 2 lit. c des Bundesgesetzes über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (Revisionsaufsichtsgesetz, RAG, SR 221.302), die zusammen mit von ihnen kontrollierten in- oder ausländischen Unternehmen in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren mind. 500 Vollzeitangestellte im Jahresdurchschnitt haben und eine Bilanzsumme von CHF 20 Mio. oder einen Umsatz von CHF 40 Mio. überschreiten (Art. 964a OR).

tig¹¹⁹ gehalten, Rechenschaft über Umweltbelange – einschliesslich ihrer CO₂-Ziele –, Sozial- und Arbeitnehmerbelange wie auch über die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption abzulegen.¹²⁰ Der Bericht hat eine Beschreibung der wesentlichen Risiken und deren Handhabung im Zusammenhang mit den vorgenannten Umweltbelangen zu enthalten.¹²¹ Die Pflicht zur Erstellung eines solchen Berichts erfasst beispielsweise Publikumsgesellschaften sowie Banken, Versicherungen und andere beaufsichtigte Finanzdienstleister.¹²²

Entsteht der Gesellschaft und/oder den Aktionären ein Schaden aus einer Verletzung der vorgenannten Offenlegungsstandards, ist eine mögliche Haftung der involvierten Organpersonen genauer zu prüfen, vorausgesetzt, Kausalität und Verschulden sind gegeben.¹²³ Zudem könnte auch eine Revisionsstelle nach Art. 755 OR ins Recht gefasst werden, wenn sie einen Abschluss testiert, der falsche, irreführende oder unvollständige Angaben enthält.¹²⁴

Weiter bildet die Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG eine mögliche Haftungegrundlage. Eine haftungsrelevante Pflichtverletzung liegt unter anderem vor, wenn ein Prospekt unrichtige oder irreführende Angaben macht oder die

¹¹⁹ Gemäss Übergangsbestimmung finden die neuen Transparenzvorschriften über nicht finanzielle Belangen erstmals auf das Geschäftsjahr Anwendung, das ein Jahr nach Inkrafttreten der Vorschriften per 1. Januar 2022 beginnt (Art. 7 Übergangsbestimmungen zur Änderung des OR vom 19. Juni 2020). International tätige Unternehmen, die in den Geltungsbereich der Richtlinie 2014/95/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU im Hinblick auf die Angabe nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte grosse Unternehmen und Gruppen (CSR Richtlinie) fallen, hatten jedoch bereits vor Einführung der neuen Bestimmungen zur nicht-finanziellen Berichterstattung im OR (je nach Grösse, internationaler Präsenz und Industriezugehörigkeit) weitergehende Berichterstattungspflichten (vgl. Fischer, 15).

¹²⁰ Vgl. Art. 964b Abs. 1 OR.

¹²¹ Vgl. Art. 964b Abs. 2 Ziff. 4 lit. a OR. Für an der SIX Swiss Exchange (SIX) kotierte Gesellschaften existierte bereits seit 1. Juli 2017 eine Möglichkeit, einen Nachhaltigkeitsbericht nach einem international anerkannten Standard zu erstellen (vgl. Art. 9 der SIX Richtlinie Corporate Governance, RLCG vom 18. Juni 2021 i.V.m. Art. 9, Ziff. 2.03 Richtlinie Regelmeldepflichten, RLRMP vom 18. Juni 2021). Derzeit haben bereits 36 Unternehmen (unter anderem UBS AG, Credit Suisse Group AG, Nestlé AG, Novartis AG oder OC Oerlikon Corporation AG) ein solches Opting-In gewählt (gesamte Liste abrufbar unter <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/shares/sustainability-reporting.html>>).

¹²² Fischer, 16.

¹²³ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 610; Jentsch, 341.

¹²⁴ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 610.

Angaben den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechen.¹²⁵ Ein Prospekt hat unter anderem Finanzkennzahlen, wie die letzte Halbjahres- oder Jahresrechnung, aber auch Angaben zu wesentlichen Risiken in Bezug auf den Emittenten und seine Branche zu enthalten.¹²⁶ In Betracht kommen etwa Finanzangaben, wie nicht nach Rechnungslegungsstandard bewertete Aktien, und wesentliche Emittentenrisiken, wie bevorstehende Änderungen in regulatorischen (inklusive umweltspezifischen) Belangen.¹²⁷

3. Fallbeispiel 3: *ClientEarth Prawnicy dla Ziemi gegen ENEA S.A.*

a) Sachverhalt und rechtliche Argumentation

Die gemeinnützige Umweltrechtsorganisation ClientEarth Prawnicy dla Ziemi („ClientEarth“) ist Aktionärin des polnischen Energieproduzenten und -versorgers ENEA S.A. („Enea“). Gemeinsam mit dem Energiekonzern Energa S.A. („Energa“) gründete Enea eine Zweckgesellschaft namens Elektrownia Ostroleka („Elektrownia“). Zweck dieses Joint Ventures war die Errichtung und Inbetriebnahme des Kohlekraftwerks Ostrołęka C im Nord-Osten von Polen, dessen Baukosten auf rund USD 1.2 Mia. geschätzt werden.¹²⁸

Für dieses Bauvorhaben schlossen Enea, Energa und Elektrownia eine Investitionsvereinbarung. Diese sieht unter anderem vor, dass es für den Abschluss des Bauvertrags mit einem Generalunternehmer der vorgängigen Zustimmung sowohl der Generalversammlungen sowie der Vorstände von Enea und Energa bedarf. An der ausserordentlichen Generalversammlung von Enea im September 2018 fassten deren Aktionäre den Zustimmungsbeschluss zum Abschluss eines Bauvertrages für die Errichtung des Kohlekraftwerks Ostrołęka C.¹²⁹

ClientEarth als Aktionärin von Enea focht den an der Generalversammlung getroffenen Zustimmungsbeschluss an.¹³⁰ ClientEarth machte einerseits geltend, die Generalversammlung hätte gar nicht die Kompetenz gehabt, über

¹²⁵ Vgl. Art. 69 Abs. 1 FIDLEG.

¹²⁶ Vgl. Art. 40 Abs. 1 lit. a Ziff. 2 und 4 FIDLEG und Anhang 1, Ziff. 2.1 und 3.2 der Verordnung über Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV, SR 950.11).

¹²⁷ SK FIDLEG-Weber/Fahrländer, Art. 69, N 80; Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 610; Jentsch, 342.

¹²⁸ Projektbeschrieb von NS Energy, ohne Datum (abrufbar unter <<https://www.nsenergybusiness.com/projects/ostroleka-c-power-plant-poland/>>).

¹²⁹ Sąd Apelacyjnego w Poznaniu (Appellationsgericht Poznań), I Aga 219/19, passim.

¹³⁰ ClientEarth-Pressemitteilung vom 20. September 2018 (abrufbar unter <http://climatecasechart.com/climate-change-litigation/wp-content/uploads/sites/16/non-us-case-documents/2018/20180920_Non-Available_na-1.pdf>).

diesen Gegenstand zu entscheiden.¹³¹ Andererseits argumentierte ClientEarth, dass der angefochtene Generalversammlungsbeschluss von Enea zu Gunsten der Zweckgesellschaft den wirtschaftlichen Interessen von Enea schade. Namentlich liesse der Beschluss klimabezogene finanzielle Risiken ausser Acht, wie steigende Kohlenstoffpreise, verstärkte Konkurrenz durch billigere erneuerbare Energien¹³² und regulatorische Risiken im Zusammenhang mit dem angestrebten Ziel Polens, den Anteil von Kohlestrom an der Stromproduktion drastisch zu senken.¹³³

Mit Entscheid vom 31. Juli 2019 gab das Bezirksgericht Posen den Klägern Recht und hob den angefochtenen Generalversammlungsbeschluss bereits unter Verweis auf Verletzung der gesellschaftsrechtlichen Kompetenzordnung auf.¹³⁴ Damit erübrigte sich die Auseinandersetzung mit einer allfälligen Sorgfaltspflichtverletzung aufgrund einer Missachtung klimabezogener finanzieller Risiken. Das Appellationsgericht in Poznań bestätigte das Urteil der Vorinstanz.¹³⁵

b) Überlegungen aus Schweizer Perspektive

Auch wenn das polnische Gericht den Enea-Fall nicht basierend auf dem vorgetragenen Argument der Nichtbeachtung von klimabezogenen Risiken entschied, wirft dieser Fall interessante Fragen auf. Insbesondere lässt er offen, ob einem Unternehmen oder dessen Organen die Missachtung von Klimarisiken im Rahmen von Entscheidungen vorgehalten werden kann.

Im Schweizer Kontext könnte dies insbesondere bei Entscheiden des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung relevant werden. Nach Art. 717 OR sind die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung befasst sind, dazu verpflichtet, ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt zu erfüllen und die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren. Der dabei relevante Sorgfaltsmassstab ist ein objektiver.¹³⁶ Vergleichsmassstab für die Sorgfältig-

¹³¹ Sąd Apelacyjnego w Poznaniu (Appellationsgericht Poznań), I Aga 219/19, *passim*.

¹³² ClientEarth-Pressemitteilung vom 20. September 2018.

¹³³ ClientEarth-Pressemitteilung vom 14. Februar 2020 (abrufbar unter <<https://www.clientearth.org/latest/press-office/press/climate-victory-companies-put-poland-s-last-new-coal-plant-on-ice/>>).

¹³⁴ Sąd Okręgowy w Poznaniu (Bezirksgericht Poznań), Urteil vom 31. Juli 2019 in der Rechtsache IX GC 1118/18, ClientEarth Prawnicy dla Ziemi gegen ENEA S.A.

¹³⁵ Sąd Apelacyjnego w Poznaniu (Appellationsgericht Poznań), I Aga 219/19, *passim*.

¹³⁶ BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 717, N 4; KuKo OR-Sunaric, Art. 717, N 2.

keit ist also das Verhalten, das eine vernunftgemäss handelnde Person – unter Berücksichtigung des Wissensstandes zum fraglichen Zeitpunkt – in einer vergleichbaren Situation an den Tag gelegt hätte.¹³⁷

Organe haben bei ihren Entscheidungen also eine angemessene Risikoverteilung zu berücksichtigen und eine Risikokonzentration zu verhindern.¹³⁸ Ein sorgfältig handelndes Organ wird langfristige und unsichere Entwicklungen – beispielsweise im Zusammenhang mit dem Klimawandel – bei der Entscheidungsfindung adäquat miteinflussen lassen.¹³⁹ Eine Berücksichtigung drängt sich besonders bei Investitionsentscheiden auf, die von Klimarisiken stark betroffen sind. Darunter fällt eine Investition in CO₂-trächtige Tätigkeiten, deren Rentabilität aufgrund stetig steigender CO₂-Kosten bereits zu Beginn oder in absehbarer Zukunft fraglich ist.¹⁴⁰ Abzuwägen sind sowohl allfällige direkte Kosten (beispielsweise Klimaabgaben) als auch indirekten Kosten (beispielsweise Risiken im Zusammenhang mit Klimaklagen).¹⁴¹ Weiter könnte die Attraktivität des Unternehmens aufgrund der mit der Entscheidung verbundenen Klimarisiken für Investoren¹⁴² oder aus ethischen bzw. moralischen Gründen¹⁴³ für Kapitalgeber verringert werden. Schliesslich sind auch allfällige Reputationsrisiken aufgrund nicht klimafreundlicher Entscheidungen zu berücksichtigen.¹⁴⁴

Klimabelastende Geschäftsentscheide können somit (finanzielle) Risiken mit sich bringen, welche Gesellschaftsorgane bei ihrer Entscheidungsfindung berücksichtigen müssen. Eine mangelhafte Berücksichtigung kann eine Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflicht darstellen und die geschäftsführenden Organe möglichen Verantwortlichkeitsansprüchen aussetzen.¹⁴⁵

¹³⁷ BSK OR II-Watter/Roth Pellanda, Art. 717, N 5 f.; KuKo OR-Sunarie, Art. 717, N 5.

¹³⁸ BSK OR II-Watter/Roth Pellanda, Art. 717, N 10; Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 609.

¹³⁹ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 609; Watter/Spillmann, 106 ff.

¹⁴⁰ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 606 und 609.

¹⁴¹ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 609 f.

¹⁴² Gemeint ist die Attraktivität der Unternehmung für Investoren, die „ESG“-Kriterien und die mit diesen verbundenen Risiken in Bezug auf die zu erwartende Rendite berücksichtigen (siehe dazu ausführlich Mehmetaj/Brunner, 442 f.).

¹⁴³ Gemeint ist die Attraktivität für Investoren, die wertebasiert investieren, sog. Social Responsible Investing („SRI“) (siehe dazu und zum Unterschied zu den „ESG“-Investoren, wie in Fn. 142 erwähnt, Mehmetaj/Brunner, 442 f.).

¹⁴⁴ Siehe dazu oben [Kapitel II.2.b](#).

¹⁴⁵ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 610.

Es bleibt jedoch anzumerken, dass Gerichte bei der nachträglichen Überprüfung von Geschäftsentscheiden im Rahmen von Verantwortlichkeitsklagen zurückhaltend sind, insoweit der Entscheid auf einer angemessenen Informationsbasis beruht und in einem interessenkonfliktfreien Entscheidungsprozess zustande gekommen ist.¹⁴⁶ Im Rahmen von Klimaklagen wird sich dabei namentlich die Frage nach dem Vorliegen einer angemessenen Informationsbasis stellen,¹⁴⁷ etwa ob ausreichende Informationen über relevante Risiken vorlagen und in den fraglichen Entscheid einflossen.

IV. Fazit und Ausblick

Aufgrund der sich zuspitzenden Klimaphänomene und der damit verbundenen Risiken für Investoren, Unternehmen wie auch die breite Bevölkerung hat die Anzahl der hängigen Klimastreitigkeiten in den letzten Jahren zugenommen. Es ist davon auszugehen, dass diese Zunahme in naher Zukunft nicht abreissen wird. Parallel dazu schwappen die ursprünglich mehrheitlich im angloamerikanischen Rechtsraum geführten Streitigkeiten vermehrt auch auf Kontinentaleuropa über.

Die vorliegend besprochenen Fallbeispiele illustrieren die Vielfalt der durch Klimaklagen tangierten Themenbereiche. Sie zeigen auf, dass die Palette möglicher Rechts- und Haftungsgrundlagen entsprechend breit ist. Gegenstand von Klimaklagen sind insbesondere klimaschädliche Unternehmensaktivitäten, die fehlende oder unzutreffende Offenlegung klimaspezifischer Informationen sowie Geschäftsentscheide, die Klimarisiken oder -folgen missachten.

In der Schweiz wurden die Gerichte bis auf vereinzelte Ausnahmen noch nicht mit Klimaklagen konfrontiert. Die Schweizer Rechtsordnung enthält in ihrer gegenwärtigen Form aber ein breites Spektrum von Anspruchsgrundlagen, die im Rahmen von Klimaklagen relevant sind. In Klagen, die auf eine Reduktion von Treibhausgasemissionen abzielen, könnten ausservertragliche Haftungsgrundlagen und nachbarschaftsrechtliche oder persönlichkeitsrechtliche Unterlassungsansprüche geprüft werden. Wo die fehlende oder falsche Offenlegung klimaspezifischer Informationen Gegenstand einer Streitigkeit bildet, können gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Haftungsnormen relevant werden. Aktienrechtliche Verantwortlichkeitsansprüche können alsdann bedeutsam werden, wenn Unternehmensentscheidungen Klimarisiken nicht angemessen berücksichtigen.

¹⁴⁶ BSK OR II-Watter/Roth Pellanda, Art. 717, N 6, m.w.H. auf Literatur und Rechtsprechung; Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 609.

¹⁴⁷ Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility, 609.

Viele klimaspezifische Sachverhalte können somit grundsätzlich auch schon heute unter traditionelle Haftungstatbestände subsumiert werden. Es wird sich sodann weisen, ob die zunehmende Regulierung von „ESG“-spezifischen Themenbereichen zu einer Verschärfung der entsprechenden Haftungsrisiken führt oder inwiefern sich damit zumindest der Anwendungsbereich und die Interpretation der bestehenden Rechtsgrundlagen wandeln.

Literaturverzeichnis:

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, (Art. 1–529 OR), in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), 7. A., Basel 2020 (zit. BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II Art. 530–964 OR (Art. 1–6 SchlIT AG, Art. 1–11 ÜBest GmbH), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Walter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch I, Art. 1–456 ZGB, in: Geiser Thomas/Fountoulakis Christiana (Hrsg.), 6. A., Basel 2018, (zit. BSK ZGB I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch II, Art. 457–977 ZGB und Art. 1–61 SchlIT ZGB, in: Geiser Thomas/Wolf Stephan (Hrsg.), 6. A., Basel 2019 (zit. BSK ZGB II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Zivilprozessrecht, in: Spühler Karl/Tenchio Luca/Infanger Dominik (Hrsg.), 3. A., Basel 2017 (zit. BSK ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zur schweizerischen Bundesverfassung, in: Waldmann Bernhard/Belser Eva Maria/Epiney Astrid (Hrsg.), Basel 2015 (zit. BSK BV-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Berner Kommentar, Das Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Inhalt des Vertrages, Art. 19–22 OR, in: Meier-Hayoz Arthur (Hrsg.), Bern 1992 (zit. BK OR-Kramer, Art. 19/20, N XX).
- Berner Kommentar, Das Obligationenrecht, Die Entstehung durch unerlaubte Hand-lungen, Art. 41–61 OR, in: Brehm Roland, 5. A., Bern 2021 (zit. BK OR-Brehm, Art. XX, N YY).
- Boffey Daniel, Court Orders Royal Dutch Shell to Cut Carbon Emissions by 45% by 2030, The Guardian Beitrag vom 26. Mai 2021, <<https://www.theguardian.com/business/2021/may/26/court-orders-royal-dutch-shell-to-cut-carbon-emissions-by-45-by-2030>>.
- Bohrer Andreas, Haftung schweizerischer Unternehmen für Menschenrechtsverletzungen im Ausland, GesKR 2017, 323 ff.
- Burgess Matthew, A 24-Year-Old Is Suing His Pension Fund for Not Being Green Enough, Bloomberg-Beitrag vom 15. November 2019, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-13/a-24-year-old-is-suing-pension-fund-for-not-being-green-enough>>.
- Eckert Martin/Teves Tamara/Lauper Romina, Nachhaltigkeit und Finanzmarktrecht, GesKR 2020, 411 ff.

- EMRK Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten, in: Karpenstein Ulrich et al., 3. A., München 2022 (zit. Kommentar EMRK-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Ernst Wolfgang/Zogg Samuel, Sachenrecht, 3. A., Zürich/St. Gallen 2020.
- EZB, Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken, Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegung, Mai 2020, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/climate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.de.pdf>.
- Fisch Jürg, Kausalität bei der „Klima-Haftung“, AJP 2022, 533 ff.
- Fisch Jürg, Rechtswidrigkeit bei der „Klima-Haftung“, AJP 2022, 715 ff.
- Fischer Joel, Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative, Sieben goldene Regeln als Kompass für Verwaltungsrat und Management, GesKR 2021, 1 ff.
- Gerrard Michael B./MacDougald Joseph A., An Introduction to Climate Change Liability Litigation and a View to the Future, The Connecticut Insurance Law Journal 2013, 153 ff.
- Haberstock Philipp, ESG-Kriterien, Gabler Wirtschaftslexikon, <<https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/esg-kriterien-120056>>.
- Häfelin et al., Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 10. A., 2020.
- Haftpflichtkommentar zu den schweizerischen Haftpflichtbestimmungen, in: Fischer Willi/Lauterbacher Thierry (Hrsg.), Zürich, 2016 (zit. HaftpflichtKom-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Heede Richard, Carbon Majors: Accounting for Carbon and Methane Emissions 1854–2010 – Methods and Results Report, Climate Mitigation Services, 2014, <<https://climateaccountability.org/pdf/MRR.9.1Apr14R.pdf>>.
- Höltchi René, Siemens-Chef Kaeser kritisiert „fast schon groteske“ Klimaproteste, NZZ vom 5. Februar 2020, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/siemens-chef-kaeser-kritisiert-fast-schon-groteske-klimaproteste-ld.1538604>>.
- Hösli Andreas, Shell-Urteil – der Klimawandel im Gerichtssaal, NZZ-Gastkommentar vom 12. Juli 2021, <<https://www.nzz.ch/meinung/shell-urteil-der-klimawandel-im-gerichtssaal-ld.1632147>> (zit. Hösli, Shell-Urteil).
- Hösli Andreas/Weber Rolf H., Corporate Climate Responsibility – aktienrechtliche Haftungsrisiken für den Verwaltungsrat?, SJZ 2020, 605 ff. (zit. Hösli/Weber, Corporate Climate Responsibility).
- Hösli Andreas/Weber Rolf H., Der Klimawandel und die Finanzmärkte, GesKR 2019, 574 ff. (zit. Hösli/Weber, Klimawandel).
- Hösli Andreas/Weber Rolf H., Klimaklagen gegen Unternehmen, Jusletter vom 25. Mai 2020 (zit. Hösli/Weber, Klimaklagen).
- Hrubesch-Millauer Stephanie/Graham-Siegenthaler Barbara/Roberto Vito, Sachenrecht, 5. A., Bern 2017.
- Hürlimann-Kaup Bettina, Grundfragen des Zusammenwirkens von Miete und Sachenrecht, Zürich 2008, 176 ff.

- Jentsch Valentin, Etappensieg bei Klimaklage zur Reduktion von CO₂-Emissionen gegen Rohstoffunternehmen, GesKR 2021, 321 ff.
- Kahl Wolfgang/Weller Marc-Philippe, Liability for climate damages, in: Kahl Wolfgang/Weller Marc-Philippe (Hrsg.), München 2021, Climate Change Litigation, 532 ff.
- Koumbarakis Antonios, Nachhaltigkeitsrisiken sind omnipräsent, NZZ vom 18. September 2021. Kurzkommentar Schweizerische Zivilprozessordnung, in: Oberhammer Paul/Domej Tanja/Haas Ulrich (Hrsg.), 3. A., Basel 2021 (zit. KuKo ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kurzkommentar Schweizerisches Obligationenrecht, in: Honsell Heinrich (Hrsg.). Basel 2014 (zit. KuKo OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kurzkommentar Schweizerisches Zivilgesetzbuch, in: Büchler Andrea/Jakob Dominique (Hrsg.), 2. A., Basel 2018 (zit. KuKo ZGB-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Marro Pierre-Yves, Klagen aufgrund der Verantwortlichkeit des Grundeigentümers (Art. 679 ZGB), in: Duss Jacobi Vanessa C./Marro Pierre-Yves (Hrsg.), Klagen und Rechtsbehelfe im Zivilrecht, 2. A., Basel 2022.
- Mehmetaj Liburn/Brunner Katja, ESG and Fiduciary Duties of Investment Managers, GesKR 2021, 441 ff.
- PRI Association, Principles for Responsible Investment, PRI Reporting Framework, Main definitions, November 2018, <https://www.unpri.org/Uploads/x/l/q/_maindefinitionsto_prireportingframework_971173.pdf>.
- Reynolds Fiona, Climate Change Tops the List of ESG Concerns for Investors in 2019, UN PRI Blog vom 5. März 2019, <<https://www.unpri.org/pri-blog/climate-change-tops-the-list-of-esg-concerns-for-investors-in-2019/4163.article>>.
- Roberto Vito/Fisch Jürg, Zivilrechtliche Klima-Klagen, AJP 2021, 1225 ff.
- Schulthess Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, in: Sethe Rolf et al., Zürich 2021 (zit. SK FIDLEG-Bearbeiter, Art. XX, N YY).
- Schwenzer Ingeborg/Fountoulakis Christiana, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 8. A, Bern 2020.
- Setzer Joana/Higham Catherine, Global Trends in Climate Change Litigation, 2021 snapshot, Policy report, July 2021, <https://www.lse.ac.uk/granthaminstiute/wp-content/uploads/2021/07/Global-trends-in-climate-change-litigation_2021-snapshot.pdf>.
- SWI swissinfo.ch, Credit Suisse kann umstrittene Boni auszahlen, Bericht vom 28. April 2017, <https://www.swissinfo.ch/ger/finanzplatz_credit-suisse-kann-umstrittene-boni-auszahlen/43143482>.
- Swiss Sustainable Finance, Swiss Sustainable Investments Market Study 2021, <https://marketstudy2021.sustainablefinance.ch/downloads/SSF_2021_MS_full_144dpi.pdf>.
- TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Final Report – Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Juni 2017, <<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>>.
- Watter Rolf/Spillmann Till, Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften, GesKR 2006, 94 ff.

Wilde Luke et al., Bestandsaufnahme über die Umsetzung der UNO-Leitprinzipien für Wirtschaft und Menschenrechte durch den Bund und durch Schweizer Unternehmen, twentyfifty, Juli 2018, <<https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/55265.pdf>>.

Wirz Pascal, Schranken der Sonderrechtsausübung im Stockwerkeigentum, ZStP 2008, 91 ff.

SPACs International unter Berücksichtigung von Reformvorschlägen der Securities Exchange Commission

Oliver Seiler/Camilla Kehler-Weiss*

Inhalt

I.	Einleitung	62
II.	SPACs	63
1.	Wesensmerkmale eines SPACs	63
a)	Zweckbindung (Special Purpose)	63
b)	Zustimmungsvorbehalt	64
c)	Opt-out/Redemption	64
d)	Aktien plus Optionsscheine; Gründeranteile	65
e)	Treuhandkonto	65
f)	Befristung	66
2.	Rechtsform, Gründungsjurisdiktion und Börsennotierung des SPACs	67
a)	Rechtsform und Gründungsjurisdiktion	67
b)	Ort der Börsennotierung	68
III.	De-SPAC-Transaktionen	68
1.	Generell	68
2.	Ablauf einer De-SPAC-Transaktion	68
a)	Identifizierung des Zielunternehmens	69
b)	Letter of Intent und Exklusivitätsvereinbarung	69
c)	Due Diligence	69
d)	Business Combination Agreement (BCA)	70
e)	Zeichnungsvereinbarung mit PIPE-Investoren	70
f)	Öffentliche Bekanntgabe	71
g)	Vollzugsbedingungen	72
IV.	Reformansätze und regulatorische Initiativen	72
1.	ESMA	72
a)	Prospektinhalt	72
b)	MiFID II, Product-Governance	73
c)	Folge	73

* Die Verfasser bedanken sich herzlich bei Frau Rechtsanwältin Jennifer Thießen für die Mitarbeit bei der Ausarbeitung dieses Beitrags.

2.	<u>Stellungnahmen der SEC</u>	74
a)	<u>Stellungnahme vom 12. April 2021, Bilanzierung von Optionsscheinen (Warrants)</u>	74
b)	<u>Stellungnahme vom 30. März 2022</u>	74
aa)	<u>Darstellung von Interessen des Sponsors, Konflikten und Transaktionsmerkmalen</u>	75
bb)	<u>Abschaffung des Safe Harbor für Prognosen bei De-SPAC-Transaktionen</u>	76
cc)	<u>SPAC-IPO Underwriter im De-SPAC-Prozess</u>	77
dd)	<u>Erweiterte Anforderungen in Bezug auf Prognosen</u>	79
ee)	<u>Weitere Vorschläge der SEC</u>	80
3.	<u>Spezielle Strukturierungsfragen bei EU SPACs</u>	82
a)	<u>Negativzinsen</u>	82
b)	<u>AIFM</u>	82
V.	<u>Ergebnis</u>	82
	<u>Literaturverzeichnis</u>	83

I. Einleitung

Sog. *Special Purpose Acquisition Companies* oder „SPACs“ haben vor allem in den Jahren 2020 und 2021 auch in Europa eine bemerkenswerte Renaissance erlebt,¹ getrieben vor allem durch den ungemein aktiven US-Kapitalmarkt.² Im Jahr 2022 ging die Anzahl der SPAC-IPOS weltweit wesentlich zurück. Bedingt wurde dieser Rückgang durch die allgemeine makro-ökonomische und politische Lage, zum anderen bedingt durch Kritik an bestehenden Gestaltungen.³

Bei SPACs handelt es sich um Gesellschaften ohne eigenen operativen Geschäftsbetrieb, die an die Börse gebracht werden, um mit den dadurch eingeworbenen Mitteln ein operativ tätiges Unternehmen zu erwerben und so den bislang leeren Börsenmantel mit operativem Leben zu füllen.⁴ Der SPAC wird also zu dem Zweck errichtet, mindestens eine M&A-Transaktion durchzuführen, durch welche der SPAC seinen Charakter als nicht operatives

¹ Vgl. Smolka, Börsenmäntel; Smolka, SPACs.

² In den Jahren 2020 bzw. 2021 fanden in den USA 248 bzw. 613 SPAC-IPOS statt. 2022 wurden noch 79 SPAC-IPOS erfolgreich durchgeführt, abrufbar unter <<https://www.statista.com/statistics/1178249/spac-ipo-usa/>>.

³ Schreiber.

⁴ Vgl. etwa Thiergart/Olbertz, 1547; Schanz, 1407.

Erwerbsvehikel verliert. Deshalb wird die Unternehmensübernahme durch den SPAC und damit die Erfüllung des „Special Purpose“, für den der SPAC errichtet wurde, auch als „De-SPAC“ bezeichnet.⁵

Der folgende Beitrag soll einen kurzen Überblick über marktübliche Gestaltungen von SPACs, insbesondere in den USA, und De-SPAC Transaktionen geben und ferner auf Reformvorschläge der Securities Exchange Commission und ihren Einfluss auf die bestehende Marktpraxis in den USA und Europa und künftige Gestaltungen eingehen.

II. SPACs

I. Wesensmerkmale eines SPACs

Herausgebildet haben sich die besonderen Wesensmerkmale von SPACs teilweise vor dem Hintergrund der nach Missbräuchen in den 1980er Jahren in den USA erlassenen Anlegerschutzbestimmungen in Bezug auf sog. Blank Check Companies,⁶ ebenso wie SPACs Börsenmäntel ohne eigenes operatives Geschäft, aber – anders als SPACs – mit sehr geringer Kapitalausstattung („Penny Stocks“).⁷ Auch wenn diese Anlegerschutzbestimmungen also typischerweise nicht unmittelbar auf heutige SPACs anwendbar sind, spiegeln sie sich dennoch, teils modifiziert, in den Gesellschaftsstatuten der SPACs wieder.⁸

a) Zweckbindung (*Special Purpose*)

Wesensprägend für einen SPAC ist sein spezifischer Unternehmensgegenstand, ein operativ tätiges Unternehmen erst noch zu erwerben.⁹ Oft wird hier ein bestimmter Investmentfokus, namentlich geographischer und/oder inhaltlicher Natur, vorgegeben, der dann auch eingehalten werden muss. Konkret feststehen darf das Zielunternehmen im Zeitpunkt des SPAC-Börsengangs indes noch nicht, weil dies anderenfalls im Prospekt entsprechend offengelegt werden müsste.¹⁰

⁵ Vgl. Just, 1702; Zanner/Siebert, 226; Strohmeier, 43; Hell, 26; Ulrich, Rz. 163.

⁶ Rule 419 of the Securities Act of 1933.

⁷ Vgl. Hell, 26 f.

⁸ Vgl. Selzner, 319 Fn. 2; Hell, 28.

⁹ Vgl. etwa Schalast/Geurts/Türkmen, 1283.

¹⁰ Schalast/Geurts/Türkmen, 1283; wohl auch Schanz, 1407 („regelmässig“).

b) Zustimmungsvorbehalt

Da das Zielunternehmen bei Errichtung des SPACs also noch nicht konkret feststehen darf, könnte man denken, die SPAC-Aktionäre würden mit der Aktienzeichnung „die Katze im Sack“ kaufen, weil im Zeitpunkt des Börsengangs noch unklar ist, welcher Übernahmekandidat später den Unternehmensgegenstand des SPACs ausfüllen wird.¹¹ So ist es denn auch immer wieder in der Wirtschaftspresse zu lesen.¹² Das übersieht allerdings, dass die Durchführung der De-SPAC-Transaktion immer unter dem Vorbehalt der Zustimmung der SPAC-Aktionäre steht. Kommt ein Hauptversammlungsbeschluss mit der erforderlichen Mehrheit, heute reicht regelmässig die einfache Mehrheit aus, nicht zustande, kann die De-SPAC-Transaktion nicht vollzogen und das Zielunternehmen nicht erworben werden.¹³

c) Opt-out/Redemption

Für SPAC-Aktionäre besteht nach dem positiven Votum der Hauptversammlung des SPACs die Möglichkeit, aus der De-SPAC-Transaktion auszuoptieren („Opt-out“) und ihr Aktienkapital wieder abzuziehen („Redemption“), ein ganz entscheidendes anlegerschützendes Element in der SPAC-Struktur.¹⁴

Früher stand dieses Recht zur Redemption tatsächlich nur den SPAC-Aktionären zu, die auch gegen die De-SPAC-Transaktion gestimmt hatten.¹⁵ Heute ist es regelmässig möglich, für die De-SPAC-Transaktion zu stimmen, aber trotzdem seine Einlage zurückzuverlangen. Aus Sicht der Initiatoren des SPACs, oft auch Sponsoren genannt,¹⁶ wird hierdurch das Risiko reduziert, dass die De-SPAC-Transaktion mangels erforderlicher Hauptversammlungszustimmung scheitert. Denn auch die SPAC-Aktionäre, die von dem vorgeschlagenen Zielunternehmen nicht überzeugt sind, können risikolos für den Erwerb stimmen, weil sie ihr Geld trotzdem abziehen können. Dadurch wird im ersten Schritt die anlegerschützende Wirkung des Zustimmungsvorbehalts unterlaufen, weil die Zustimmung auch mit den Stimmen von SPAC-Aktionären, die selbst ihr Geld abziehen, erreicht werden kann. Jedoch wird auch diese vermeintliche Anlegerschutzlücke regelmäßig dadurch geschlossen, dass zusätzliche Bedingung für die Durchführung der De-SPAC-Transaktion ist, dass nicht mehr

¹¹ Vgl. etwa auch Schanz, 1407; Schalast/Geurts/Türkmen, 1283.

¹² Siehe die Nachweise bei Schalast/Geurts/Türkmen, 1283 Fn. 2.

¹³ Vgl. dazu etwa Selzner, 326; Simmat/Siebert, 15; Strohmeier, 44 f.; Hell, 28.

¹⁴ Dazu etwa Strohmeier, 45 f.; Hell, 28.

¹⁵ Vgl. etwa Selzner, 326 f.; Simmat/Siebert, 15.

¹⁶ Vgl. etwa Schanz, 1407.

als ein zuvor festgelegter Anteil von SPAC-Aktionären, z.B. 20% oder 30%, das *Redemption*-Recht ausüben.¹⁷ Eine solche Bedingung ist schon deswegen erforderlich, weil dem SPAC sonst die für den Erwerb des Zielunternehmens erforderlichen Mittel fehlen können, und findet sich entweder bereits in den Statuten des SPACs, spätestens aber in der Vereinbarung über den Erwerb des Zielunternehmens, dem sog. *Business Combination Agreement*.¹⁸

d) *Aktien plus Optionsscheine; Gründeranteile*

Warum es für die SPAC-Aktionäre interessant sein kann, für die De-SPAC-Transaktion zu stimmen, aber gleichwohl ihre Aktien zurückzugeben, erklärt sich daraus, dass sie bei Zeichnung nicht nur Aktien, sondern zusätzlich selbständige Optionsscheine („*Naked Warrants*“) zum Erwerb weiterer Aktien an dem SPAC erhalten, die separat von den Aktien handelbar sind.¹⁹ Auch wer seine Aktien zurückgibt, kann also über die Optionsscheine auf eine später (doch) erfolgreiche De-SPAC-Transaktion spekulieren.²⁰

Ebenso werden die oben bereits erwähnten Initiatoren (Sponsoren) des SPACs, die den SPAC auf eigene Rechnung aufgesetzt haben und führen, an dem SPAC über Aktien und Optionsscheine (sog. *Founder Shares* oder *Warrants*) beteiligt, die sie allerdings zu vergünstigten Sonderkonditionen erhalten, so dass sie an einer erfolgreichen De-SPAC-Transaktion überproportional partizipieren.²¹ Damit wird das mit dem Aufsetzen des SPACs verbundene wirtschaftliche Risiko der Initiatoren vergütet. Eine weitere Vergütung erhalten die Sponsoren im Übrigen nicht.²²

e) *Treuhandkonto*

Damit sichergestellt ist, dass SPAC-Aktionäre, die ihr *Redemption*-Recht ausüben, auch tatsächlich ihre Einlagen zurückerhalten, werden diese auf ein Treuhandkonto gezahlt, das dem Zugriff des Vorstands des SPACs entzogen ist und nur verwendet werden darf, um Rückzahlungsansprüche ausoptierender SPAC-Aktionäre zu bedienen oder, soweit keine *Redemption* ausgeübt wird und es zu einer De-SPAC-Transaktion kommt, zur Finanzierung dieser

¹⁷ Siehe etwa Selzner, 327; Simmat/Siebert, 15; Zanner/Siebert, 225; Schanz, 1408; Strohmeier, 45; Schalast/Geurts/Türkmen, 1285.

¹⁸ Siehe unten, III.2.d).

¹⁹ Vgl. etwa Selzner, 323; Hell, 28; Schalast/Geurts/Türkmen, 1284.

²⁰ Dazu schon Simon, 221.

²¹ Vgl. im Einzelnen Selzner, 323 f.; Hell, 28.

²² Selzner, 324; Simmat/Siebert, 15 f.

Transaktion.²³ Daraus folgt, dass die Kosten der Errichtung und Börsennotierung des SPACs und Transaktionskosten für die Vorbereitung einer De-SPAC-Transaktion jedenfalls ganz weitgehend von den Sponsoren getragen werden müssen²⁴ – das erklärt die eben dargestellte bevorzugte Anteilsgewährung an die Sponsoren.²⁵

f) *Befristung*

Um zu vermeiden, dass die Einlagen der SPAC-Aktionäre auf unbestimmte Zeit im SPAC gebunden sind, bis es irgendwann vielleicht einmal zu einer De-SPAC-Transaktion kommt, haben SPACs eine begrenzte Laufzeit, heute typischerweise 24 Monate, innerhalb derer es zum Vollzug einer De-SPAC-Transaktion kommen muss. Gelingt dies nicht, wird der SPAC liquidiert.²⁶ Die in der bevorzugten Anteilsgewährung an die Sponsoren liegenden Chancen verwirklichen sich natürlich auch nicht und die Kosten müssen von den Sponsoren getragen werden.²⁷

Angesichts der Vielzahl von SPACs und der im derzeitigen Verkäufermarkt zum Ausdruck kommenden relativ geringeren Menge an geeigneten Zielgesellschaften, ist das Risiko nicht unerheblich, nicht fristgerecht eine Zielgesellschaft zu identifizieren.²⁸ Es wird daher in der näheren Zukunft mit einer erheblichen Anzahl von SPAC-Liquidationen gerechnet, da alleine in den USA noch über 600 SPACs auf der Suche nach einer Zielgesellschaft sind und zahlreiche der SPACs in den Jahren 2020 und 2021 aufgesetzt wurden.²⁹ Denn der typische Prozess einer De-SPAC-Transaktion ab Identifikation der Zielgesellschaft bis zum Transaktionsvollzug kann ca. 6 Monate dauern, sind vor Vollzug regulatorische Freigaben erforderlich,³⁰ auch länger.

²³ Vgl. etwa Zanner/Siebert, 225 ff.; Thiergart/Olbertz, 1547; Hell, 28.

²⁴ Siehe ebenfalls unten, [IV.3.a\).](#)

²⁵ Vgl. Simmat/Siebert, 14 f.; Simon, 219 f.; Zanner/Siebert, 225; Schanz, 1407.

²⁶ Vgl. etwa Schanz, 1408.

²⁷ Vgl. Zanner/Siebert, 225.

²⁸ Siehe unten, [III.2.a\).](#)

²⁹ Vgl. SPAC Market Review – March 2022, abrufbar unter <<https://www.boardroomalpha.com/spac-market-review-march-2022/>>.

³⁰ Siehe ebenfalls unten, [III.2.g\).](#)

2. Rechtsform, Gründungsjurisdiktion und Börsennotierung des SPACs

a) Rechtsform und Gründungsjurisdiktion

Aus der Börsennotierung eines SPACs folgt, dass der SPAC eine börsenfähige Rechtsform haben muss. In den USA börsennotierte SPACs sind in der Regel als „corporation“ nach dem Recht von Delaware (USA) oder den Cayman Islands errichtet. Populäre Rechtsformen für SPACs mit Investitionsfokus in Europa sind die holländische N.V. oder die Luxemburger SE, aber eben auch für Europa vermeintlich exotischere Gründungsjurisdiktionen wie Delaware (USA), Guernsey oder die Cayman Islands kommen in Betracht.³¹

Tatsächlich hat man es also bei De-SPAC-Transaktionen, abhängig vom Sitz der Zielgesellschaft, mit nach ausländischem Gesellschaftsrecht errichteten SPACs zu tun, was Auswirkungen auf die Strukturierung der De-SPAC-Transaktion haben kann.

³¹ Vgl. etwa Schanz, 1409; Unternehmensfinanzierung-Harrer, Rz. 4.163; aus deutscher Perspektive käme für einen SPAC die Rechtsform der AG, SE oder KGaA in Betracht. Angesichts Wesensmerkmale eines SPACs drängt sich allerdings auf, dass diese mit dem deutschen Aktienrecht, das gemäss Art. 15 Abs. 1, Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl L 294/1 vom 10. November 2001 (SE-VO) bzw. § 278 Abs. 3 des Aktiengesetz vom 1. Januar 1966 (AktG) grundsätzlich auch auf die deutsche SE und die KGaA anwendbar ist, nicht oder jedenfalls nicht unproblematisch in Einklang zu bringen sind. Dies ist in der Literatur bereits eingehend diskutiert worden. Schlagwortartig seien daher nur genannt die besonderen Problemkreise, (a) wie sich der Hauptversammlungszustimmungsvorbehalt zur De-SPAC-Transaktion zur aktienrechtlichen Geschäftsführungsautonomie des Vorstands gem. §§ 76 Abs. 1, 77 AktG verhält, (b) wie Rückzahlungen an das Redemption-Recht ausübende Aktionäre trotz des grundsätzlichen Verbots der Einlagenrückgewähr gem. § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG erfolgen können, (c) ob die Einzahlung auf das zweckgebundene Treuhandkonto eine Einlageleistung zur freien Verfügung des Vorstands des SPACs i.S.v. §§ 36 Abs. 2, 37 Abs. 1 Satz 2, 54 Abs. 3 Satz 1 AktG ist, (d) die ungeklärte Frage, ob selbständige Optionsscheine ausgegeben werden können, und (e) ob das Sperrjahr gem. § 272 Abs. 1 AktG, das einer zügigen Liquidation des SPACs nach Verstreichen seiner Laufzeit entgegensteht. Ein Teil dieser Punkte ist Gegenstand aktueller Reformbemühungen der deutschen Bundesregierung im Rahmen des so genannten „Zukunftsfinanzierungsgesetzes“, siehe: Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, abrufbar unter <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/2022-06-29-eckpunkte-zukunftsfinanzierungsgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=6>.

b) Ort der Börsennotierung

Aus der Rechtsform des SPACs ergeben sich auch gewisse Vorentscheidungen für den Ort der Börsennotierung. Ist der SPAC z.B. nach dem Recht von Delaware (USA) oder den Cayman Islands errichtet, wird er häufig an der NYSE oder der NASDAQ notiert sein. Dieser Börsenplatz setzt sich dann in aller Regel auch nach dem De-SPAC fort, auch wenn die Zielgesellschaft ihren ursprünglichen Sitz in einem anderen Land hat.³² Gleiches gilt grundsätzlich auch für SPACs mit Sitz in den Niederlanden. Hier kommt häufig die Euronext Amsterdam als Börsenplatz in Betracht. Hat der SPAC dagegen eine Luxemburger Rechtsform, wird er regelmäßig nicht dort, sondern an der Frankfurter Wertpapierbörsen notiert sein.³³ Dies ist ohne weiteres zulässig und keine Besonderheit von SPACs. Gesellschaftssitz bzw. Gesellschaftsstatut einerseits und Ort der Börsennotierung andererseits fallen also auseinander.

III. De-SPAC-Transaktionen

1. Generell

Der Erwerb der Zielgesellschaft durch den SPAC (die sog. De-SPAC-Transaktion) wird durch Kauf oder Verschmelzung (oder eine vergleichbare Transaktion) umgesetzt und bedarf der Zustimmung der Aktionäre des SPACs. Insofern unterscheidet sich die Transaktionsstruktur international nicht. Infolge der De-SPAC-Transaktion bleibt entweder der fortbestehende, börsennotierte SPAC die rechtliche Einheit, die dann das operative Geschäft der Zielgesellschaft führt oder aber die Zielgesellschaft oder eine dritte Gesellschaft tritt an die Stelle des SPACs als börsennotierte Einheit. Dies hängt von der im Einzelfall gewählten Transaktionsstruktur ab.³⁴

2. Ablauf einer De-SPAC-Transaktion

Der Ablauf einer De-SPAC-Transaktion folgt stets einem ähnlichen Muster. Über die letzten Jahre hat sich eine Marktpraxis bei Abschluss und Inhalt der notwendigen Verträge herausgebildet.

³² Vgl. z.B. die De-SPAC-Transaktionen unter Beteiligung deutscher Zielgesellschaften der Signa Sports United mit dem SPAC Yucaipa Acquisition (NYSE) oder der Lilium GmbH mit dem SPAC Qell Acquisition Corp. (NYSE) jeweils nach Verlegung des Sitzes in die Niederlande.

³³ Vgl. die Börsengänge der in Luxemburg beheimateten SPACs an der Frankfurter Wertpapierbörsen im Jahr 2021: Lakestar SPAC I SE, 468 SPAC I SE und OboTech Acquisition SE.

³⁴ Siehe im Einzelnen Seiler/Widder, 679.

a) *Identifizierung des Zielunternehmens*

Unmittelbar nach seinem erfolgreichen IPO wird der SPAC beginnen, geeignete Zielunternehmen zu identifizieren und anzusprechen. Angesichts der grossen Anzahl börsennotierter SPACs und der verhältnismässig geringen Anzahl potentieller Zielunternehmen, konnte man in den letzten Jahren ein Werben der SPACs um geeignete Unternehmen beobachten.

b) *Letter of Intent und Exklusivitätsvereinbarung*

Am Anfang der Verhandlungen über eine De-SPAC-Transaktion steht die Verhandlung und der Abschluss einer Absichtserklärung in Form eines sog. Letter of Intent in Bezug auf die Kernparameter der Transaktion, also insbesondere Erwerbsstruktur, Bewertung und Gegenleistung, Rückbeteiligung der Gesellschafter der Zielgesellschaft, Lock-up-Fristen (innerhalb derer Aktien nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion nicht veräussert werden dürfen), Vollzugsbedingungen und zukünftige Corporate Governance-Struktur, die in einem sog. Term Sheet, das wesentlicher Bestandteil des Letter of Intent ist, festgehalten werden. Führt das Zielunternehmen eine Auktion durch, wird dieses Term Sheet interessierten SPACs zur Kommentierung vorgelegt, was dann als Entscheidungsgrundlage bei der Auswahl des SPACs dient. Neben dieser – unverbindlichen – Absichtserklärung steht die verbindliche Vereinbarung einer regelmässig wechselseitigen Exklusivitätsfrist, innerhalb derer kein Zusammenschluss mit einem Dritten verhandelt, jedenfalls aber nicht abgeschlossen werden darf, und die aus Sicht des SPACs einige Monate dauern sollte, möglicherweise mit Verlängerungsoption, wenn die Verhandlungen zwar weit vorangeschritten sind, aber innerhalb der ursprünglich vereinbarten Exklusivitätsfrist doch nicht abgeschlossen werden können.³⁵

c) *Due Diligence*

Während dem Abschluss von Letter of Intent und Exklusivitätsvereinbarung nur eine sehr fokussierte Prüfung des Zielunternehmens durch den SPAC vor ausgeht, meist beschränkt auf wesentliche Finanzkennzahlen und den Business Plan des Zielunternehmens, findet die eigentliche sog. Due Diligence-Prüfung, also die möglichst umfassende Untersuchung des Zielunternehmens und seines Geschäfts unter besonderer Berücksichtigung der Chancen und Risiken,³⁶ erst während der Exklusivität statt, weil der SPAC die dafür erforderlichen Ressourcen ohne Exklusivität nicht aufwenden wird. Hierbei bestehen

³⁵ Vgl. ausführlich Seiler/Widder, 681.

³⁶ Vgl. etwa Mandatshandbuch Due Diligence-Beisel, § 1 Rz. 1 ff.

grundsätzlich keine Besonderheiten im Vergleich zu anderen M&A-Transaktionen,³⁷ wobei im Falle eines PIPE-Prozesses³⁸ die diesen begleitenden Investmentbanken eigene Due Diligence-Anforderungen haben können.

d) *Business Combination Agreement (BCA)*

Business Combination Agreements sind aus dem Bereich der öffentlichen Übernahmen bekannt und regeln dort die Rahmenbedingungen für die freundliche Übernahme eines börsennotierten Zielunternehmens durch den Bieter.³⁹ *Business Combination Agreements* kommen auch bei De-SPAC-Transaktionen vor und dienen einem ähnlichen Zweck, wobei bei De-SPAC-Transaktionen zwar das erwerbende Unternehmen (zumindest mittelbar) börsennotiert ist, aber nicht das Zielunternehmen. Bei De-SPAC-Transaktionen ist das *Business Combination Agreement* selbst das zentrale Vertragswerk, das die Bedingungen des Zusammenschlusses zwischen SPAC und Zielunternehmen verbindlich regelt. Die Parteien des *Business Combination Agreements* hängen von der Struktur der De-SPAC-Transaktion ab, unter Umständen sind hier auch die Anteilseigner des Zielunternehmens beteiligt. Inhaltlich setzt das *Business Combination Agreement* die Themen um, die bereits im *Letter of Intent* und dem diesem beigefügten *Term Sheet* angelegt waren.

e) *Zeichnungsvereinbarung mit PIPE-Investoren*

Es hat sich in den letzten Jahren etabliert, dass SPAC und Zielgesellschaft in Vorbereitung des De-SPACs auf die Suche nach neuen Investoren und deren Finanzmittel gehen. Dies geschieht nicht im Wege eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren des SPACs, sondern in Form einer Privatplatzierung, dem sog. PIPE. Bei genauerer Betrachtung werden mit prozessualer Unterstützung einer oder mehrerer internationaler Investmentbanken institutionelle Investoren ersucht, im Zusammenhang und unter der Bedingung des Vollzugs des De-SPACs, neue Wertpapiere der börsennotierten Obergesellschaft zu zeichnen. Dies geschieht mit einem gewissen zeitlichen Vorlauf, denn der De-SPAC ist zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung noch nicht vollzogen. Wichtig ist die Suche nach solchen PIPE-Investoren vor allem deshalb, weil eine im Vorhinein schwer zu bestimmende Zahl von SPAC-Aktiönen beim De-SPAC von ihrem *Redemption*-Recht Gebrauch machen wird. Dies führt zum Barmittelabfluss. PIPE-Investoren sind oftmals grosse institutionelle Fonds, Pensionskassen und Hedgefonds, die über erhebliche Finanz-

³⁷ Vgl. auch Simon, 221; Zanner/Siebert, 225 ff.; Schanz, 1408.

³⁸ Siehe unten, III.2.e).

³⁹ Dazu ausführlich Handbuch Übernahmerecht-Oppenhoff, § 9 Rz. 1 ff.

mittel verfügen. Die Finanzmittel der PIPE-Investoren sollen den Mittelabfluss infolge der Ausübung der *Redemption*-Rechte ausgleichen oder sogar überkompensieren. Den PIPE-Investoren wird in diesem Zusammenhang regelmässig Zugang zum auch dem SPAC für seine sog. *Due Diligence*-Prüfung bereitgestellten Datenraum gewährt. Auch erhalten diese üblicherweise eine ausführliche Präsentation, die das Geschäftsmodell der Zielgesellschaft, die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie deren erwarteten Geschäftsverlauf illustriert. Diese Unterlagen (und nicht das erst später veröffentlichte *Registration Statement* bzw. der Prospekt für die Wertpapiere der börsennotierten Obergesellschaft) bilden die Grundlage für die Investitionsentscheidung der PIPE-Investoren. Regelmässig vergeht ein Zeitraum von etwa ein bis drei Monaten zwischen der verbindlichen Investitionszusage der PIPE-Investoren und dem Vollzug des De-SPAC (und damit der Ausgabe der neuen Aktien).

Mit diesen PIPE-Investoren wird eine Zeichnungsvereinbarung, ein sog. *Subscription Agreement* abgeschlossen. Parteien dieser Verträge sind der SPAC und der jeweilige institutionelle Anleger; die Zielgesellschaft ist indes nicht beteiligt. Die Zeichnungsvereinbarung enthält bestimmte Zusicherungen und Garantien des SPACs und des PIPE-Investors und ist aufschiebend bedingt durch den Vollzug der De-SPAC-Transaktion. Insbesondere sichert der PIPE-Investor zu, dass er die Aktien direkt vom SPAC auf Grundlage der ihm vom SPAC zur Verfügung gestellten Informationen erwerben wird und dass ihm diese Informationen eine fundierte Entscheidung über den Aktienkauf ermöglichen. Weiterhin enthält der Vertrag regelmäßig die Verpflichtung, keinerlei Ansprüche gegen die das PIPE begleitenden Investmentbanken geltend zu machen.

f) Öffentliche Bekanntgabe

Spätestens der Abschluss des *Business Combination Agreements* und der zeitgleiche Abschluss der Zeichnungsvereinbarungen mit den PIPE-Investoren ist nach dem jeweils massgeblichen Recht des SPACs als Insiderinformation, die also Auswirkungen auf den Preis der SPAC-Aktien hat, zu veröffentlichen. Die vorangehenden Verhandlungen muss der SPAC solange nicht veröffentlichen, solange er die Vertraulichkeit der Verhandlungen mit der Zielgesellschaft sicherstellen kann.

g) *Vollzugsbedingungen*

Wesentliche Bedingung für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion ist die Zustimmung der SPAC-Aktionäre zum geplanten Zusammenschluss. Daneben können auch weitere Vollzugsbedingungen, wie fusions- und/oder investitionskontrollrechtliche Prüfung, bestehen.⁴⁰

IV. Reformansätze und regulatorische Initiativen

Sowohl auf europäischer Ebene als auch in den USA haben verschiedene Aufsichtsbehörden Stellung zu SPAC-Transaktionen genommen, vor allem mit Blick auf den notwendigen Anlegerschutz. Im Folgenden soll ein Überblick über wesentliche Äusserungen gegeben werden.

I. ESMA

Im Juli 2021 hat die *European Securities and Markets Authority* (ESMA) eine Stellungnahme zu SPACs veröffentlicht.⁴¹ Mit der Veröffentlichung legte die ESMA ihre Erwartungen dar, wie Emittenten, in Anbetracht der Komplexität und Diversität von SPAC-Transaktionen, die spezifischen Offenlegungsanforderungen der Verordnung (EU) 2017/1129 („Prospektverordnung“) erfüllen sollten, um die Verständlichkeit und Vergleichbarkeit von SPAC-Prospekten zum Schutz der Anleger zu verbessern. Die Stellungnahme soll dazu beitragen sicherzustellen, dass die zuständigen nationalen europäischen Behörden einen koordinierten Ansatz zur Überprüfung von SPAC-Prospekten verfolgen und den Initiatoren (Sponsoren) und Beratern von SPACs, das Verständnis des erwarteten Inhalts des jeweiligen Prospekts erleichtern.⁴²

a) *Prospektinhalt*

Die ESMA fordert die zuständigen nationalen Behörden auf, bei der Prüfung von Prospekten für SPAC-IPOs besonderes Augenmerk auf die Umsetzung der Prospektverordnung mit Blick auf die folgenden Punkte zu legen: Risikofakto-

⁴⁰ Siehe ausführlich Seiler/Widder, 682.

⁴¹ Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209.

⁴² Pressemitteilung von ESMA, 15. Juli 2021, abrufbar unter <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>>.

ren, Strategie und Ziele, Informationen zur Finanzierungsstruktur des Emittenten, relevante Erfahrungen und Haupttätigkeiten der Verwaltungs-, Leistungs- und Aufsichtsorgane und Informationen zu Interessenkonflikten.

Daneben fordert die ESMA die Aufnahme weiterer SPAC-spezifischer Angaben in den Prospekt, vorbehaltlich zusätzlicher Anforderungen der zuständigen nationalen Behörden aufgrund der Besonderheiten des jeweiligen mitgliedstaatlichen Gesellschaftsrechts oder der Gepflogenheiten des betroffenen Markts:⁴³

- mögliche Rolle und zukünftige Vergütung der Sponsoren nach dem Erwerb der Zielgesellschaft,
- zukünftige Beteiligung (*shareholdings*) der Sponsoren und anderer nahestehenden oder verbundenen Parteien am Grundkapital,
- mögliche Veränderungen der Unternehmensführung (*governance*) nach dem Erwerb der Zielgesellschaft und
- Einzelheiten möglicher Szenarien, die sich ergeben könnten, sofern die Sponsoren kein geeignetes Erwerbsziel identifizieren, einschliesslich möglicher Szenarien, wie der Abwicklung des Emittenten und des Delisting der Aktien.

b) *MiFID II, Product-Governance*

Weiterhin mahnt die ESMA die ordnungsgemäße Anwendung der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) mit Blick auf die Product-Governance-Anforderungen, die von Herstellern (Konzepteuren) und Vertriebsunternehmen bei der Vermarktung von SPAC-Aktien und -Optionsscheinen/Warrants zu beachten sind, an. Die ESMA sieht eine gewissenhafte Umsetzung der bestehenden Regelungen und eine sorgfältige Überprüfung solcher Produkte durch Produktfreigabeverfahren als unabdingbar für den Anlegerschutz an. Insbesondere fordert die ESMA dazu auf, sorgfältig zu prüfen, ob Retail Kunden vom positiven Zielmarkt ausgeschlossen oder sogar in den negativen Zielmarkt aufgenommen werden sollten. Soweit ersichtlich hat sich dies insoweit niedergeschlagen, als die Zielmarktbestimmungen bei SPAC-Prospekten Retail Kunden zumindest mit Blick auf den Vertrieb der Optionsscheine/Warrants ausschliessen.⁴⁴

⁴³ Ausführlich: Schnorbus/Kornack, 1672; Fuhrmann, 394.

⁴⁴ Siehe beispielsweise die Prospekte der „468 SPAC II SE“ veröffentlicht im Januar 2022 (lediglich mit Blick auf die Warrants) oder den Prospekt der „SMG European Recovery SPAC SE“ veröffentlicht im Mai 2022 (mit Blick auf die Aktien und Warrants).

c) *Folge*

Es ist nicht ersichtlich, dass die Stellungnahme der ESMA den SPAC-Markt in Europa wesentlich beeinflusst hätte. Wie dargestellt mahnen die Vorschläge vornehmlich die gewissenhafte Anwendung des bestehenden Rechtsrahmens an.

2. Stellungnahmen der SEC

Im Vergleich zu der punktuellen Befassung der ESMA mit SPACs hat sich die US-amerikanische Securities Exchange Commission („SEC“) mehrfach und ausführlich kritisch mit dem Anlegerschutz bei SPAC-Transaktionen befasst.

a) *Stellungnahme vom 12. April 2021, Bilanzierung von Optionsscheinen (Warrants)*

Im April 2021 nahm die SEC zunächst zur Bilanzierung von Warrants Stellung.⁴⁵ In dieser Stellungnahme äusserte die SEC, dass die übliche Ausgestaltung der bei einem SPAC-IPO ausgegebenen Optionsscheine (Warrants) die Vermutung nahelegt, dass die Warrants als Verbindlichkeiten zum beizulegenden Zeitwert und nicht, wie bislang üblich, als Eigenkapital bilanziert werden sollten, insbesondere, da ein SPAC möglicherweise gezwungen sein kann, einen Ausgleich in bar vorzunehmen, der nicht in seiner Kontrolle liegt.⁴⁶ Die SEC führte weiterhin aus, dass sämtliche betroffene SPACs beurteilen müssen, ob zuvor eingereichte Finanzabschlüsse wesentliche Fehler enthalten, die eine Berichtigung erfordern würden. Mit diesen Äusserungen sorgte die SEC dafür, dass die überwiegende Zahl zu diesem Zeitpunkt laufender SPAC und De-SPAC-Transaktionen zunächst unterbrochen wurde, da die Auswirkungen von den Marktteilnehmern nicht abgeschätzt werden konnten. In der Praxis können im Rahmen der Folgebilanzierung sowohl die Bilanzierung als Eigen- oder Fremdkapital beobachtet werden,⁴⁷ da die richtige Bilanzierung von der Ausgestaltung der Warrants im Einzelfall abhängt.

b) *Stellungnahme vom 30. März 2022*

Am 30. März 2022 veröffentlichte die SEC einen weiteren, umfassenden Reformvorschlag, bei dessen Umsetzung zahlreiche neue Regeln bei SPAC- und insbesondere bei De-SPAC-Transaktionen zu beachten wären, mit dem

⁴⁵ Coates/Munter.

⁴⁶ Buttars-Redeen/Weidinger, 1965.

⁴⁷ Buttars-Redeen/Weidinger, 1965.

erklärten Ziel, die De-SPAC-Transaktion dem klassischen IPO anzunähern.⁴⁸ Zunächst fand eine öffentliche Konsultation statt, und es wird davon ausgegangen, dass die endgültige Umsetzung noch im Jahr 2022 erfolgt. Die SEC begründet die Notwendigkeit strengerer Regeln für SPAC-IPOs und De-SPACs mit der Neuartigkeit dieser Strukturen und ihrer gegenüber traditionellen IPOs erhöhten Komplexität, aufgrund derer ein vergleichbarer Schutz der Anleger nicht mehr gewährleistet scheine.⁴⁹ Insbesondere sieht der Vorschlag der SEC, der in Fachkreisen und Presse nicht ausschliesslich positiv aufgenommen wurde⁵⁰, die folgenden Regelungen vor:

aa) *Darstellung von Interessen des Sponsors, Konflikten und Transaktionsmerkmalen*

Die SEC fordert die Aufnahme detaillierter Informationen in den jeweiligen Registrierungsformularen⁵¹ sowohl bei SPAC-IPOs als auch im Rahmen des De-SPAC, einschliesslich:⁵²

- der Offenlegung detaillierter Informationen in Bezug auf die Sponsoren, etwaige Interessenkonflikte und die zu erwartende Verwässerung im Rahmen der De-SPAC-Transaktion,
- zusätzliche Informationen in Hinblick auf die De-SPAC-Transaktion, auch zum Hintergrund der Transaktion und der Angemessenheit der Transaktionsparameter aus Sicht der SPAC-Aktionäre, sowie
- Informationen zur operativen Zielgesellschaft (in der De-SPAC-Transaktion), die bislang in dem Formular 8-K nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion bei der SEC eingereicht wurden (und damit den SPAC-Aktionären zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht zur Verfügung standen).

⁴⁸ U.S. securities and exchange commission, abrufbar unter <<https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>> (zit. SEC-Stellungnahme).

⁴⁹ Lee.

⁵⁰ Siehe beispielsweise die ausführliche Stellungnahme der „Securities Industry and Financial Markets Association“ (SIFMA), abrufbar unter <<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2022/06/SIFMA-Comment-Letter-on-SECs-SPAC-Proposal.pdf>> (zit. SIFMA-Stellungnahme) sowie weitere Stellungnahmen von Marktteilnehmern im Rahmen des Konsultationsprozesses, abrufbar unter <<https://www.sec.gov/comments/s7-13-22/s71322.htm>>.

⁵¹ Im Folgenden werden von der SEC zu billigende „Registration Statements“, die aus dem eigentlichen Wertpapierprospekt sowie weiteren einzureichenden Dokumenten bestehen, als „Registrierungsformular“ bezeichnet, vgl. zur Begrifflichkeit U.S. securities and exchange commission, abrufbar unter <<https://www.sec.gov/education/smallbusiness/going-public/publicregistrationstatement>>.

⁵² Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt II, 8 ff.

Diese Änderungen wurden soweit ersichtlich überwiegend begrüßt. Im Unterschied zu der ESMA, die sich im Wesentlichen auf den SPAC-IPO bezog, stellte die SEC die De-SPAC-Transaktion in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen.

bb) *Abschaffung des Safe Harbor für Prognosen bei De-SPAC-Transaktionen*

In der Vergangenheit nutzten SPACs in den USA im Rahmen der De-SPAC-Transaktion, den sog. *Safe Harbor* im *Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)*, um Prognosen und andere zukunftsgerichtete Aussagen zur erwarteten Geschäftsentwicklung veröffentlichen zu können. Der *Safe Harbor* enthält eine Haftungsprivilegierung zugunsten von Emittenten bei der Veröffentlichung zukunftsgerichteter Aussagen bei Erfüllung gewisser Voraussetzungen⁵³. Der *Safe Harbor* ist allerdings, unter anderem, auf Aussagen, die im Zusammenhang mit einem (klassischen) IPO getroffen werden, nicht anwendbar.⁵⁴ Im Kontext einer De-SPAC-Transaktion haben sich (SPAC-)Emittenten allerdings (bislang) auf die Haftungsprivilegierung berufen, da der Zusammenschluss mit der Zielgesellschaft als *Merger* und nicht als IPO zu werten sei, was zu einem Anstieg, im Vergleich zur US-amerikanischen Praxis bei IPOs, umfassender zukunftsgerichteter Aussagen geführt hat.⁵⁵

Nach dem Vorschlag der SEC soll dies künftig nicht mehr möglich sein und zukunftsgerichtete Prospektangaben sollen den gleichen Beschränkungen wie bei einem klassischen IPO unterliegen.⁵⁶ Es wird erwartet, dass sich das Prospekthaftungsrisiko von Emittenten und anderen Beteiligten damit bei Aufnahme von Prognosen in den Prospekt erheblich erhöhen würde. Zwar können auch andere Tatbestände einen Schutz vor etwaiger Haftung bieten (z.B. die sog. *bespeaks caution*-Doktrin)⁵⁷, allerdings würde nicht der gleiche umfassende Schutz wie unter dem *Safe Harbor* gewährleistet. Verschärft wird die Diskrepanz zum traditionellen IPO dadurch, dass das Geschäftsleitung des Zielunternehmens für das Registrierungsformular in der Regel nicht haftet, was ebenfalls im Fokus der SEC steht.⁵⁸ Von einem Wegfall des *Safe Harbor* verspricht sich die SEC eine grössere Sorgfalt bei der Erstellung der Pro-

⁵³ Vgl. 15 U.S. Code § 78u-5 - Application of safe harbor for forward-looking statements.

⁵⁴ Zum Hintergrund der Regelung: Rose.

⁵⁵ Registrierungsformulare enthielten teils zukunftsgerichtete Aussage über einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren mit Blick auf die Entwicklung der Zielgesellschaft.

⁵⁶ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt III E, 82 ff.

⁵⁷ Siehe zur „Bespeaks-Caution-Doctrine“ Klöhn, 296.

⁵⁸ Siehe unten, [IV.2.b\)ee\).](#)

gnosen. Marktteilnehmer erwarten, dass die Haftungsverschärfung SPACs vor erhebliche Herausforderungen stellen wird und der De-SPAC gegenüber einem klassischen IPO an Attraktivität einbüßen wird.⁵⁹

Aus europäischer Sicht stellen sich diese Probleme grundsätzlich nicht auf die gleiche Weise, da es keine vergleichbare Haftungsprivilegierung gibt und die veröffentlichten Prospekte im Rahmen der (wenigen) De-SPAC-Transaktionen keine im Vergleich zu klassischen IPOs ungewöhnlich umfangreichen zukunftsgerichteten Aussagen enthalten. Die Prospektverordnung enthält klare Vorgaben für die Aufnahme und Darstellung von Gewinnprognosen in einen Wertpapierprospekt, die sich insoweit als disziplinierende Faktoren erweisen.⁶⁰ Allerdings ist zu beobachten, dass die Äusserungen im US-amerikanischen Markt auch erhebliche Auswirkungen auf den europäischen SPAC Markt haben, da insbesondere international tätige Investmentbanken SPACs als ein globales Produkt betrachten,⁶¹ selbst wenn sich die regulatorischen Voraussetzungen in den Märkten unterscheiden.⁶²

cc) *SPAC-IPO Underwriter im De-SPAC-Prozess*

Einer der tiefgrifendsten und verschiedentlich⁶³ kritisierten Vorschläge der SEC betrifft die Fortgeltung der Eigenschaft als Underwriter im SPAC-IPO für den De-SPAC.⁶⁴ Der Vorschlag enthält eine neue Regelung („Rule 140a“), nach der die Konsortialbanken („Underwriter“) im SPAC-Börsengang ebenfalls als Underwriter in der De-SPAC-Transaktion behandelt werden müssen. Die SEC begründet dies mit Bedenken in Hinblick darauf, dass De-SPAC-Transaktionen eine Möglichkeit für private operativ tätige Unternehmen darstellten, um Zugang zum US Kapitalmarkt zu erhalten und folglich auf diese Weise die gleichen Ziele erreicht werden könnten wie mit einem klassischen IPO. Die SEC verweist dabei auf „das Fehlen einer designierten Konsortialbank in diesen Transaktionen, die typischerweise traditionelle dem Anlegerschutz dienliche Gatekeeping-Funktionen, wie z.B. Due-Diligence-Prüfungen, durchführen

⁵⁹ Crabb.

⁶⁰ Vgl. Anhang I, Abschnitt 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABl L 166/26 vom 21. Juni 2019.

⁶¹ Crabb.

⁶² Tchernookova.

⁶³ Siehe die SIFMA-Stellungnahme.

⁶⁴ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt III F 3, 96 ff.

würde und gemäss Abschnitt 11 des Securities Act von 1933 in seiner geänderten Fassung (der „Securities Act“) für wesentliche Falschangaben oder verschwiegene Angaben in einem Prospekt haften würde“. Um dieses Problem zu lösen, hat die SEC nunmehr also die Einfügung von Rule 140a in den Securities Act vorgeschlagen. Diese völlig neue Vorschrift würde Folgendes vorsehen:

- Eine Bank, die als Underwriter im SPAC-IPO fungiert und in diesem Rahmen Wertpapiere bei Investoren platziert hat, und Schritte unternimmt, um die De-SPAC-Transaktion oder eine damit verbundene Finanzierungstransaktion zu fördern, oder sich anderweitig (direkt oder indirekt) an der De-SPAC-Transaktion beteiligt, gilt als an der Platzierung der Wertpapiere des SPACs in einer De-SPAC-Transaktion im Sinne von Abschnitt 2(a)(11) des Securities Act beteiligt.
- Damit sieht die Rule 140a die Beteiligung eines Underwriters an einer vollständig abgeschlossenen Platzierung (dem SPAC-IPO) als entscheidend für die Zuweisung des Underwriter-Status in der späteren De-SPAC-Transaktion an. Dieser spätere Underwriter-Status und die sich daraus ergebende Haftung entsteht bei einer separaten und getrennten Platzierung (der De-SPAC-Transaktion) der Wertpapiere des „kombinierten“ Unternehmens bei Vollzug des Unternehmenszusammenschlusses, an dem der SPAC und eine oder mehrere operative (Ziel-)Gesellschaften beteiligt sind.

Der Vorschlag hebt die Unterscheidung zwischen den beiden völlig getrennten Platzierungen von Wertpapieren auf. Rule 140a behandelt damit den SPAC-Börsengang und die spätere De-SPAC-Transaktion als eine kontinuierliche Platzierung, obgleich die erste Platzierung Monate oder sogar Jahre vor der zweiten Platzierung abgeschlossen wurde und es sich bei beiden Platzierungen um grundlegend unterschiedliche Wertpapiere, Anlageentscheidungen und Investoren handelt.

Marktteilnehmer stehen diesem Vorschlag der SEC sehr kritisch gegenüber. Unter anderem wird angemerkt, dass die gesetzliche Definition von *Underwriter* in Abschnitt 2(a)(11) des Securities Act über die Grenzen des Wortlauts hinaus ausgedehnt wird und die SEC den Gesetzestext, die Gesetzgebungs geschichte und die gerichtlichen Auslegungen seiner Bedeutung weitgehend ignoriere. Weiterhin wird moniert, dass der Vorschlag gegen mehrere andere Vorschriften des Securities Act verstösst, indem er den SPAC-Börsengang und die spätere De-SPAC-Transaktion fälschlicherweise als eine einzige Platzierung von Wertpapieren ansieht und Rule 140a nicht im Einklang mit der von der SEC ebenfalls vorgeschlagenen Rule 145a zum Securities Act stehe, die anerkennt, dass der SPAC-Börsengang und die spätere De-SPAC-Transaktion zwei unterschiedliche Platzierungen sind, die unterschiedlichen Anforderungen unter dem Securities Act unterliegen.

Prozessual wird kritisiert, dass die SEC ihre Befugnisse überschreite, weil Rule 140a eine unangemessene Auslegung des eindeutigen Wortlauts von Abschnitt 2(a)(11) des Securities Act darstellen würde.

Im Europäischen Raum gibt es, soweit ersichtlich, keine entsprechenden Bestrebungen, eine etwaige Haftung von am SPAC-IPO beteiligten Konsortialbanken zu erweitern und auf den De-SPAC zu erstrecken. Haftungsfragen stellen sich in diesem Zusammenhang aber auch, insbesondere im Rahmen des PIPE Prozesses. Regelmässig verpflichten sich PIPE-Investoren gegenüber der Gesellschaft und etwaigen als Berater handelnden Banken (*Platzierungsgatten*), die Banken nicht in Anspruch zu nehmen und die Banken sind an der vertraglichen Vereinbarung nicht beteiligt.

Ferner können sich in Deutschland ähnliche Fragen mit Blick auf die Haftung von Banken stellen, die gemeinsam mit dem SPAC bzw. der Zielgesellschaft den Antrag zur Zulassung der (neuen) Aktien zum Handel an der Börse stellen und die kraft Gesetzes die Verantwortung für den Prospekt mit entsprechender Haftung übernehmen müssen.⁶⁵ Dies gilt allerdings nur, wenn die Vorschriften des deutschen Wertpapierprospektgesetzes („WpPG“) Anwendung auf den Prospekt finden, es sich also bei dem SPAC um einen Inlandsemittenten handelt. Bislang sind alle in Deutschland börsennotierten SPACs in Luxemburg domiziliert, so dass, neben der Prospektverordnung, Luxemburger Prospektrecht Anwendung findet, das keine entsprechende verpflichtende Verantwortungsübernahme vorsieht.

dd) Erweiterte Anforderungen in Bezug auf Prognosen

Ein weiterer Reformvorschlag der SEC betrifft ebenfalls zukunftsgerichtete Aussagen.⁶⁶ Die SEC moniert, dass bei De-SPAC-Transaktionen umfangreiche zukunftsgerichtete Aussagen ohne angemessene Grundlage (*reasonable basis*) prominent veröffentlicht wurden und verweist auf zahlreiche regulatorische Verfahren und Massnahmen in diesem Zusammenhang.⁶⁷ Die vorgeschlagenen Änderungen sollen Emittenten verpflichten, Prognosen von Emittenten bzw. Zielgesellschaften ohne operative Historie klar als solche zu kennzeichnen. Werden Prognosen veröffentlicht, die auf historischen Finanzergebnissen oder

⁶⁵ § 8 Satz 1 des Wertpapierprospektgesetz vom 28. Juni 2005 (WpPG) in Verbindung mit § 32 Abs. 2 des Börsengesetz vom 22. Juni 1896 (BörsG).

⁶⁶ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt V, 127 ff.

⁶⁷ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt V, 18.

der operativen Historie basieren, sollte nach der Vorstellung des SEC der Umfang der Darstellung der historischen Daten dem Umfang der Prognose entsprechen.

Daneben soll die Darstellung von Prognosen mit Blick auf sog. non-GAAP-Financial Measures, also Kennzahlen, die sich nicht direkt aus den anwendbaren Rechnungslegungsstandards (GAAPs) ergeben, eine klare Definition oder Erklärung der jeweiligen Kennzahl sowie eine Beschreibung der GAAP-Finanzkennzahl, mit der sie am engsten verbunden ist, und eine Erklärung enthalten, warum die nicht-GAAP-Finanzkennzahl anstelle einer GAAP-Kennzahl verwendet wurde.

Die ebenfalls neu vorgeschlagene Regelung „Item 1609 of the Regulation S-K“ würde die Aufnahme zusätzlicher Informationen zu Prognosen im Kontext von De-SPAC-Transaktionen erfordern, einschliesslich der Nennung der Personen, die die Prognosen erstellt haben, wesentlich zugrunde liegender Annahmen und Faktoren, die dazu führen könnten, dass sich die Annahmen ändern, und ob die Prognosen noch die Ansichten der Leitungsorgane des SPACs oder der Zielgesellschaft zum Zeitpunkt der Einreichung in Bezug auf den De-SPAC widerspiegeln.

Würde man diese Reformvorschläge auf den Geltungsbereich der Prospektverordnung übertragen, so ergäbe sich, wenn überhaupt, wohl nur punktueller Anpassungsbedarf, da die Prospektverordnung Prospektersteller bereits jetzt zur Offenlegung entsprechender Informationen verpflichtet. Weiterhin hat die ESMA in der Vergangenheit Leitlinien zu Darstellung entsprechender non-GAAP Finanzkennzahlen veröffentlicht, die bereits ähnliche Vorgaben enthalten, beispielsweise mit Blick auf die Herleitung und die Definition von non-GAAP Finanzkennzahlen.⁶⁸

ee) Weitere Vorschläge der SEC

Weitere Vorschläge der SEC, auf die im Folgenden nicht detailliert eingegangen werden soll, betreffen die folgenden Punkte:

- Zielgesellschaft als „Co-Registrant“⁶⁹: Die Zielgesellschaft der De-SPAC-Transaktion soll als sog. Co-Registrant angesehen werden, wenn ein SPAC ein Registrierungsformular⁷⁰ für eine De-SPAC-Transaktion bei der SEC

⁶⁸ Guidelines on Alternative Performance Measures, ESMA, 2015/1057.

⁶⁹ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt III C, 74 ff.

⁷⁰ Das Registrierungsformular wird entweder ein sog. Form S-4 oder Form F-4 sein, abhängig davon, ob es sich um eine US-Gesellschaft handelt oder nicht.

einreicht. Dies ist zwar bereits bei bestimmten De-SPAC-Transaktionsstrukturen der Fall, die Änderung würde aber dazu führen, dass bei allen De-SPAC-Transaktionen die Zielgesellschaft, ihre Führungskräfte und Mitglieder des Board of Directors nach Abschnitt 11 und 12 des Securities Act für den Inhalt des Registrierungsformulars haften würden (einschliesslich für etwaige Prognosen⁷¹).

- De-Spac-Transaktion als Platzierung von Wertpapieren an SPAC-Aktionäre⁷²: Unter der vorgeschlagenen Rule 145a zum Securities Act soll die De-SPAC-Transaktion als öffentliche Platzierung von Wertpapieren an die Aktionäre des SPACs durch die Zielgesellschaft betrachtet werden, wodurch die De-SPAC-Transaktion einer Registrierungspflicht unter den Securities Act unterfallen würde, unabhängig davon, ob die Transaktion die Form eines klassischen De-SPAC (in dem der SPAC die Zielgesellschaft erwirbt) stattfindet oder die Zielgesellschaft den SPAC erwirbt. Dies hätte zur Folge, dass die SPAC-Aktionäre weitergehende Informationen als in der Vergangenheit erhalten würden.
- Bestätigung des Status als „Smaller Reporting Company“ („SRC“)⁷³: Nach Vollzug des De-SPAC müsste die nunmehr börsennotierte Gesellschaft ihren Status als SRC innerhalb von vier Tagen nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion neu evaluieren und bestätigen, um weiter Gebrauch von entsprechenden Erleichterungen machen zu können.
- Neue Anforderungen an den Jahresabschluss der Zielgesellschaft⁷⁴: Insbesondere sollen die Jahresabschlüsse der Zielgesellschaft ebenfalls gemäss den sog. PCAOB-Standards geprüft werden und bei bestimmten Erleichterungen (etwa für Small Reporting Companies oder Emerging Growth Companies) soll ebenfalls auf die Zielgesellschaft abgestellt werden.
- Status der SPACs gemäss dem Investment Company Act von 1930 („Investment Company Act“): Um die Qualifikation als „Investmentgesellschaft“ im Rahmen des Investment Company Act zu vermeiden, soll ein SPAC bestimmte weitergehende Voraussetzungen erfüllen müssen.⁷⁵

⁷¹ Siehe oben, IV.2.b)bb).

⁷² Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt IV A 1, 101 ff.

⁷³ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt IX E 1, 278.

⁷⁴ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt IV B, 112ff.

⁷⁵ Siehe SEC-Stellungnahme, Abschnitt VI, 135 ff.

3. Spezielle Strukturierungsfragen bei EU SPACs

Auch bei europäischen SPACs stellen sich Strukturierungsfragen, die bei internationalen SPACs aufgrund des unterschiedlichen Regelwerks und Marktumfelds nicht auftreten. Exemplarisch seien hier Negativzinsen und eine etwaige Qualifikation des SPACs als Investmentvermögen genannt.

a) Negativzinsen

Bei europäischen SPACs stellte sich in der Vergangenheit die Frage, wie mit Blick auf das Vermögen des SPACs mit etwaig anfallenden Negativzinsen umgegangen werden muss, da diese zu Lasten der von den SPAC-Aktionären geleisteten Einzahlungen anfallen würden. Teils erklären sich die Sponsoren bereit, den auflaufenden Negativzins zu tragen. Dies wird im Prospekt offen gelegt.⁷⁶

b) AIFM

Auch die Frage, ob ein SPAC als Investmentvermögen qualifiziert werden sollte und in der Folge erlaubnispflichtig wäre, wurde in der Vergangenheit kontrovers diskutiert.⁷⁷ Im Ergebnis kann davon ausgegangen werden, dass ein SPAC üblicherweise nicht als Investmentvermögen zu qualifizieren sein sollte, da die von der ESMA aufgestellten Kriterien⁷⁸ von einem SPAC regelmässig nicht erfüllt werden.⁷⁹

V. Ergebnis

Der „SPAC-Boom“ der vergangenen Jahre hat Politik und Behörden international auf den Plan gerufen. Während in Europa der Fokus in manchen Mitgliedstaaten darauf liegt, bestimmte rechtliche Hindernisse abzubauen, die es bislang verhindern, dass SPAC-Strukturen in allen Jurisdiktionen umgesetzt werden können, wird in den USA im Sinne des Anlegerschutzes eine stärkere Regulierung gefordert. Es bleibt abzuwarten, wie sich der SPAC-Markt in Zukunft in Europa und den USA entwickelt.

⁷⁶ Siehe beispielsweise den Wertpapierprospekt der „468 SPAC II SE“ veröffentlicht im Januar 2022.

⁷⁷ Siehe Eichhorn/Schanz, 186 f.

⁷⁸ Guidelines on key concepts of the AIFMD - ESMA/2013/611.

⁷⁹ AFME.

Literaturverzeichnis

- Association for Financial Markets in Europe (AFME), European SPACs – Guide to Regulatory Obligations, März 2022, <[https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf](https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European%20SPACs%20Guide%20to%20Regulatory%20Obligations%202022-3.pdf)>.
- Beisel Daniel/Andreas Friedhold, Beck'sches Mandatshandbuch Due Diligence, 3. A. 2017 (zit. Mandatshandbuch Due Diligence-Bearbeiter/in).
- Boelcke Ulrich, SPAC-Gesellschaft: SPAC in Deutschland, GmbHR 2021.
- Buttars-Redeen Rachel/Weidinger Sylvia, Besonderheiten in Rechnungslegung und Prüfung bei SPAC-Transaktionen, BB 2021, 1963 ff.
- Coates John /Munter Paul, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies („SPACs“), <<https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>>.
- Crabb John, SEC's SPAC proposals kill EMEA market, <<https://www.iflr.com/article/2af3jowt9ji9lyz8jy1og/securities-spac-proposals-kill-emea-market>>.
- Eichhorn Jochen/Schanz Kay-Michael, „Deutsche“ SPAC unter gesellschafts- und aufsichtsrechtlichen Aspekten, RdF 2021, 186 ff.
- Fuhrmann Ben W., SPAC-Prospekte in Deutschland und den Niederlanden und das Public Statement der ESMA, ZBB 2021, 390 ff.
- Habersack Mathias/Mülbert Peter/Schlitt Michael, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. A. 2019 (zit.: Unternehmensfinanzierung- Bearbeiter/in).
- Hell Patrick, The SPACs are back, BKR 2021, 26 ff.
- Just Clemens, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür?, ZIP 2009, 1698 ff.
- Klöhn, Lars, Optimistische Prognosen in der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung – Zugleich Besprechung von BGH WM 2009, 2303, WM 2010, 289 ff.
- Lee Allison Herren, Statement on the Proposal to Enhance Investor Protections in SPACs, <<https://www.sec.gov/news/speech/lee-statement-spac-proposal-033022>>.
- Paschos Nikolaos/Fleischer Holger, Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München 2017 (zit. Handbuch Übernahmerecht-Bearbeiter/in).
- Rose Amanda M., SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage, 19. Mai 2022, <<https://ssrn.com/abstract=3945975>>.
- Schalast Christoph/Geurts Matthias/Türkmen Emre, SPACs: Mode, Boom oder doch ein „Must have“, BB 2021, 1283 ff.
- Schanz Kay-Michael, SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht, NZG 2011, 1407 ff.
- Schreiber Meike, Der Spac-Hype ist schon wieder vorbei, SZ vom 12. Juli 2022, <<https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/boerse-spac-hype-ist-vorbei-1.5620535>>.
- Schnorbus York/Kornack Daniel, Prospektrechtliche Anforderungen an SPACs und andere bestimmte Kategorien von Emittenten (Specialist Issuers), BB 2022, 1667 ff.

Seiler Oliver/Widder Stefan, Die De-SPAC-Transaktion, BKR 2021, 676 ff.

Selzner Harald, SPAC Transaktionen in Deutschland, ZHR 2010, 318 ff.

Simmat Udo/Siebert Jacob, SPAC – Eine neue Asset-Klasse in Europa, CFL 2010, 13 ff.

Simon Hermann, SPAC: Eine mittelstandsorientierte Innovation für Eigenkapitalstärkung und Börsengang, CFL 2010, 219 ff.

Smolka Klaus-Max, Börsenmäntel kommen auch in Europa in Mode, FAZ vom 1. Februar 2021, <<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/spac-boersenmaentel-kommen-auch-in-europa-in-mode-17170079.html>> (zit. Smolka, Börsenmäntel).

Smolka Klaus-Max, Die SPACS holen sich den Speck, F.A.Z. vom 20. Juni 2021, <<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/spacs-holen-sich-den-speck-17396444.html>> (zit. Smolka, SPACs).

Strohmeier Tobias, Special Purpose Acquisition Companies: SPACs im Spannungsfeld von deutschem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Bern 2012.

Thiergart Kirsten/Olbertz Klaus, Börsengang leicht gemacht? – Übernahme und Verschmelzung eines Zielunternehmens auf die SPAC in der Rechtsform der SE, BB 2010, 1547 ff.

Tchernookoova Alice, SPAC rule change raises cross-border questions, <<https://www.iflr.com/article/2a8gab76joyrq41ng5tds/spac-rule-change-raises-cross-border-questions>>.

Zanner Andreas/Siebert Jacob, SPAC-Gesellschaften – Ein attraktives Akquisitionsmodell für den deutschen Markt, CFL 2010, 224 ff.

SPACs in der Schweiz: Die Regulierung von SPACs gemäss dem revidierten Kotierungsreglement der SIX

Urs Kägi/Matthias Tanner

Inhalt

I.	Einleitung	86
II.	Lebenszyklus einer SPAC	87
1.	Phase I: Gründung und IPO	87
2.	Phase II: Suche nach einer Zielgesellschaft	88
3.	Phase III: De-SPAC-Transaktion	89
4.	Phase IV: Post De-SPAC	90
III.	Regelung von SPACs gemäss dem SIX Kotierungsreglement	90
1.	Übersicht	90
2.	Anfängliche Strukturierung/Gründung	92
a)	Zulässige Gesellschaftsformen/Dauer der Gesellschaft	92
b)	Kapitalausstattung und Aktien der SPAC	92
c)	Wandelanleihen statt Aktien im Besonderen	94
d)	Treuhandkonto	96
e)	Warrants	96
3.	Initial Public Offering	98
a)	Entbindung vom Track-Record-Erfordernis	98
b)	Information der Investoren	98
4.	De-SPAC-Transaktion	99
a)	Information der Investoren	99
b)	„Fairness Opinion“	101
c)	Abstimmung über De-SPAC-Transaktion	102
d)	Rückgaberecht (Redemption) und Vorzugsrechte	105
5.	Nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion	108
a)	Erweiterte Offenlegung von Management-Transaktionen	108
b)	Lock-up-Vereinbarung	108
c)	Quartalsberichterstattung	110
IV.	Zusammenfassung und Fazit	110
	Literaturverzeichnis	111

I. Einleitung

In den letzten Jahren rückten vermehrt sog. Special Purpose Acquisition Companies oder Corporations – kurz SPACs – in den Fokus von Investoren. Bei einer SPAC handelt es sich um eine kotierte Gesellschaft, welche kein operationelles Geschäft führt, sondern deren einziger Zweck darin besteht, mit den durch das Initial Public Offering (IPO) erlangten Geldern innerhalb einer bestimmten Dauer eine privat gehaltene Gesellschaft zu erwerben.¹ SPACs werden deshalb auch als „Geldboxen“ (*cash box*) bezeichnet, die auf der Suche nach einer geeigneten Zielgesellschaft sind, um diese indirekt zu kotieren. Diese indirekte Kotierung wird dadurch erreicht, dass die SPAC die Aktien der Zielgesellschaft kauft, diese in die SPAC eingelegt werden oder die SPAC und die Zielgesellschaft fusionieren (sog. De-SPAC-Transaktion). Auf der einen Seite kann dieses Vorgehen sowohl für Investoren als auch für die Zielgesellschaft eine vorteilhafte Alternative zu einem traditionellen IPO darstellen. Aus Investorensicht ist eine SPAC oft besser in der Lage, die Zielgesellschaft zu analysieren – insb. im Rahmen einer vertieften Due Diligence (inkl. Prüfung des Business Plans), als dies einem Investor im Rahmen eines IPO möglich wäre. Aus Sicht der Zielgesellschaft ermöglicht eine Transaktion mit einer SPAC eine (indirekte) Kotierung, ohne ein aufwändiges Kotierungsverfahren durchlaufen zu müssen und bietet auch eine relativ grosse Transaktionssicherheit für den Börsengang, vorausgesetzt, dass die SPAC-Investoren der Transaktion zustimmen.² Auf der anderen Seite wird moniert, dass SPACs oft Zielgesellschaften überbezahlen, u.a. weil gewisse Interessenkonflikte auf Seiten der Gründer und Sponsoren bestehen können, welche nur bei einer erfolgreichen Transaktion Gewinne erzielen.³ Auch hat ein Börsengang mittels einer SPAC für die Zielgesellschaft zur Folge, dass sie am Markt aufgrund der geringeren Marketingaktivitätent weniger Bekanntheit erlangen kann und deshalb nach der De-SPAC-Transaktion entsprechend mehr in Investor Relations investieren muss, als dies im Nachgang zu einem traditionellen IPO der Fall wäre.⁴

In den USA, aber auch in der Europäischen Union nahmen Börsengänge von SPACs in den letzten Jahren kontinuierlich zu und erreichten 2021 ihren vorläufigen Höhepunkt. Inzwischen ist bereits ein erheblicher Rückgang solcher

¹ Courvoisier/Reutter, 249; Courvoisier, Schweizer Sicht, 349.

² Vgl. Courvoisier, Kapitalmarktrecht, 22.

³ Vgl. Courvoisier/Reutter, 252.

⁴ Courvoisier, Kapitalmarktrecht, 22.

Transaktionen in den USA zu verzeichnen.⁵ Diese Entwicklung ist unter anderem auf das veränderte Marktumfeld und die kritische Haltung der amerikanischen *Securities and Exchange Commission* (SEC) zurückzuführen. Zudem haben Notenbanken weltweit ihre lockere Geldpolitik angesichts der steigenden Inflationstendenzen beendet und die SEC hat eine strengere Regulierung von SPACs in den USA in Aussicht gestellt.⁶

In der Schweiz verhinderte lange das regulatorische Umfeld und die restriktiven Kotierungsvoraussetzungen der Schweizer Börsen, dass sich diese Trends in der Schweiz in gleicher Weise entwickelten (vgl. unten, III.1.). Am 6. Dezember 2021⁷ trat jedoch eine Revision des Kotierungsreglements (KR) der SIX Swiss Exchange AG (SIX) in Kraft, welche erstmals spezifische Regelungen für SPACs einführt und damit die einleitend angesprochenen Transaktionen auch in der Schweiz ermöglicht. An demselben Tag wurde mit der VT5 Acquisition Company AG auch bereits die erste und bisher einzige SPAC in der Schweiz an der SIX kotiert.

Im Folgenden soll in einem ersten Teil eine kurze Übersicht über den Lebenszyklus einer SPAC nach europäischem Muster gegeben werden, wobei auch punktuell auf die Praxis in den USA eingegangen wird. Im zweiten Teil werden die neuen Regeln des KR analysiert und punktuell auf die Umsetzung der Vorgaben auf gesellschaftsrechtlicher Ebene eingegangen. Abschliessend soll im Rahmen einer Gesamtübersicht ein Ausblick auf künftige SPAC-Transaktionen in der Schweiz gegeben werden.

II. Lebenszyklus einer SPAC

I. Phase I: Gründung und IPO

Eine SPAC wird üblicherweise von ihren künftigen Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung gegründet. Bei der Gründung sind zudem regelmässig weitere Sponsoren involviert, die zusätzliche finanzielle Mittel in

⁵ So wurden in den USA 2020 248 SPAC IPOs registriert, 2021 gar 613 und für das Jahr 2022 (bis im Dezember) nur gerade 85, abrufbar unter <[https://www.spacalytics.com/](https://www.spacanalytics.com/)>. Im Vergleich dazu konnten an Börsen in der Europäischen Union 2020 2 und 2021 32 verzeichnet werden, für das Jahr 2022 hingegen nur noch 8 (bis Ende September), abrufbar unter <<https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub>>.

⁶ Nachfrage abgeflaut: Darum ist der SPAC-Hype vorbei, finanzen.ch vom 10. September 2022, abrufbar unter <<https://www.finanzen.ch/nachrichten/aktien/nachfrage-abgeflaut-darum-ist-der-spac-hype-vorbei-1031731051>>.

⁷ Das Kotierungsreglement wurde inzwischen am 25. Juli 2022 nochmals revidiert.

die SPAC einbringen. Mit den von den Gründern und den Sponsoren eingebrachten Geldern wird die operative Tätigkeit nach der Gründung, d.h. das IPO, die Kotierung und die Suche nach einer geeigneten Zielgesellschaft, finanziert.⁸

Anlässlich des IPO werden sowohl Aktien der SPAC sowie normalerweise Warrants (siehe unten, [III.2.e](#)) öffentlich angeboten und die Handelszulassung beantragt. Dadurch erhält die SPAC finanzielle Mittel von Investoren, welche jedoch nicht für die operative Tätigkeit der SPAC verwendet werden, sondern zur Finanzierung der De-SPAC-Transaktion, insb. der Akquisition der Zielgesellschaft, dienen. Sie werden deshalb auf ein spezielles Treuhandkonto einzahlt und dürfen nur für bestimmte, vordefinierte Zwecke – d.h. im Wesentlichen nur für die Akquisition oder die Rückerstattung an die Aktionäre – freigegeben werden.

Eine typische SPAC ist so strukturiert, dass interessierten Investoren Pakete (sog. Units) angeboten werden, welche typischerweise aus je zwei Aktien sowie einem Warrant bestehen.⁹ Der Ausgabepreis für eine solche Unit beträgt im Regelfall USD/EUR/CHF 10. Die spezifischen Bedingungen der Warrants variieren zu einem grossen Teil, sie berechtigen jedoch regelmässig zum Erwerb einer Aktie pro Warrant zu einem Ausübungspreis von USD/EUR/CHF 11.50 (d.h. 15% über dem Ausgabepreis pro Aktie).¹⁰

2. Phase II: Suche nach einer Zielgesellschaft

Nach dem IPO suchen der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der SPAC eine geeignete Zielgesellschaft für eine De-SPAC-Transaktion und evaluieren potentielle Kandidaten. Üblicherweise beträgt die in der Strukturierung der SPAC dafür vorgesehene Zeitspanne zwei bis drei Jahre. Die SPAC erstattet in dieser Phase regelmässig Bericht gemäss den gesellschafts- und börsenrechtlichen Vorschriften.

Falls in der vorgesehenen Zeit keine geeignete Zielgesellschaft gefunden werden kann bzw. wenn die Verhandlungen mit der Zielgesellschaft scheitern, wird die SPAC liquidiert und die von den Investoren einbezahlten Gelder an diese zurückerstattet.

⁸ Courvoisier/Reutter, 249; Courvoisier, Schweizer Sicht, 349.

⁹ Courvoisier/Reutter, 250.

¹⁰ Vgl. Layne/Lenahan. Im Fall der VT5 Acquisition Company AG wurde der Ausgabepreis für eine Unit, welche aus je einer Aktie und einem Drittel Warrant besteht, auf CHF 10.00 festgelegt, wobei der Ausübungspreis eines Warrants bei CHF 11.50 liegt; Angebotsprospekt der VT5 Acquisition Company AG vom 6. Dezember 2021, 16 ff.

3. Phase III: De-SPAC-Transaktion

Nachdem die dafür verantwortlichen Personen der SPAC eine geeignete Zielgesellschaft gefunden haben, beginnen sie, die De-SPAC-Transaktion vorzubereiten. Für die Strukturierung der De-SPAC-Transaktion sind in der Praxis zwei Modelle vorherrschend:

- Nach dem europäischen Modell verbleibt die SPAC nach der De-SPAC-Transaktion als neue Holding-Gesellschaft kotiert. Die SPAC hält die Zielgesellschaft als neue Tochtergesellschaft oder fusioniert ggf. mit dieser, wobei die SPAC die überlebende Gesellschaft ist. Dadurch wird die Zielgesellschaft indirekt kotiert.¹¹
- Im Vergleich dazu ist in den USA eine Fusion der Zielgesellschaft mit der SPAC oder eine ähnliche Transaktionsstruktur vorherrschend, wobei die SPAC mittels umgekehrter Dreiecksfusion (Reverse Triangular Merger) absorbiert und oftmals die Zielgesellschaft (neu) kotiert wird. Dafür gibt es einerseits steuerrechtliche Gründe, andererseits die rechtliche Verfügbarkeit von umgekehrten Dreiecksfusionen nach den anwendbaren Gesellschaftsrechten der einzelnen Staaten der USA, was in dieser Form in der Schweiz und den meisten europäischen Gesellschaftsrechten nicht möglich ist (bzw. nicht durch die Handelsregisterbehörden zugelassen wird).¹² Möglich ist dagegen die Übernahme eines schweizerischen Targets durch eine amerikanische SPAC (welche oft auch *offshore*, wie z.B. auf den Cayman Islands, inkorporiert ist), indem das schweizerische Target eine amerikanische Tochtergesellschaft gründet und die amerikanische SPAC in diese Tochtergesellschaft fusioniert wird.

Nachdem die SPAC die für die De-SPAC-Transaktion notwendigen Verträge verhandelt und abgeschlossen hat, erhalten die Aktionäre der SPAC ein einem Prospekt ähnliches Informationsdokument, welches alle notwendigen Informationen über die geplante Transaktion sowie eine Einladung zur Generalversammlung beinhaltet. Die Investoren erhalten zudem die (von Anfang an statutarisch vorgesehene) Möglichkeit, ihre Aktien an die SPAC zu verkaufen und damit von ihrer Investition zurückzutreten. Die Generalversammlung stimmt über die Genehmigung der De-SPAC-Transaktion ab und fasst die ggf. für die De-SPAC-Transaktion notwendigen weiteren Beschlüsse. Regelmässig wird anlässlich der Beschlussfassung über die De-SPAC-Transaktion auch eine Kapitalerhöhung in Form einer Privatplatzierung (PIPE) beschlossen, die es

¹¹ Vgl. Courvoisier, Schweizer Sicht, 353.

¹² Zur umgekehrten Dreiecksfusion siehe Kägi, Abfindungsfusion, 95 ff., m.w.H.

zusätzlichen Investoren ermöglicht Aktien der SPAC zu zeichnen. Die SPAC kann dadurch allfällig fehlende Mittel zur Finanzierung der Akquisition der Zielgesellschaft beschaffen.¹³

Sofern die Generalversammlung der De-SPAC-Transaktion zugestimmt hat, wird diese vollzogen. Diejenigen Investoren, die ihre Aktien an die SPAC zurückverkauft haben, wird der entsprechende Kaufpreis vom Treuhandkonto ausbezahlt.

4. Phase IV: Post De-SPAC

Nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion bleibt die SPAC kotiert und betreibt neu das operative Geschäft der Zielgesellschaft. Deshalb sind auf ihre Kotierung nicht länger die ergänzenden Sonderbestimmungen für SPACs des KR anwendbar. Die Zielgesellschaft wird durch die De-SPAC-Transaktion nur indirekt durch ihre Mutter kotiert. Ähnlich der Praxis in den USA kann die Zielgesellschaft aber im Nachgang zur De-SPAC-Transaktion auch mit der SPAC fusionieren.

III. Regelung von SPACs gemäss dem SIX Kotierungsreglement

I. Übersicht

Bei den von der SPAC anlässlich des IPO ausgegebenen Aktien und Warrants (siehe unten, [III.2.e\)](#)) handelt es sich um Effekten i.S.v. Art. 2 lit. b FinfraG¹⁴ in Form von Beteiligungsrechten gemäss Art. 2 Abs. 1 KR, weshalb für eine Kotierung an der SIX das KR anwendbar ist. Mangels einer speziellen Regelung der Kotierungsvoraussetzungen von SPACs war es vor der Revision des KR praktisch unmöglich, eine SPAC an der SIX zu kotieren.¹⁵ Da SPACs nach herrschender Lehre aufgrund ihrer operativen unternehmerischen Tätigkeit (vgl. Art. 2 Abs. 2 Bst. d KAG) und wohl auch aufgrund ihrer Zielsetzung, ein einzelnes Unternehmen als Holding-Gesellschaft zu kontrollieren (vgl. Art. 2 Abs. 2 Bst. e KAG), nicht als kollektive Kapitalanlage qualifizieren,¹⁶ können sie nicht

¹³ Zum Ganzen Courvoisier, Schweizer Sicht, 251.

¹⁴ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1).

¹⁵ Vgl. Courvoisier/Reutter, 250. Im Vergleich zu einer SPAC, die den Zweck des Erwerbs und des anschliessenden Betriebs eines operativen Unternehmens hat, bezweckt eine kollektive Kapitalanlage die Erzielung von Erträgen aus Kapitalgewinnen eines Anlageportfolios.

¹⁶ Courvoisier, Schweizer Sicht, 350, m.w.H.; Courvoisier/Reutter, 250.

unter dem Standard für Investmentgesellschaften (Art. 65 ff. KR) kotiert werden. Deshalb war bis zur Revision des KR nur eine Kotierung unter dem International oder Swiss Reporting Standard möglich.

Als dem International oder Swiss Reporting Standard unterliegende Unternehmen mussten SPACs für eine Kotierung jedoch bereits während mindestens drei Jahren bestanden haben (vgl. Art. 11 KR). Da SPACs spezifisch für eine unmittelbar bevorstehende Kotierung gegründet werden, vermochten sie diese Anforderung nicht zu erfüllen. Zwar sieht Art. 3 der Richtlinie der SIX betreffend die Ausnahmen zur Dauer des Bestehens der Emittenten (Track Record) vom 18. Juni 2022 (RLTR) gewisse Ausnahmetatbestände vor, diese sind jedoch nicht auf SPAC-Transaktionen zugeschnitten. Bei einer SPAC-Transaktion handelt es sich weder um eine Fusion, Abspaltung oder ähnliche Transaktion (vgl. Art. 3 Abs. 1 RLTR), noch verfügt die SPAC über besondere Realsicherheiten nach Art. 3 Abs. 2 RLTR. Auch der Ausnahmetatbestand für junge Unternehmen nach Art 3 Abs. 3 RLTR vermochten SPACs mangels einer klaren Wachstumsstrategie nicht zu erfüllen und eine entsprechend erteilte Ausnahme wäre auch mit erheblichen Einschränkungen betreffend den Handel der Aktien der SPAC verbunden gewesen (vgl. Art. 10 RLTR). An sich wäre es möglich gewesen, dass die Börse mittels einer allgemeinen Ausnahmeregelung im Einzelfall gestützt auf Art. 2 RLTR operiert; die restriktive Ansicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), an welcher sich das Regulatory Board der SIX Regulation ausrichten musste, verhinderte dies jedoch.

Die am 6. Dezember 2021 in Kraft getretene Revision des KR ebnete den Weg für die Kotierung von SPACs in der Schweiz. Die neuen Art. 89h ff. KR sowie die dazugehörige Richtlinie betreffend die Kotierung von SPACs vom 18. Oktober 2021 (RLSPAC) enthalten spezifische Regelungen, welche SPACs die erforderlichen Erleichterungen von gewissen Kotierungsvoraussetzungen bieten. Gleichzeitig wird mit der neuen Regelung versucht, SPAC-spezifische Risiken – bzw. die vergleichsweise dürftige Informationsbasis, die bei Kotierung des SPACs zur Verfügung steht – durch (im Vergleich zu traditionellen Emittenten) erweiterte Offenlegungs- und Informationspflichten zu adressieren.

Grundsätzlich finden sämtliche Bestimmungen des KR auch auf SPACs Anwendung, soweit die spezifischen Regelungen zu SPACs keine abweichenden Bestimmungen enthalten (vgl. Art. 64 KR). In Ergänzung zu den allgemeinen Bestimmungen machen die SPAC-spezifischen Regelungen verschiedene Vorgaben betreffend die Strukturierung und legen weitere Rahmenbedingungen fest, welche sich auf die einzelnen Phasen des Lebenszyklus einer SPAC auswirken.

2. Anfängliche Strukturierung/Gründung

a) Zulässige Gesellschaftsformen/Dauer der Gesellschaft

Als SPACs sind gemäss Art. 89h Abs. 1 KR nur Aktiengesellschaften gemäss Art. 620 ff. OR¹⁷ zulässig. Unter Schweizer Recht sind Aktiengesellschaften ohnehin die einzige Gesellschaftsform, die sich für eine Kotierung eignet. Durch die einschränkende Regelung kommen ausländische Aktiengesellschaften jedoch nicht in den Genuss der Sonderbestimmungen des KR, wodurch die Kotierung einer ausländischen SPAC in der Schweiz ohne Ausnahmeregelung praktisch verunmöglich wird (vgl. oben, [III.1](#)). Ein sachlicher Grund für diese Einschränkung ist u.E. nicht ersichtlich. Es ist deshalb zu hoffen, dass die Regel künftig gelockert wird oder zumindest gestützt auf Art. 7 KR im Einzelfall Ausnahmen erteilt werden könnten.

Der Zweck der SPAC muss sich gemäss Art. 89h Abs. 1 KR auf die direkte oder indirekte Akquisition einer oder (gleichzeitig) mehrerer Zielgesellschaften beschränken. Auch ein Zusammenschluss mit einer oder mehreren operativen Zielgesellschaften ist zulässig. Die Dauer einer SPAC muss auf maximal drei Jahre nach dem ersten Handelstag beschränkt sein. Innert dieser Frist muss eine De-SPAC-Transaktion vollzogen und innert drei Monaten danach ein Gesuch um Wechsel des regulatorischen Standards gestellt werden (vgl. Art. 89h Abs. 7 KR). Wird die De-SPAC-Transaktion nicht fristgerecht vollzogen, ist die SPAC zu liquidieren.

Das Kotierungsreglement orientiert sich damit an einer europäischen Struktur einer SPAC, d.h. dass die SPAC auch nach der De-SPAC-Transaktion kotiert bleiben soll. Eine Transaktion mit anschliessender direkter Kotierung der Zielgesellschaft nach amerikanischem Vorbild ist an sich auch denkbar (wobei aufgrund der geltenden Handelsregisterpraxis nur eine normale Fusion und keine umgekehrte Dreiecksfusion möglich ist), allerdings bedürfte es dann einer formellen Neukotierung des Targets.

b) Kapitalausstattung und Aktien der SPAC

Grundsätzlich muss auch eine SPAC mit Eigenkapital von mindestens CHF 25 Mio. ausgestattet werden (vgl. Art. 15 Abs. 1 KR) und eine ausreichende Streuung (vgl. Art. 19 KR) der ausgegebenen Effekten erreicht werden. Zur Bestimmung der Kapitalausstattung werden jedoch nicht nur das durch die ausgege-

¹⁷ Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220).

benen Aktien geschaffene Eigenkapital (Aktienkapital und Reserven), sondern auch allenfalls ausgegebene Wandelanleihen (siehe unten, [III.2.c\)](#) berücksichtigt, unabhängig davon, ob sie gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard als Eigen- oder Fremdkapital qualifiziert werden (Art. 89i Abs. 2 KR).

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht wird eine SPAC regelmässig verschiedene Arten von Beteiligungsrechten ausgeben:

- **Stammaktien:** Diese werden von den Gründern anlässlich der Gründung gezeichnet und können anlässlich der De-SPAC-Transaktion ggf. in Vorzugsaktien umgewandelt werden (siehe unten, [III.4.c\)](#)). Auch die Sponsoren können solche Stammaktien erhalten. Die Stammaktien können zum Handel zugelassen werden, was jedoch nicht zwingend erforderlich ist.
- **Vorzugsaktien** (gem. Art. 654 ff. OR): Diese werden anlässlich des IPO ausgegeben, Investoren zur Zeichnung angeboten und kotiert. Um die Anforderung gemäss Art. 89h Abs. 4 KR zu erfüllen, dass diese Kategorie von Aktien gegenüber den weiteren Aktienkategorien im Fall der Liquidation der SPAC privilegiert sind (siehe unten, [III.4.c\)](#)), werden sie regelmässig den Investoren gewisse Vorrechte am Liquidationsanteil verleihen. Sponsoren der SPAC können auch Vorzugsaktien anstatt Stammaktien erhalten, wobei zwischen den Sponsoren und der SPAC in diesem Fall noch separate Vereinbarungen betreffend die Vorzugsaktien eingegangen werden,¹⁸ da die Sponsoren grundsätzlich gleich wie die Gründer behandelt werden sollen.
- **Wandelanleihen:** Solche können den Investoren als besondere Schweizer Eigenheit anstelle von Vorzugsaktien angeboten werden. Diese werden wie Vorzugsaktien beim IPO kotiert, aber erst anlässlich der De-SPAC-Transaktion in Vorzugsaktien umgewandelt (siehe unten, [III.2.c\)](#)).
- **Warrants:** Diese Optionsrechte werden Investoren typischerweise als Teil einer Unit zusammen mit den Vorzugsaktien angeboten und ebenfalls kotiert. Für weitere Details siehe unten, [III.2.e\)](#).

¹⁸ So wurde zwischen der VT5 Acquisition Company AG und ihrem Sponsor vertraglich vereinbart, dass die vom Sponsor gezeichneten Vorzugsaktien gegenüber den von Investoren gezeichneten Vorzugsaktien (vertraglich) subordiniert sind und der Sponsor auf die Ausübung seines Rückverkaufsrechts (siehe unten, [III.4.c\)](#) verzichtet. Der vom Sponsor für die Vorzugsaktien bezahlte Ausgabepreis wurde zudem nicht dem Treuhandkonto gutgeschrieben, sondern dient als Risikokapital der Finanzierung der operativen Tätigkeit der SPAC. Zulässig ist es u.E. sodann, das Zustimmungserfordernis zu erschweren und z.B. qualifizierte Mehrheiten vorzusehen.

c) *Wandelanleihen statt Aktien im Besonderen*

Als spezielle Schweizer Eigenschaft ermöglicht es Art. 89h Abs. 6 KR einer SPAC, anlässlich des IPO anstelle von Aktien Wandelanleihen an die Investoren auszugeben. Dieses Vorgehen hat für die Investoren den Vorteil, dass die Emissionsabgabe von 1% des Ausgabepreises erst bei der Umwandlung der Wandelanleihen in Aktien bei der De-SPAC-Transaktion anfallen.¹⁹ Ist die SPAC nicht erfolgreich oder geben die Investoren die Wandelanleihen an die Gesellschaft zurück, fallen keine Stempelabgaben an. Außerdem erleichtern die Wandelanleihen den Rückzahlungsmechanismus an die Investoren, der bei SPACs vorzusehen ist (siehe unten, [III.4.c.](#)).

Macht die SPAC von der oben beschriebenen Möglichkeit der Ausgabe von Wandelanleihen Gebrauch, kommen die Vorschriften gemäss Art. 89h ff. KR sinngemäss für die ausgegebenen Wandelanleihen zur Anwendung. Zudem hat dies verschiedene Folgen in Bezug auf die Kotierungsvoraussetzungen und den Handel mit den bereits ausgegebenen Aktien:

- Eigentlich halten nur die Gründer und allenfalls die Sponsoren Aktien der SPAC. Angesichts dessen werden die Aktien der SPAC zwar formell kotiert, aber der Handel wird nach dem Börsengang bis zum Vollzug der De-SPAC-Transaktion suspendiert (zu allfällig ausgegebenen Vorratsaktien, siehe sogleich). Effektiv können somit nur die Wandelanleihen gehandelt werden.
- Da das bedingte Kapital 50% des im Handelsregisters eingetragenen Aktienkapitals nicht übersteigen darf (Art. 653a Abs. 1 OR), reicht dieses i.d.R. nicht aus, um die Wandelanleihen zu bedienen. Stattdessen kann die SPAC für die Wandelanleihen Vorratsaktien bereitzustellen, um die Wandelanleihen zu bedienen. Ist dies der Fall können solche Aktien gemäss Art. 2 Abs. 2 RLSPAC nur bei einer Schweizer Bank hinterlegt werden. Wird der Bank treuhänderisch Eigentum an diesen eingeräumt, erfordert Art. 2 Abs. 2 RLSPAC zudem sicherzustellen, dass die SPAC die Vorratsaktien im Fall eines Konkurses der Bank aus der Konkursmasse aussondern kann, und dass die Bank die Rechte an den Aktien nicht ausübt.
- Das Erfordernis der Streuung nach Art. 19 KR muss nur in Bezug auf die ausgegebenen Wandelanleihen erfüllt werden; die vorgeschriebene Streuung der Aktien muss erst nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion (und entsprechender Umwandlung der Wandelanleihen) erreicht werden.

¹⁹ Vgl. Art. 7 Abs. 1 lit. a des Bundesgesetzes über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973 (SR 641.10), wonach die Abgabeforderung bei Aktien erst im Zeitpunkt der Eintragung der entsprechenden Kapitalerhöhung im Handelsregister entsteht.

- Die Inhaber der Wandelanleihen müssen die De-SPAC-Transaktion anlässlich einer speziellen Investorenversammlung mit der Mehrheit der vertretenen Stimmen genehmigen (siehe unten, [III.4.b](#)).

Möchte eine SPAC Wandelanleihen anstatt Aktien ausgeben, müssen die zu kotierenden Wandelanleihen die Anforderungen gemäss Art. 2 RLSPAC erfüllen. Diese stellen im Wesentlichen sicher, dass die Investoren denselben Schutz geniessen, wie wenn sie Aktien anstatt Wandelanleihen an der SPAC erworben hätten.

Dies bedeutet zunächst, dass jeder Anteil an einer Wandelanleihe zur Wandlung in eine Aktie der SPAC berechtigen muss (Art. 2 Abs. 1 lit. a RLSPAC). Ähnlich einer Aktie, erhalten die Investoren damit eine Stimme an der oben erwähnten Investorenversammlung. Die Bedingungen der Wandelanleihe müssen sodann Bestimmungen über die Einberufung und die Durchführung der Abstimmung der Investorenversammlung beinhalten (Art. 2 Abs. 1 lit. c RLSPAC). Zu diesem Zweck drängt sich auch eine Anlehnung an die Bestimmungen zur Generalversammlung auf, zumal eine solche Versammlung der Inhaber der Wandelanleihen eine ähnliche Funktion, wie die Generalversammlung ausübt (siehe unten, [III.4.b](#)).

Eine Subordination der Wandelanleihen, wie sie in der Praxis ansonsten bei Wandelanleihen weit verbreitet ist, wird von der RLSPAC nicht ausgeschlossen, aber auch nicht verlangt. Aus Sicht der SPAC könnte eine Subordination i.S.v. Art. 725 OR gewisse Erleichterungen in Bezug auf die Pflichten des Verwaltungsrats unter Art. 725 ff. OR (d.h. Kapitalverlust und Überschuldung) bringen. Allerdings würde die Rückzahlung der Wandelanleihen nach der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion erschwert, da ggf. eine Bestätigung der Revisionsstelle erforderlich wäre. Ein Verzicht auf Subordination verbessert deshalb die Rechtssicherheit für die Investoren, welche dadurch deutlich besser im Hinblick auf die Rückzahlung und auch in einem allfälligen Konkurszenario geschützt sind, als sie es als Aktionäre wären.

Ähnlich der maximalen Dauer der SPAC, müssen die Wandelanleihen sodann spätestens drei Jahre nach dem ersten Handelstag zurückbezahlt werden, sofern bis dahin keine De-SPAC-Transaktion vollzogen worden ist (Art. 2 Abs. 1 lit. b RLSPAC). Aber auch nach der Genehmigung einer De-SPAC-Transaktion durch die Investorenversammlung müssen die Investoren während 30 Tagen die Rückzahlung fordern können. Erst wenn der Investor keine solche verlangt, wandelt sich die Wandelanleihe automatisch in Aktien der SPAC (Art. 2 Abs. 1 lit. d RLSPAC). Wird die Wandelanleihe zur Rückzahlung fällig, muss dem Investor mindestens der Nominalbetrag zurückerstattet werden, wobei jedoch bereits angefallene und durch die Investoren zu tragende Kosten in Abzug

gebracht werden dürfen (siehe unten, [III.2.d](#)). Inhaber von Wandelanleihen erhalten damit eine wirtschaftlich ähnliche Position, wie sie durch die Vorzugsrechte im Liquidationsfall der (Vorzugs-)Aktien oder durch Ausübung ihres Rückverkaufsrechts als Aktionäre erhalten würden (siehe unten, [III.4.c](#)).

d) *Treuhandkonto*

Die beim Börsengang von Investoren erlangten Gelder sind auf ein Treuhandkonto bei einer Schweizer oder ausländischen Bank zu hinterlegen (Art. 89h Abs. 2 KR). Diese Bank kann gleichzeitig auch die Funktion des Treuhänders wahrnehmen. Durch diese Hinterlegung soll sichergestellt werden, dass die Kosten für die operative Tätigkeit der SPAC, d.h. die Suche nach einer geeigneten Zielgesellschaft, nicht durch die von den Investoren zur Verfügung gestellten Geldern, sondern durch die Gelder von den Gründern und Sponsoren bezahlt werden. Die Gelder der Investoren dürfen nur für die im Prospekt vorgesehenen Zwecke verwendet werden. Darunter fallen gemäss Art. 3 Abs. 1 RLSPAC insbesondere der Erwerb der Zielgesellschaft, der Rückkauf von Aktien im Rahmen der De-SPAC-Transaktion und die Liquidation der SPAC; aber auch Emissionsabgaben, Steuern und Bankgebühren für das Treuhandkonto (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. b RLSPAC) dürfen dem Treuhandkonto belastet werden. Auch wenn die Hinterlegung auf dem Treuhandkonto für einen bestimmten praktischen Schutz sorgt, so ist sie gegenüber Dritten nur von sehr eingeschränkter Wirkung. Denn trotz Hinterlegung gehört das Treuhandkonto zum Vermögen der Gesellschaft und untersteht somit aktien- und konkursrechtlichen Gläubigerschutzvorschriften. Im Fall einer Liquidation (oder eines Konkurses) der SPAC haben die Investoren zwar eine privilegierte Stellung gegenüber den Sponsoren und Gründern; die Investoren tragen jedoch trotzdem das Risiko, dass die von den Gründern und Sponsoren einbezahlten Gelder nicht zur Deckung der Liquidationskosten ausreichen. In diesem Fall werden die darüber hinaus gehenden Liquidationskosten dennoch durch die von Investoren eingebrachten Gelder gedeckt werden müssen.²⁰

e) *Warrants*

Bei den von einer SPAC regelmässig ausgegebenen Warrants handelt es sich um Optionen, Aktien der SPAC innert einer gewissen Zeit, zu einem bestimmten, vorher festgelegten Preis von der SPAC zu kaufen (Call-Option). Deren Zweck besteht darin, der SPAC weitere finanzielle Mittel im Hinblick auf die De-SPAC-Transaktion zu verschaffen. Warrants sind deshalb von den allfällig

²⁰ Vgl. Courvoisier/Reutter, 254, die dieses Risiko aufgrund der Transparenz im Prospekt und erfolgsabhängigen Honoraren jedoch als eher gering einschätzen.

ausgegebenen Wandelanleihen zu unterscheiden. Wandelanleihen werden anstelle von Aktien an die Investoren verkauft und werden deshalb vom KR weitestgehend wie Aktien behandelt (siehe oben, [III.2.c](#)). Demgegenüber werden Warrants zusammen mit den Aktien oder ggf. mit den Wandelanleihen den Investoren als Teil einer Unit zum Kauf angeboten. Das KR enthält deshalb auch keine explizite Regelung solcher Warrants.

Die Warrants werden üblicherweise zusammen mit den Aktien der SPAC zum Handel an der Börse zugelassen. Deren Bedingungen sehen typischerweise vor, dass die Warrants nach einem Jahr seit dem ersten Handelstags bis zum Abschluss der De-SPAC-Transaktion oder kurz danach ausgeübt werden können.²¹ Nach Ausübung der Warrants und der Zahlung des Ausübungspreises hat die SPAC die den Warrants zugrunde liegenden Aktien zu liefern.

Die Warrants können aus bedingtem Kapital bedient werden (gemäss herrschender Lehre war schon bisher anerkannt, dass das bedingte Kapital für an Aktionäre ausgegebene Optionen verwendet werden darf; unter neuem Aktienrecht sind Warrants nun generell zulässig²²). Das bedingte Kapital kann bereits anfänglich formell kotiert werden, wobei es praktisch auch möglich ist, die entsprechenden Aktien erst im Zusammenhang mit der De-SPAC-Transaktion zu kotieren. Zu beachten ist, dass das bedingte Kapital 50% des im Handelsregisters eingetragenen Aktienkapitals nicht übersteigen darf (Art. 653a Abs. 1 OR). Das kann namentlich dann eine Hürde darstellen, wenn die Investoren Wandelanleihen erhalten. Weiter können Aktien auch durch genehmigtes oder bedingtes Kapital oder ab dem 1. Januar 2023 im Rahmen eines Kapitalbands geschaffen oder über Vorratsaktien bereitgestellt werden. Denkbar ist auch, die Ausgabe von Aktien für die Warrants durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen mit den Sponsoren sicherzustellen. Mangels einer expliziten Regelung im KR sind solche Vorratsaktien im Vergleich zu denjenigen zur Deckung der Wandelanleihen (siehe oben, [III.2.c](#)) nicht zwingend bei einer Schweizer Bank zu hinterlegen. Auch wenn Art. 653b Abs. 3 OR grundsätzlich die Nichtigkeit von vor Eintragung des bedingten Kapitals ausgegebenen Optionsrechten vorsieht, ist die Norm bei richtiger vertraglicher Gestaltung, d.h. insb. wenn die Optionen auf andere Weise bereitgestellt werden²³, iu.E. nicht anwendbar.

²¹ Vgl. VT5 Angebotsprospekt, 118. Die von der VT5 Acquisition Company AG ausgegebenen Warrants können nach einem Jahr seit dem ersten Handelstag bis 30 Tage nach dem Vollzug der De-SPAC-Transaktion ausgeübt werden.

²² ZK OR-Cramer, Art. 653, N 19, m.w.H.; BSK OR-Zindel/Isler, Art. 653, N 18; Reutter/Hammer, 304.

²³ Denkbar ist auch, Optionsrechte erst mit Eintragung des bedingten Kapitals vorzusehen oder alternative Erfüllungsmodalitäten zu vereinbaren (z.B. Anspruch gegen Sponsor).

3. Initial Public Offering

a) Entbindung vom Track-Record-Erfordernis

Als eine der wichtigsten Erleichterungen werden SPACs von den Erfordernissen, dass der Emittent für mindestens drei Jahre existiert haben (Art. 11 KR) und die Jahresrechnungen der letzten drei Geschäftsjahre zur Verfügung stellen muss (Art. 12 KR), befreit (Art. 89i Abs. 1 KR). Wie bereits ausgeführt, wird die Kotierung einer SPAC dadurch erst ermöglicht (siehe oben, [III.1](#)).

b) Information der Investoren

Einer SPAC-Transaktion ist inhärent, dass im Zeitpunkt des IPO und damit im Zeitpunkt, in dem die Investoren ihren ersten Investitionsentscheid treffen, keine Informationen zur Zielgesellschaft vorliegen. Der Schwerpunkt der Information der Investoren im Zeitpunkt des IPO liegt deshalb auf einer Beschreibung der für die SPAC verantwortlichen Personen, namentlich der Sponsoren sowie der Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungsmitglieder.²⁴ Die im Zeitpunkt des IPO fehlenden Informationen über die Zielgesellschaft sollen den Investoren später im Zeitpunkt der De-SPAC-Transaktion zur Verfügung gestellt werden. Sie bilden die Basis für die Investoren, um über die De-SPAC-Transaktion abstimmen zu können und zu entscheiden, ob sie von ihrem Rückgaberecht Gebrauch machen wollen (siehe unten, [III.4.c](#)).²⁵

Beim IPO hat die SPAC einen Prospekt nach Art. 35 ff. FIDLEG zu veröffentlichen, der die Grundlage für die Kotierung und das öffentliche Angebot der Aktien und Warrants (und ggf. Wandelanleihen) bildet. Der Inhalt des Prospekts richtet sich nach Anhang 1 (bzw. Anhang 2 betreffend die Warrants) der FIDLEV.²⁶ Um die spezifische Informationslage im Rahmen einer SPAC-Transaktion zu adressieren, enthält Art. 4 RLSPAC einen Katalog von weiteren Informationen, die entweder im Prospekt selbst oder in einem zusätzlichen Dokument aufzunehmen sind. Dieser beinhaltet u.a.:

- Quantitative Beispiele und Szenarien, wie sich die Investition des Investors entwickeln kann, inkl. die möglichen Beteiligungsverhältnisse nach der De-SPAC-Transaktion, Verwässerungseffekte, Entschädigungskomponenten des Sponsors und des Managements sowie Bedingungen, unter welchen zusätzliches Kapital aufgenommen werden kann;

²⁴ Courvoisier/Reutter, 250 ff.

²⁵ Courvoisier/Reutter, 250 ff.

²⁶ Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (FIDLEV; SR 950.11).

- Detaillierte Informationen (inkl. Interessenkonflikte) über die involvierten Gründer, Sponsoren, Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung und deren Track-Record; und
- Darstellung der Lock-up-Vereinbarungen (siehe unten, [III.5.b](#)), Privilegien der ausgegebenen Vorzugsaktien sowie der De-SPAC-Transaktion.

Der Schwerpunkt der Information anlässlich des IPO liegt damit im Wesentlichen auf dem Beschrieb der Gesamttransaktion und der involvierten Parteien.

Umgekehrt ist auch praktisch sicherzustellen, dass das SPAC noch keine überwiegend wahrscheinliche Akquisitionspläne bezüglich eines Targets hat oder gar in fortgeschrittenen Verhandlungen steht, da ansonsten diese Informationen im Prospekt publiziert werden müssten, was schon aus verhandlungstaktischen Gründen meist vermieden werden soll.

4. De-SPAC-Transaktion

a) Information der Investoren

Im Zeitpunkt der De-SPAC-Transaktion ist kein neuer Prospekt nach Art. 35 ff. FIDLEG für die SPAC zu veröffentlichen, solange kein öffentliches Angebot stattfindet und das Aktienkapital der SPAC um nicht mehr als 20% erhöht wird (vgl. Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG). Zu beachten ist immerhin, dass bei typischen De-SPAC-Transaktionen oft eine Prospektpflicht greifen wird, da typischerweise PIPE²⁷-Investoren auf dem Weg einer Privatplatzierung weitere Aktien der SPAC zeichnen, um die Akquisition zu finanzieren. Auch beteiligen sich häufig auch die bisherigen Aktionäre des Targets an der SPAC, wie sie es auch bei einem IPO wären. Auch wenn in diesen Fällen kein Angebotsprospekt zu erstellen ist, dürfte regelmäßig ein Kotierungsprospekt erforderlich sein. Dieser muss allerdings technisch erst unmittelbar vor Kotierung der neu ausgegebenen Aktien, d.h. beim Vollzug der De-SPAC-Transaktion, publiziert werden (vgl. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG).

Unabhängig davon, ob und wann die Prospektpflicht greift, sieht Art. 89m KR vor, dass die SPAC ihre Investoren im Hinblick auf die Investorenversammlung angemessen über die De-SPAC-Transaktion zu informieren hat. Es stellt sich deshalb die grundsätzliche Frage, wie viele Informationen den Investoren im Hinblick auf die De-SPAC-Transaktion offenzulegen sind. Während in

²⁷ *Private investment in public equity.*

diesem Zusammenhang eine Vielzahl von Möglichkeiten besteht,²⁸ legt Art. 5 RLSPAC einen umfassenden Katalog von Informationen vor, der im Informationsdokument für die Investoren enthalten sein muss. Diese Informationen stellen auch einen Ausgleich dafür dar, dass beim IPO der SPAC weitgehende Befreiungen für die SPAC bestehen. Zum einen beinhaltet dieser Katalog Informationen zur Zielgesellschaft, zum anderen aber auch Informationen über die De-SPAC-Transaktion selbst, im Einzelnen insbesondere:

- Informationen zur Zielgesellschaft, wie die Beschreibung ihres Geschäfts, finanzielle Informationen, Informationen zur Corporate Governance, insbesondere auch die Geschäftsberichte der letzten drei Jahre, sofern vorhanden (Art. 5 Abs. 4 Ziff. 1 lit. a, b und d RLSPAC). Explizit verlangt werden auch weitere finanzielle Informationen, welche nicht aus den Jahresabschlüssen des Targets ersichtlich sind (wobei je nach Rechnungslegungsstandard diese Informationen oft bereits vorhanden sein werden), so die Aufschlüsselung von nettuumsatzerlösen nach Geschäftsfeldern, F&E-Ausgaben, Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten (Art. 5 Abs. 4 Ziff. 1 lit. c RLSPAC)
- Informationen zur De-SPAC-Transaktion, wie eine Beschreibung der Risiken, potenzieller Interessenkonflikte, der Verwässerungseffekte, des Rückkaufsangebots, der Finanzierung, der Rolle der involvierten Banken sowie der wesentlichen Vollzugsbedingungen (Art. 5 Abs. 4 Ziff. 2 RLSPAC).
- Erforderlich ist auch eine (Negativ-)Bestätigung, dass die SPAC von der Zielgesellschaft keine nicht-öffentlichen Informationen erhalten hat, die den Entscheid der Investoren massgeblich beeinflussen könnten und nicht offengelegt sind (Art. 5 Abs. 4 Ziff. 1 lit. e RLSPAC). Dabei gelten blosse Perspektiven und Prognosen nicht als solche Informationen, was es u.E. zulässt, dass die SPAC Einsicht in den Business Plan des Targets erhält, ohne diesen im Informationsdokument veröffentlichen zu müssen, sofern die zugrundeliegenden vergangenen Tatsachen angemessen offengelegt sind.

Aufgrund der oben erwähnten Negativbestätigung hat die SPAC sicherzustellen, dass die Investoren umfassend über alle für sie wesentlichen Sachverhalte informiert wurden. Insgesamt ist der Umfang des zu publizierenden Informationsdokuments vergleichbar mit den in einem Prospekt über den Emittenten zu veröffentlichten Informationen. Der prospektähnliche Charakter des Informationsdokuments zeigt sich auch dadurch, dass zwischen dessen Veröffentlichung und der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion ggf. ein

²⁸ Denkbar wäre eine Zusammenfassung gewisser Eckpunkte, gemäss der Praxis einer (altrechtlichen) Fusion bis hin zu einer umfassenden Information wie bei einem IPO der Zielgesellschaft, vgl. Courvoisier/Reutter, 256.

Nachtrag zu publizieren ist (vgl. Art. 5 Abs. 6 RLSPAC) und das Informationsdokument der Prospekthaftung nach Art. 69 FIDLEG unterstellt wird (Art. 89m Abs. 1 KR). Das Kotierungsreglement folgt damit dem allgemeinen Trend zu erhöhten Informationserfordernissen.²⁹ Dabei ist allerdings anzumerken, dass die Börse im Rahmen ihrer Selbstregulierung durchaus die Kompetenz hat, weitere Informationserfordernisse festzusetzen; sie kann jedoch u.E. nicht den Anwendungsbereich der gesetzlich geregelten Prospekthaftung ausdehnen.³⁰

Immerhin sieht die RLSPAC kein Erfordernis vor, pro-forma-Zahlen zu veröffentlichen. Im Fall eines Prospekts sind solche Zahlen, inkl. ein entsprechender Prüfbericht, gestützt auf Anhang 1, Ziff. 2.8.6 lit. c FIDLEV und die Richtlinie Pro Forma-Finanzinformationen (RLFI)³¹ grundsätzlich zu erstellen, da die entsprechenden Schwellenwerte gemäss Ziff. 3.2 i.V.m. 1.3 RLFI in aller Regel erreicht werden dürften.

Das Informationsdokument muss schliesslich gemäss den Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität publiziert werden (Art. 5 Abs. 4 RLSPAC).

b) „Fairness Opinion“

Die RLSPAC sieht sodann vor, dass eine unabhängige Stelle die Angemessenheit des von der SPAC gemachten Angebots, insbesondere in Bezug auf die Bewertung der Zielgesellschaft zu überprüfen hat (Art. 5 Abs. 2 RLSPAC). Diese Stelle kann „namentlich“ eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sein (Art. 5 Abs. 2 RLSPAC); u.E. ist es aber auch möglich und oft passender, eine andere sachkundige Person, wie ein spezialisiertes Bewertungsunternehmen oder eine Investmentbank, zu mandatieren. In allen Fällen muss diese Stelle von der SPAC, der Zielgesellschaft und den von mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein (Art. 5 Abs. 3 RLSPAC). Der von der unabhängigen Stelle erstellte Bericht hat die SPAC sodann ebenfalls im Informationsdokument zu veröffentlichen (Art. 5 Abs. 2 Satz 2 RLSPAC).

Es handelt sich somit um eine Art Fairness Opinion, für welche es sonst im Kontext eines Börsengangs und generell im Zusammenhang mit einem Angebots- oder Kotierungsprospekt kein regulatorisches Vorbild gibt. Zwar sieht das Fusionsgesetz z.B. bei einer Fusion auch einen Prüfbericht vor, dieser hat aber lediglich die „Vertretbarkeit“ und nicht die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung zu bestätigen (vgl. Art. 15 Abs. 4

²⁹ Vgl. zu diesem Trend Courvoisier/Reutter, 256.

³⁰ Die Frage verliert immerhin an praktischer Bedeutung, sofern die Informationen des Informationsdokuments in einem Prospekt publiziert werden.

³¹ Bei Prüfung durch SIX Exchange Regulation als Prüfstelle.

lit. b FusG). Auch im Übernahmerecht ist keine Fairness Opinion erforderlich, sondern es werden nur Anforderungen an die Unabhängigkeit des Bewerters gestellt und deren Veröffentlichung vorgeschrieben, sofern der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine solche einholt (vgl. Art. 30 Abs. 5 und 6 UEV³²). Die singuläre Pflicht einer „Fairness Opinion“ im Rahmen einer De-SPAC-Transaktion ist u.E. rechtspolitisch abzulehnen, zumal die Investoren nicht nur durch die umfassende Information im Informationsdokument geschützt sind, sondern die Transaktion auch ablehnen und ihre Rückkaufrechte ausüben können, wenn sie mit ihr nicht einverstanden sind oder an der Qualität der Angaben des Verwaltungsrats zweifeln.

c) *Abstimmung über De-SPAC-Transaktion*

Bei internationalen SPACs stimmen die Risikokapitalgeber, d.h. die Investoren, typischerweise über die De-SPAC-Transaktion vor deren Vollzug ab.³³ Auch für eine Schweizer SPAC-Transaktion erfordert Art. 891 KR, dass die Mehrheit an einer Investorenversammlung vertretenen Stimmen der De-SPAC-Transaktion zustimmt.

Im Fall einer Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht liegen der Abschluss und der Vollzug von Verträgen im Zusammenhang mit der De-SPAC-Transaktion grundsätzlich in der Zuständigkeit des Verwaltungsrats (vgl. Art. 716 Abs. 1 OR). Allerdings sind Fälle denkbar, in denen die Zustimmung der Generalversammlung erforderlich ist, wie bspw. wenn die De-SPAC-Transaktion zu einer faktischen Liquidation der SPAC führen sollte, oder wenn die De-SPAC-Transaktion in einer Fusion der SPAC mit der Zielgesellschaft besteht. Darüber hinaus wird die De-SPAC-Transaktion regelmäßig Elemente beinhalten, die eines Beschlusses der Generalversammlung bedürfen, wie eine Zweckänderung, Kapitalerhöhungen (siehe oben, III.2.b)), aber auch eine Firmenänderung sowie die Wahl zusätzlicher Verwaltungsräte. In solchen Fällen hat die Generalversammlung auch aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive zwingend über diese Elemente der De-SPAC-Transaktion abzustimmen.

Stimmt die Generalversammlung über die De-SPAC-Transaktion ab, stellt sich die Frage, ob diesem Beschluss verbindlicher oder konsultativer Charakter zukommt. Wenn die Beschlussfassung über die De-SPAC-Transaktion aus gesellschaftsrechtlicher Sicht einen Geschäftsführungsentscheid darstellt (vgl. Art. 716 Abs. 2 OR), obliegt er dem Verwaltungsrat. Gesellschaftsrechtlich

³² Verordnung über die Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (UEV; SR 945.195.1).

³³ Courvoisier/Reutter, 254 f.

erfordert er deshalb grundsätzlich keine Abstimmung der Aktionäre und kann aufgrund des Paritätsprinzips³⁴ auch gar nicht – auch nicht statutarisch – davon abhängig gemacht werden. Courvoisier/Reutter sehen den Abschluss der De-SPAC-Transaktion als eine über die blosse Geschäftsführung oder Strategiefestlegung hinausgehende Entscheidung an, weshalb die Beschlussfassung über diese nicht in die zwingende Kompetenz des Verwaltungsrats falle. Da Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR so ausgelegt werden könnte, dass Gegenstände, die nicht zu den unübertragbaren Aufgaben des Verwaltungsrats gehören, der Generalversammlung statutarisch zugewiesen werden können, würde die Generalversammlung gestützt auf eine entsprechende statutarische Grundlage verbindlich und nicht bloss konsultativ über die De-SPAC-Transaktion abstimmen können. Gemäss den genannten Autoren sind zudem Lösungen in der Praxis denkbar, die dem Beschluss der Generalversammlung verbindlichen Charakter verleihen, wie eine Zweckumschreibung, die die Akquisition der Zielgesellschaft verbietet.³⁵ U.E. ist dem im Ergebnis zuzustimmen: Zwar erscheint das von den genannten Autoren vorgeschlagene statutarische Verbot des Abschlusses einer De-SPAC-Transaktion im Zweck angesichts der klaren Vorgaben von Art. 89h Abs. 1 KR an den Zweck der SPAC³⁶ als problematisch, zumal das Paritätsprinzip nicht allein durch eine künstlich enge Formulierung des Zwecks umgangen werden kann. Hingegen weist namentlich das FusG fundamentale Strukturentscheidungen der Generalversammlung zu, weshalb es – auf dem Weg einer Gesamtanalogie – zulässig sein sollte, andere, gleichermassen fundamentale Strukturentscheidungen der Generalversammlung zuzuweisen. Bei der „Transformation“ einer SPAC in eine Holding-Gesellschaft einer konkreten operativen Gesellschaft handelt es sich u.E. um eine derartige fundamentale Strukturentscheidung, ähnlich wie dies auch bei einer Fusion der Fall wäre. Insgesamt ist es damit u.E. möglich, statutarisch die Kompetenz zur Genehmigung der De-SPAC-Transaktion der Generalversammlung zuzuweisen, wodurch diese verbindlich darüber abstimmen könnte.

Nach Art. 89l KR ist allerdings nicht die Zustimmung aller Aktionäre in der Generalversammlung, sondern der Mehrheit der Investoren erforderlich. Die Gründer und Sponsoren werden damit von der Abstimmung ausgeschlossen, um Interessenkonflikte zu vermeiden. Zu unterscheiden ist somit zwischen der Investorenversammlung, d.h. einer speziellen Versammlung der Investoren, die Aktien anlässlich des IPO der SPAC gezeichnet haben, inkl. ggf.

³⁴ BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 698, N 8; Böckli (2022), §8 N 6 und §9 N 344; ZK OR-Tanner, Art. 698, N 34 ff., m.w.H.

³⁵ Courvoisier/Reutter, 255.

³⁶ D.h. der direkte oder indirekte Erwerb einer Zielgesellschaft, siehe dazu oben, [III.2.a](#)).

der Inhaber von Wandelanleihen, einerseits und der Generalversammlung der SPAC, d.h. der Versammlung aller Aktionäre, inkl. der Gründer und Sponsoren, andererseits. Um diese Vorgaben umzusetzen, sind verschiedene Alternativen denkbar:

- Wenn Vorzugsaktien an die Investoren ausgegeben werden, ist es möglich, den Beschluss von einer Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre (vgl. Art. 654 Abs. 2 OR) abhängig zu machen, welche zusätzlich zur Generalversammlung entscheidet.
- Es ist aber auch denkbar, den Beschluss formell allein bei der Generalversammlung zu belassen. Da das Schweizer Aktienrecht grundsätzlich keine Ausstandsregeln bei Interessenkonflikten auf Aktionärsstufe vorsieht,³⁷ muss der Ausschluss gewisser Aktionärsgruppen durch andere statutarische Regelungen erreicht werden. Als solche kommt in erster Linie ein doppeltes Mehr im Sinne eines qualifizierenden Erfordernisses einer „Mehrheit der Minderheit“ (*majority of minority*) in Betracht.³⁸ Denkbar ist auch die Erhöhung der erforderlichen Mehrheit für den Generalversammlungsbeschluss um die Anzahl der an die Gründer und Sponsoren ausgegebenen Stammaktien.³⁹ In beiden Fällen könnte das erforderliche Mehr in der Generalversammlung nur mit Zustimmung der Mehrheit der Investoren erreicht werden, denn die Gründer und Sponsoren alleine hätten zu wenige Stimmen, um ohne die Zustimmung der Mehrheit der Investoren die De-SPAC-Transaktion genehmigen zu können.⁴⁰ U.E. könnten die Gründer und Sponsoren auch blass vertraglich (z.B. in einem *Relationship Agreement*) auf die Ausübung der Stimmrechte verzichten.
- Bei Wandelanleihen ist vorzusehen, dass die Transaktion von der Zustimmung der Mehrheit der Anleihensinhaber abhängig gemacht wird (Art. 2 Abs. 2 Ziff. 1 lit. d RLSPAC). Im letzteren Fall hat die Zustimmung aber blass vertraglichen Charakter (deren Missachtung wird aber regelmässig einen Event of Default auslösen, der zur Rückzahlung der Wandelanleihe führt).

³⁷ Siehe jedoch Art. 695 Abs. 1 OR, wonach Personen, die an der Geschäftsführung einer Aktiengesellschaft teilgenommen haben, von der Abstimmung über die Erteilung der Entlastung ausgenommen sind.

³⁸ Siehe dazu Häusermann, 213 f., der vorschlägt, Interessenkonflikte eines beherrschenden Aktionärs in börsenkotierten Gesellschaften durch die Zustimmung der Minderheitsaktionäre zu adressieren. Ähnlich verlangt auch die Schweizerische Übernahmekommission (UEK) ein doppeltes Mehr für die Einführung eines nachträglichen Opting-Outs gemäss Art. 125 Abs. 4 FinraG, vgl. Verfügung 765/01 der Schweizerischen Übernahmekommission vom 13. Juli 2020 in Sachen MCH Group; vgl. auch Courvoisier/Reutter, 255.

³⁹ Courvoisier/Reutter, 255.

⁴⁰ Nicht ausgeschlossen wäre jedoch der wohl eher theoretische Fall, dass die Gründer versuchen, die vorgeschlagene De-SPAC-Transaktion zu verhindern.

Um einen grösseren Schutz zu erreichen, ist denkbar, die Zustimmung der Anleihensinhaber zur De-SPAC-Transaktion in den Statuten als Bedingung zur Verhinderung der Liquidation der SPAC aufzunehmen.⁴¹ Selbst dann können die Anleihensinhaber aber einen Beschluss zur Abänderung dieser statutarischen Bestimmung nicht wie ein Aktionär anfechten.

Zulässig ist es u.E. sodann, das Zustimmungserfordernis zu erschweren und z.B. qualifizierte Mehrheiten vorzusehen.

d) *Rückgaberecht (Redemption) und Vorzugsrechte*

Gemäss Art. 89h Abs. 3 und 4 KR muss den Investoren sowohl im Fall, dass die SPAC erfolgreich ist und eine De-SPAC-Transaktion vorgeschlagen wird, als auch im Liquidationsfall ein gewisser Schutz zukommen.

Ist die SPAC erfolgreich und schlägt der Verwaltungsrat der SPAC eine De-SPAC-Transaktion vor, ist den Investoren im Rahmen dieser, d.h. üblicherweise vor der Abstimmung darüber, ein Rückgaberecht in Bezug auf die von den Investoren gezeichneten Aktien einzuräumen (Art. 89h Abs. 3 KR). Für den Fall, dass vorgesehen ist, dass die Investoren ihr Rückgaberecht erst nach der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion ausüben können, kann die Ausübung auf diejenigen Investoren beschränkt werden, die die De-SPAC-Transaktion ablehnen (Art. 89h Abs. 3 2. Satz KR). Diese Einschränkung ist eine schweizerische Besonderheit, während international das Rückgaberecht meist unlimitiert eingeräumt ist; sie erhöht aber die Transaktionssicherheit, da ansonsten die Investoren (etwa in der Hoffnung auf ihre Warrants) zwar der Transaktion zustimmen, aber dennoch eine Rückzahlung verlangen können, was die Finanzierung der De-SPAC-Transaktion sehr schwierig machen kann.

Durch das Rückgaberecht erhalten die Investoren die Möglichkeit, aus der SPAC auszusteigen, wenn sie mit der Investition in die vorgeschlagene Zielgesellschaft nicht einverstanden sind. Da die von den Investoren einbezahlten Gelder zur Deckung gewisser Aufwendungen der SPAC, insb. Emissionsabgaben, vor der Durchführung einer De-SPAC-Transaktion verwendet werden dürfen (siehe oben, [III.2.d\)](#), werden die Investoren jedoch regelmässig diese Kosten tragen müssen. Nichtsdestotrotz wird Investoren durch das Rückgaberecht die Möglichkeit eingeräumt, zusätzlich zum kollektiven, einen individuellen Anlageentscheid in Bezug auf die De-SPAC-Transaktion treffen zu können. Gleichzeitig besteht für den Verwaltungsrat der SPAC insbesondere bei einer knappen Genehmigung der De-SPAC-Transaktion das Risiko, dass ein

⁴¹ Vgl. Art. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG.

grosser Teil der nicht zustimmenden Investoren ihr Rückgaberecht ausübt und damit der SPAC die erforderlichen Mittel zur Finanzierung der Akquisition der Zielgesellschaft fehlen.⁴² Der Verwaltungsrat der SPAC erhält deshalb durch das Rückgaberecht einen weiteren Anreiz, eine für die Investoren vorteilhafte De-SPAC-Transaktion vorzuschlagen.⁴³

Gesellschaftsrechtlich ist die Zulässigkeit von statutarischen Rückverkaufsrechten nicht abschliessend geklärt.⁴⁴ Während ein Teil der Lehre solche als zulässig erachtet,⁴⁵ solange sie aus freien Mitteln finanziert werden, lehnen andere Autoren solche im Hinblick auf das Verbot der Einlagenrückgewähr ab.⁴⁶ Nach hier vertretener Ansicht steht einer statutarischen Regelung solcher Rechte im Hinblick auf die Privatautonomie grundsätzlich nichts entgegen. Wohl aber müssen beim Rückkauf entweder die Vorschriften über den Erwerb eigener Aktien (Art. 659 ff. OR), oder aber über die Kapitalherabsetzung (Art. 732 ff. OR bzw. Art. 653j ff. nOR) eingehalten werden.⁴⁷ Vereinfacht wird dies künftig über ein Kapitalband (Art. 653s ff. nOR), sofern die herabzusetzenden Aktien auf 50% des Aktienkapitals beschränkt sind (vgl. Art. 653s Abs. 2 nOR), was zumindest bei einer Beschränkung des Rückverkaufsrechts auf die zustimmenden Investoren (Art. 89h Abs. 3 2. Satz KR, vgl. oben) zu bewerkstelligen ist. Jedenfalls kann die Gewährung eines solchen Rückverkaufsrechts als Bedingung zur Verhinderung der Liquidation der SPAC in den Statuten aufgenommen werden, um dem Rückgaberecht der Investoren eine gewisse Verbindlichkeit zu verleihen.⁴⁸ In der Liquidation selbst dagegen stellt die Gegenleistung für das Rückverkaufsrecht – sofern es dort überhaupt vorgesehen wird – einen Anspruch auf Liquidationserlös dar und kann deshalb grundsätzlich nur noch nach Massgabe von Art. 745 OR ausbezahlt werden.

Die Rückgabe der ausgegebenen Aktien kann durch ein Aktienrückkaufprogramm mit einer anschliessenden Kapitalherabsetzung umgesetzt werden, die zusammen mit der Genehmigung der De-SPAC-Transaktion beschlossen wird (siehe oben, [III.4.b\)](#)). Mit dem Inkrafttreten des revidierten Aktienrechts am 1. Januar 2023 wäre für einen entsprechenden Beschluss auch von Anfang an

⁴² Wobei für diesen Fall oftmals PIPE-Transaktionen zur Beschaffung zusätzlicher Mittel durchgeführt werden, siehe dazu oben, [III.2.b\).](#)

⁴³ Vgl. Courvoisier/Reutter, 255.

⁴⁴ Zum Ganzen vgl. ausführlich Kägi, Kapitalerhaltung, §4 N 128, m.w.H.

⁴⁵ Heinzmann, N 582 ff., 589 f.; Sanwald, 179 ff., 188, 193, m.w.H.; Kunz, 28 f.; differenzierter Forstmoser/Meyer-Hayoz/Nobel, §44 N 70 i.V.m. N 65.

⁴⁶ Noch mit Verweis auf das Verbot der Einlagenrückgewähr Böckli (2009), §16 N 171, 203 ff.; allgemein auf den Kapitalschutz verweisend, Böckli (2022), §14 N 228; Liebi, N 386 ff.

⁴⁷ Vgl. Kägi, Kapitalerhaltung, §4 N 130 f.

⁴⁸ Vgl. Art. 2 Ziff. 2 VT5 Statuten.

eine Delegation an den Verwaltungsrat im Rahmen eines Kapitalbands denkbar (vgl. dazu der vorangehende Absatz). Dies würde dem Verwaltungsrat zusätzlich die Möglichkeit bieten, Kapital, das zur Finanzierung der De-SPAC-Transaktion nach der Ausübung des Rückgaberechts durch die Investoren ggf. fehlt, durch eine Kapitalerhöhung zu beschaffen.

Für den Fall, dass die SPAC bis zum Ablauf ihrer Dauer keine Zielgesellschaft findet, sind die Investoren in der Liquidation der SPAC bis zum beim IPO bezahlten Betrag gegenüber den weiteren Aktienkategorien, privilegiert zu behandeln (Art. 89h Abs. 4 KR). Die von den Investoren beim IPO erworbenen Aktien sind deshalb als Vorzugsaktien mit entsprechenden Vorrechten am Liquidationserlös auszugestalten (siehe oben, [III.2.b](#)).

Diese Privilegierung ist nach dem Zustandekommen der De-SPAC-Transaktion nicht mehr gerechtfertigt. Deshalb werden bei der Beschlussfassung über die De-SPAC-Transaktion entweder die Vorzugsaktien der Investoren in Stammaktien oder aber die Stammaktien der Gründer und Sponsoren in Vorzugsaktien umgewandelt. Die Abschaffung der Vorzugsaktien bedarf grundsätzlich der Zustimmung einer speziellen Versammlung der Vorzugsaktionäre, d.h. der Investorenversammlung (vgl. Art. 654 Abs. 2 OR). Demgegenüber kann die Umwandlung der Stammaktien der Gründer in Vorzugsaktien mit Zustimmung einer einfachen Mehrheit der Generalversammlung beschlossen werden, da die rechtliche Substanz der den Investoren eingeräumten Vorrechte nicht beeinträchtigt wird.⁴⁹ Zulässig ist es u.E. indessen, den Wegfall der Vorrechte in dieser Konstellation statutarisch vorzusehen und anzurufen, dass in diesem Fall die Vorzugsaktien als Stammaktien zu behandeln sind; ebenso kann dann die Ausgabe von Vorzugs- und Stammaktien unter derselben ISIN statutarisch zugelassen werden. Andererseits wird teilweise auch erwogen, Stammaktien in Vorzugsaktien umzuwandeln.⁵⁰ Gesellschaftsrechtlich ist es immerhin fraglich, ob nicht wenigstens weiterhin mindestens eine Stammaktie vorgesehen werden müsste. Praktisch dürfte es indessen ratsam sein, bei der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion auch gleich alle Vorzugsaktien in Stammaktien umzuwandeln, womit die vorangehenden Erwägungen nur in pathologischen Fällen (namentlich, wenn allein das Traktandum zur Umwandlung abgelehnt würde, die De-SPAC-Transaktion aber dennoch vollzogen würde) zum Tragen kommen.

⁴⁹ Vgl. BSK OR II-Liebi, Art. 654–656, N 71, m.w.H.

⁵⁰ Vgl. VT5 Angebotsprospekt, 98, wonach die Stammaktien der Gründer unter der Bedingung des Vollzugs der De-SPAC-Transaktion in Vorzugsaktien der VT5 Acquisition Company AG umgewandelt werden.

5. Nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion

a) Erweiterte Offenlegung von Management-Transaktionen

Auch in Bezug auf die Offenlegung von Management-Transaktionen (Art. 56 Abs. 2 KR) bestehen spezielle Regelungen für SPACs. Diese unterliegen wie Emittenten mit einer primären Kotierung an der SIX der grundsätzlichen Offenlegungspflicht solcher Transaktionen. Da die oberste Führungsetage eines Emittenten regelmässig gegenüber den Investoren über einen Informationsvorsprung verfügt, sollen durch die Offenlegung von diesen getätigten Transaktionen mehr Transparenz betreffend den Geschäftsgang des Unternehmens geschaffen werden. Im Fall einer SPAC haben jedoch regelmässig auch die Sponsoren und weiteren Gründer denselben Informationsvorsprung, da sie oftmals auch über der Öffentlichkeit nicht zugängliche Informationen betreffend die operative Tätigkeit der SPAC verfügen. Die Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen gilt deshalb auch für diese Personen (Art. 89k KR).

In zeitlicher Hinsicht dauert diese erweiterte Offenlegungspflicht auch nach dem Abschluss der De-SPAC-Transaktion an. Sie gilt bis ein Monat nach Ablauf der Lock-up-Periode (siehe unten, [III.5.b](#)); Art. 89p KR); danach unterliegen von den Sponsoren und Gründern getätigte Transaktionen nicht mehr der Offenlegungspflicht nach Art 56 KR. Die Dauer der erweiterten Offenlegungspflicht ist insofern sachgerecht, als während der Dauer des Lock-ups die Sponsoren und Gründer keine Transaktionen tätigen dürfen, und das Verhalten der Sponsoren und Gründer unmittelbar nach Ablauf der Lock-up-Periode den Investoren Rückschlüsse auf die Geschäftserwartungen der SPAC ermöglicht.

b) Lock-up-Vereinbarung

Art. 89h Abs. 5 KR sieht zwingend vor, dass die Gründer, Sponsoren sowie die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung der SPAC Lock-up-Vereinbarungen in Bezug auf eine Dauer von mindestens sechs Monaten nach dem Vollzug der De-SPAC-Transaktion einzugehen haben. Damit wird insbesondere der Ausnützung von Insiderwissen bzw. der Gefahr, dass Insider eine Transaktion zu günstig darstellen, um dann selbst bei erster Gelegenheit abzuspringen, entgegengewirkt⁵¹ Die De-SPAC-Transaktion wird dadurch

⁵¹ Vgl. Courvoisier/Reutter, 255.

auch einem normalen IPO etwas angeglichen, wo in der Praxis die durchführenden Banken solche Lock-up-Vereinbarungen verlangen (wobei dort die Aktionäre und Organe der Zielgesellschaft im Fokus stehen).

Zu beachten ist, dass Lock-up-Vereinbarungen nach ständiger Praxis der Offenlegungsstelle der SIX grundsätzlich eine offenlegungspflichtige Gruppe nach Art. 120 FinfraG begründen (vgl. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA⁵²).⁵³ Um die Transparenz insgesamt zu verbessern, unterliegen Lock-up-Gruppen jedoch gewissen Erleichterungen bei der Meldung. So müssen nicht alle Mitglieder offengelegt und damit auch nicht alle Änderungen im Bestand der Lock-up-Gruppe gemeldet werden. Vielmehr müssen nur diejenigen Mitglieder, die individuell die relevanten Schwellenwerte nach Art. 120 FinfraG über- oder unterschreiten, namentlich offengelegt und Änderungen im Bestand dieser gemeldet werden.⁵⁴ Im Gegenzug dafür müssen genaue Angaben zur Lock-up-Gruppe als Ganzes gemacht werden, wie die Dauer der Lock-up-Verpflichtung, welche der Gruppe zugrunde liegt, die Gegenpartei der Verpflichtung, die Art und Anzahl der von der Gruppe gehaltenen Beteiligungspapiere und -derivate, sowie der Gruppenvertreter.⁵⁵ Halten Mitglieder der Lock-up-Gruppe zusätzliche Beteiligungspapiere und -derivate, die nicht der Lock-up-Verpflichtung unterliegen, sind diese separat offenzulegen, sofern die relevanten Schwellenwerte nach Art. 120 FinfraG eine Meldepflicht unabhängig der Lock-up-Gruppe auslösen. So muss bspw. ein Sponsor einer SPAC, der mehr als 3% Vorzugsaktien an der SPAC hält, zum einen als Teil der Lock-up-Gruppe namentlich offengelegt werden, und zusätzlich eine separate Meldung für seine Warrants, die nicht der Lock-up-Verpflichtung unterliegen, erstatten, sofern diese unabhängig der Lock-up-Gruppe eine Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG auslösen. Die Offenlegung der Lock-up-Gruppe kann grundsätzlich im Prospekt erfolgen, wenn eine Ausnahme durch die Offenlegungsstelle gewährt wird;⁵⁶ dasselbe sollte auch gelten, wenn die Lock-up-Gruppe allein im Informationsdokument für die Investoren offengelegt wird.

⁵² Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2014 (FinfraV-FINMA, SR 958.111).

⁵³ Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle I/09 vom 7. April 2009 (Fassung vom 1. Februar 2022) – Hinweise zur Erfüllung der Meldepflicht bei einer Kapitalerhöhung und erleichterte Offenlegung von Lock-up-Gruppen, Ziff. 2.1.

⁵⁴ Mitteilung der Offenlegungsstelle I/09 vom 7. April 2009 (Fassung vom 1. Februar 2022), Ziff. 2.2, 2.3.

⁵⁵ Mitteilung der Offenlegungsstelle I/09 vom 7. April 2009 (Fassung vom 1. Februar 2022), Ziff. 2.3.

⁵⁶ Vgl. Mitteilung der Offenlegungsstelle I/09 vom 7. April 2009 (Fassung vom 1. Februar 2022), Ziff. 2.4 a.E.

c) Quartalsberichterstattung

Grundsätzlich hat das Informationsdokument die Geschäftsberichte der letzten drei Jahre der Zielgesellschaft zu enthalten (Art. 89m KR i.V.m. Art. 5 Abs. 4 Ziff. 1 lit. b Ziff. i RLSPAC; vgl. oben [III.4.a](#)), zumal die SPAC selbst vom Track-Record-Erfordernis befreit ist. Gibt es auch von der Zielgesellschaft keine Jahresrechnungen über die letzten drei Jahre, unterliegt die SPAC nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion einer erweiterten Berichterstattungspflicht, gemäss der sie während maximal zwei Geschäftsjahren quartalsweise Bericht zu erstatten hat (Art. 89n KR). Für andere Emittenten ist eine solche quartalsweise Berichterstattung hingegen freiwillig (vgl. Art. 50 Abs. 2 KR). Diese Regelung entspricht der Regelung für junge Unternehmen nach Art. 3 Abs. 1 lit. c RLTR, die noch nicht während drei Jahren bestehen. Solchen jungen Unternehmen kann eine Ausnahme vom Track-Record-Erfordernis gewährt werden (vgl. oben, [III.3.a](#)); bei Gewährung einer solchen Ausnahme unterliegen sie jedoch während max. zwei Jahren einer quartalsweisen Berichterstattung (Art. 25 RLTR). Dadurch werden die Anforderungen an die Information der Investoren im Zusammenhang mit der De-SPAC-Transaktion denjenigen Regeln angeglichen, die auch bei einer Kotierung der Zielgesellschaft gelten würden.

IV. Zusammenfassung und Fazit

Mit der Revision des KR hat die SIX die Grundlagen für künftige SPAC-Transaktionen geschaffen und damit eine wichtige Lücke im Vergleich zu anderen Jurisdiktionen geschlossen. Das revidierte KR bietet insgesamt vorteilhafte Rahmenbedingungen für die Kotierung von SPACs und einen Schutz der Investoren. Nach der Kotierung der ersten SPAC Ende 2021 an einer Schweizer Börse sind jedoch weitere SPAC-IPOs bisher ausgeblieben und trotz anfänglicher Planung nach dem Wissen der Autoren nicht weiter fortgeschritten. War noch 2021 im Ausland ein Boom von SPAC-Transaktionen zu beobachten, scheint die Schweiz mit den neu geschaffenen Rahmenbedingungen zu spät gekommen zu sein, um davon noch zu profitieren. So waren denn in der Schweiz bislang nur De-SPAC-Transaktionen mit ausländischen SPACs, welche eine Schweizer Zielgesellschaft erwerben wollten, zu beobachten.

In Anbetracht der inzwischen volatilen Märkte, dem Abflauen des SPAC-Booms in den USA und den EU und den allgemeinen wirtschaftlichen Unsicherheiten wird sich zeigen, ob sich eine SPAC-Struktur als Alternative zu einem traditionellen IPO oder privaten Exit für Gesellschaften in der Schweiz und im Ausland durchzusetzen vermag. Immerhin ist nun auch – verbessert

noch durch das neue, am 1.1.2023 in Kraft tretende Aktienrecht – ein angemessener rechtlicher Rahmen bereit, damit SPACs, die sich in der Schweiz kotieren lassen wollen, dies auch in einer längerfristigen Perspektive tun können.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR (Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH)), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Walter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009 (zit. Böckli (2009)).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich 2022 (zit. Böckli (2022)).
- Courvoisier Matthias, Kapitalmarktrecht, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), Wirtschaftsrecht 2022, Trends und Entwicklungen, Zürich 2022, 19 ff. (zit. Courvoisier, Kapitalmarktrecht).
- Courvoisier Matthias, SPACs aus Schweizer Sicht, SZW-RDSA 2021, 348 ff. (zit. Courvoisier, Schweizer Sicht).
- Courvoisier Matthias/Reutter Thomas, Investorenschutz bei SPACs in der Schweiz, Protection by Design only?, GesKR 2021, 249 ff.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Häusermann Daniel, Minderheitenschutz in der „Aktionärsdemokratie“, Vorschlag für eine dispositive „Mehrheit-der-Minderheit“-Regel in börsenkotierten Aktiengesellschaften, GesKR 2014, 210 ff.
- Kägi Urs, Abfindungsfusion – Grundlagen und aktuelle Fragen, in: Amstutz Marc/Müller Roland M./Hochreutener Inge (Hrsg.), Das Fusionsgesetz: Bewährungsprobe nach dem 8. Jahr, 47 ff. (zit. Kägi, Abfindungsfusion).
- Kägi Urs, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke, Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, Diss., Freiburg 2012 (zit. Kägi, Kapitalerhaltung).
- Kunz Peter V., Zu „Exit“ und „Voice“: Grundmechanismen des Minderheitenschutzes bzw. des Aktionärsschutzes, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI, Bern 2016, 18 ff.
- Layne Ramey/Lenahan Brenda, Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, Harvard Law School Forum on Corporate Governance am 6. Juli 2018, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>.
- Liebi Martin, Vorzugsaktien: Eine Darstellung nach gesellschaftsrechtlichen, bilanzierungsrechtlichen, steuerrechtlichen, rechtsgeschichtlichen, rechtsökonomischen, rechtsvergleichenden und corporate finance- Gesichtspunkten, Diss., Zürich 2008.
- Michel Heinzmann, Die Herabsetzung des Aktienkapitals, Diss., Freiburg 2004
- Reutter Thomas/Hammer Annina, Lediglich „Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen zum bedingten Kapital“? Bedingt zutreffend!, SZW 2021, 302 ff.

Sanwald Reto, Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Diss., Zürich 2009.
Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen,
Art. 620–659b OR, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürich 2016 (zit. ZK OR-Bearbeiter/in,
Art. XX, N YY).

Der Einsatz des Kapitalbands für Kapitalmarkttransaktionen

Matthias Courvoisier/Philip Spoerle*

Inhalt

I.	<u>Das Kapitalband</u>	114
1.	<u>Hintergrund und Funktionsweise des Kapitalbands</u>	114
2.	<u>Gesetzlicher Rahmen des Kapitalbands</u>	115
a)	<u>Umfangmässige Grenzen</u>	115
b)	<u>Referenzpunkt</u>	116
c)	<u>Zeitliche Grenzen und Ende des Kapitalbands</u>	117
d)	<u>Weitere Schranken</u>	118
3.	<u>Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands</u>	120
a)	<u>Kapitalherabsetzung mittels Aktienrückkauf</u>	120
b)	<u>Kapitalherabsetzung mittels Nennwertreduktion</u>	121
c)	<u>Herabsetzungsprozedere</u>	122
d)	<u>Kapitalherabsetzung zwecks Beseitigung einer Unterbilanz</u>	123
II.	<u>Verhältnis zwischen dem Kapitalband und dem bedingten Kapital</u>	123
1.	<u>Grundsätze zum Verhältnis</u>	124
2.	<u>Unklarheiten</u>	124
a)	<u>Bedingtes Kapital ausserhalb und innerhalb des Kapitalbands</u>	124
b)	<u>Ort der Regelung</u>	125
c)	<u>Wegfall der Unterlegung für ausgegebene Options- bzw. Wandelrechte</u>	126
III.	<u>Übergangsbestimmungen</u>	126
1.	<u>Grundsatzregelung</u>	126
2.	<u>Offene Punkte</u>	127
IV.	<u>Anwendungsbeispiele</u>	128
1.	<u>Wechsel zwischen Aktienkategorien</u>	128
2.	<u>Aktienleihfazilität bei Wandelanleihen</u>	131
3.	<u>Einsatz des Kapitalbands bei SPACs</u>	133
	<u>Literaturverzeichnis</u>	136

* Die Autoren bedanken sich bei Reto Seiler, M.A. HSG in Law and Economics für die wertvolle Unterstützung bei der Erstellung des vorliegenden Beitrags.

I. Das Kapitalband

I. Hintergrund und Funktionsweise des Kapitalbands

Das Kapitalband wird im neuen Aktienrecht, das am 1. Januar 2023 vollständig in Kraft treten wird¹, in den Artikeln 653s–653v des revidierten Obligationenrechts (revOR, SR 220) geregelt sein. Die grundlegende Bestimmung diesbezüglich findet sich in Art. 653s revOR. Demnach können die Statuten den Verwaltungsrat inskünftig ermächtigen, während einer Dauer von längstens fünf Jahren das Aktienkapital innerhalb einer Bandbreite – d.h. im Rahmen des sog. Kapitalbands – zu verändern.²

Das neue Rechtsinstitut des Kapitalbands hat seinen Ursprung 2001 in einem Expertenbericht zuhanden des Bundesamts für Justiz.³ Nach verschiedenen Iterationen von (Vor-)Entwürfen fand das Kapitalband schliesslich den Weg in die definitive Gesetzesfassung.⁴ Ziel der Einführung ist die Flexibilisierung der Kapitalbestimmungen sowie die Verbesserung der Rechtssicherheit, insbesondere im Hinblick auf die bisher lückenhafte Regelung der Kapitalherabsetzung.⁵

Das Kapitalband kombiniert die genehmigte Kapitalerhöhung gemäss den Artikeln 651–651a OR mit einer spiegelbildlichen genehmigten Kapitalherabsetzung, die nach geltendem Recht nicht vorgesehen ist.⁶ Konsequenterweise werden die geltenden Bestimmungen zur genehmigten Kapitalerhöhung aufgehoben, da die Bestimmungen im Kapitalband aufgehen.⁷ Das Kapitalband soll es den Gesellschaften ermöglichen, die Kapitalstruktur innerhalb der Grenzen flexibler zu strukturieren und so das Eigenkapital entsprechend den effektiven Bedürfnissen rasch und unkompliziert anzupassen.⁸ Das Rechtsinstitut zielt dabei insbesondere auch auf grössere – oftmals börsenkotierte –

¹ Siehe hierzu die Medienmitteilung des Bundesrats vom 2. Februar 2022, Aktienrecht: flexiblere Gründungs- und Kapitalvorschriften ab dem 1. Januar 2023.

² Siehe hierzu Art. 653s Abs. 1 revOR.

³ Siehe hierzu von der Crone, Teilrevision, 16 ff.

⁴ Von der Crone/Dazio, 506; hierzu auch von der Crone/Cathomas, 597 f.

⁵ Vgl. Botschaft des Bundesrates vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBI 2017, 399 ff., 435.

⁶ Von der Crone, Teilrevision, 16; vgl. auch BBI 2017, 435.

⁷ Von der Crone/Dazio, 506; BBI 2017, 435.

⁸ Von der Crone/Dazio, 506; BBI 2017, 435; siehe zur Notwendigkeit einer Flexibilisierung aus einer Corporate Finance-Perspektive auch von der Crone/Cathomas, 589 f. sowie generell Schenker, 171 f.

Gesellschaften ab, die ein erhöhtes Bedürfnis haben, kurzfristig zusätzliches Eigenkapital für die Durchführung von Unternehmensübernahmen oder andere Projekte zu generieren.⁹

Voraussetzung des Kapitalbands ist die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in die Gesellschaftsstatuten durch die Generalversammlung.¹⁰ Wurde das Kapitalband nicht bereits im Rahmen der Gründung der Gesellschaft geschaffen, erfordert die nachträgliche Einführung ein qualifiziertes Mehr von zwei Dritteln der vertretenen Aktienstimmen sowie der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.¹¹ Dieses Quorum entspricht der heutigen Regelung für die Einführung eines genehmigten oder bedingten Aktienkapitals.¹² Der Regelungsinhalt der entsprechenden Statutenbestimmung wird in Art. 653t revOR dargelegt.

2. Gesetzlicher Rahmen des Kapitalbands

Das Kapitalband kann nicht beliebig festgelegt werden. Vielmehr sieht das Gesetz zwingend eine umfangmässige und eine zeitliche Schranke vor. Sodann ist es möglich, dass die Generalsammlung weitere Begrenzungen beschliesst.¹³

a) Umfangmässige Grenzen

Die General- oder Gründerversammlung muss bei der Einführung des Kapitalbands festlegen, in welchem Umfang der Verwaltungsrat das Aktienkapital erhöhen und/oder herabsetzen darf.¹⁴ Die obere Grenze des Kapitalbands darf das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital um höchstens die Hälfte übersteigen. Die untere Grenze des Kapitalbands darf das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital höchstens um die Hälfte unterschreiten.¹⁵

Der Gesellschaft, bzw. der Generalversammlung steht ein gewisser Gestaltungsspielraum zur Verfügung, da das Gesetz lediglich die maximale Veränderung des Aktienkapitals nach unten und nach oben vorschreibt. So kann

⁹ Von der Crone, Aktienrecht, § 14 Rz. 692; siehe zu möglichen Anwendungsfällen auch Forstmoser/Küchler, Vorbemerkungen zu Art. 653s-653v OR, Rz. 16.

¹⁰ Von der Crone/Dazio, 507.

¹¹ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 revOR.

¹² Vgl. hierzu Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220).

¹³ Siehe hierzu auch Forstmoser/Küchler, Art. 653s OR, Rz. 10.

¹⁴ Art. 653s Abs. 1 revOR.

¹⁵ Art. 653s Abs. 2 revOR.

ohne Weiteres die Obergrenze des Kapitalbands tiefer bzw. die Untergrenze höher angesetzt werden als vom Gesetz zugelassen. Zudem kann in den Statuten auch lediglich ein einseitiges Kapitalband vorgesehen werden, wobei das keine Begrenzung auf blosse Kapitalerhöhungen darstellt, weil nach einer Erhöhung wieder eine Herabsetzung erfolgen kann. Die Begrenzung auf eine Erhöhungskompetenz wäre separat vorzusehen. Ein solches einseitiges Kapitalband entspricht abgesehen von der potenziell längeren Ermächtigungsdauer¹⁶ dem genehmigten Kapital nach geltendem Recht.¹⁷ Die in Art. 653t Abs. 1 Ziff. 4 revOR vorgesehene Angabe der Anzahl Aktien wäre angesichts der oberen Grenze an sich nicht erforderlich, solange nur eine Art Aktien besteht. Sie ist jedenfalls nicht als Begrenzung dahingehend zu verstehen, dass nach einer Kapitalherabsetzung im Kapitalband keine Erhöhung dieser Anzahl erfolgen würde. Bei einem Kapitalband, welches dem Verwaltungsrat die Möglichkeit einer „genehmigten Kapitalherabsetzung“ einräumt, ist die untere Grenze durch das Mindestkapital von CHF 100'000.- beschränkt.¹⁸

b) *Referenzpunkt*

Referenzpunkt für die obere und untere Grenze des Kapitalbands ist das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital.¹⁹ Bei der Berechnung der Grenzen gilt demnach das Stichtagsprinzip, das bereits unter dem geltenden Recht bei der genehmigten Kapitalerhöhung Anwendung findet.²⁰ Für Gesellschaften, die bei der Einführung des Kapitalbands über ein bedingtes Kapital verfügen, das im Rahmen von bestehenden Options- oder Wandelinstrumenten beansprucht wurde, ohne dass die jährlich erfolgende Eintragung in das Handelsregister bereits stattgefunden hat, bedeutet dies, dass die aus dem bedingten Kapital geschaffenen aber noch nicht eingetragenen Aktien für den Referenzpunkt des Kapitalbands nicht berücksichtigt werden.²¹

Entscheidend ist dabei ausschliesslich das Aktienkapital, welches zum Schaffungszeitpunkt im Handelsregister eingetragen ist²², d.h. zum Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses. Grundsätzlich sieht das Gesetz kein dyna-

¹⁶ Siehe hierzu unten, [I.2.c\)](#).

¹⁷ Das einseitige Kapitalband kann derweil auch den Verwaltungsrat lediglich zur Herabsetzung des Aktienkapitals innerhalb eines Kapitalbands ermächtigen, siehe hierzu von der Crone/Dazio, 508; siehe zur Kompetenz der Generalversammlung, die Ermächtigung des Verwaltungsrats beliebig einzuschränken auch Forstmoser/Küchler, Art. 653s OR, Rz. 10.

¹⁸ Von der Crone/Dazio, 508; Forstmoser/Küchler, Art. 653t OR, Rz. 6.

¹⁹ Art. 653s Abs. 2 revOR.

²⁰ Vgl. hierzu BBI 2017, 514.

²¹ Vgl hierzu auch Forstmoser/Küchler, Art. 653a OR, Rz. 4 f.

²² BBI 2017, 502.

misches Konzept vor, nach dem sich der Referenzpunkt bei zukünftigen Kapitalveränderungen miterhöhen bzw. mitvermindern würde. Eine Ausnahme hiervon besteht bei der nachträglichen Schaffung von bedingtem Kapital ausserhalb des Kapitalbands, in welchem Fall sich nach Art. 653v Abs. 2 die Grenzen und der entsprechende Referenzpunkt mitverschieben, sobald das aus dem bedingten Kapital geschaffene Kapital im Handelsregister eingetragen wird.

c) *Zeitliche Grenzen und Ende des Kapitalbands*

Als wichtige Abweichung zur geltenden Regelung zum genehmigten Kapital, welche eine Ermächtigungsdauer von maximal zwei Jahren statuiert, sieht das Gesetz beim Kapitalband in zeitlicher Hinsicht eine Begrenzung von längstens fünf Jahren vor, während derer der Verwaltungsrat ermächtigt ist, Kapitalveränderungen im Rahmen des Kapitalbands vorzunehmen.²³ Das Gesetz regelt allerdings weder den Beginn noch das Ende der Frist.

Aufgrund der Ausführungen in der Botschaft zur Aktienrechtsrevision ist davon auszugehen, dass für den Beginn der Ermächtigungsdauer der Statutenänderungsbeschluss der Generalversammlung massgeblich ist.²⁴ Dementsprechend beginnt die Frist vor der Anmeldung und der Eintragung der Statutenänderung in das Handelsregister oder der nachfolgenden Publikation des Geschäfts im Schweizerischen Handelsblatt. Dies ist insofern richtig, als der Statutenänderungsbeschluss bereits ab Beschlusszeitpunkt im Innenverhältnis Wirkung entfaltet. Es handelt sich allerdings um eine Abweichung zum Konzept beim genehmigten Kapital, dessen Wirkungsdauer erst im Zeitpunkt der Eintragung der statutarischen Grundlage in das Handelsregister beginnt.²⁵

Es dürfte zudem möglich sein, einen abweichenden Beginn der Fünfjahresfrist (z.B. im Sinne eines spezifischen Datums in der Zukunft) in den Statuten festzulegen, wobei ein solches Kapitalband nicht über den fünften Jahrestag nach der beschliessenden Generalversammlung hinausgehen kann. Aus unserer Sicht ist auch die abstrakte Formulierung des in der Zukunft liegenden Datums zulässig. Nicht möglich ist es jedoch, bereits vor dem Inkrafttreten der Gesetzesnovelle ein per Datum des Inkrafttretens wirksames Kapitalband in die Statuten aufzunehmen.

²³ Art. 653s Abs. 1 revOR.

²⁴ Vgl. hierzu BBI 2017, 435; so auch von der Crone/Dazio, 508 f.

²⁵ BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 651, N 5.

Das Kapitalband und damit die Ermächtigung des Verwaltungsrats endet entweder durch Zeitablauf oder durch einen entgegenstehenden Beschluss der Generalversammlung. Der Verwaltungsrat hat die Ermächtigung nach deren Ablauf aus den Statuten zu streichen.²⁶ Trotz dieser auf den ersten Blick klaren Formulierung kann es in der Praxis zu gewissen Unschärfen kommen. So stellt sich z.B. die Frage, ob der Verwaltungsrat kurz vor Ende des Kapitalbands noch eine Kapitalveränderung beschliessen kann, wenn deren Eintragung oder die Publikation im Schweizerischen Handelsamtsblatt erst nach dem Stichtag zu liegen kommt. Unseres Erachtens sollte für den Ablauf der Ermächtigung aus dem Kapitalband der Kapitalveränderungsbeschluss (d. h. der Durchführungsbeschluss bei der Kapitalerhöhung im Rahmen des Kapitalbands) massgebend sein, weil der Verwaltungsrat damit seine Ermächtigung ausgeschöpft hat. Denkbar wäre es allerdings auch, auf den Zeitpunkt des Feststellungsbeschlusses abzustellen.

Die Ermächtigung des Verwaltungsrats im Rahmen des Kapitalbands endet nicht nur durch Zeitablauf, sondern auch im Falle eines entgegenstehenden Beschlusses durch die Generalversammlung. Beschliesst die Generalversammlung, das Aktienkapital zu erhöhen, herabzusetzen oder dessen Währung zu ändern, fällt der Beschluss über das Kapitalband dahin.²⁷ Dessen ungeachtet ist es in solchen Fällen möglich, zusammen mit dem Kapitalerhöhungs- oder Herabsetzungsbeschluss gleichzeitig ein neues Kapitalband einzuführen (im gleichen oder in einem anderen Umfang)²⁸ bzw. das bestehende Kapitalband anpassend zu verlängern. Zudem ist es der Generalversammlung freigestellt, die Ermächtigung des Verwaltungsrats während der Dauer des Kapitalbands zu verändern. Fällt das Kapitalband dahin, ist unklar, welche Konsequenzen dies für auf der Basis des Kapitalbands ausgegebene Wandel- oder Optionsanleihen und ähnliche Instrumente hat. Darauf wird nachfolgend zurückzukommen sein.²⁹

d) Weitere Schranken

Sofern der Verwaltungsrat im Rahmen des Kapitalbands ermächtigt ist, das Aktienkapital der Gesellschaft herabzusetzen, muss die Gesellschaft zumindest der eingeschränkten Revision unterstehen.³⁰ Umstritten ist, ob auch

²⁶ Art. 653t Abs. 2 revOR; die Statuten müssen indessen das Enddatum der Ermächtigung explizit festhalten, vgl. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 2 revOR.

²⁷ Art. 653v Abs. 1 OR; siehe hierzu auch BBI 2017, 516.

²⁸ BBI 2017, 516.

²⁹ Siehe hierzu unten, [I.2.c](#).

³⁰ Art. 653s Abs. 4 OR.

bezüglich des Erfordernisses der eingeschränkten Revision das Stichtagsprinzip zur Anwendung gelangt oder ob während der gesamten Dauer des Kapitalbands zumindest eine eingeschränkte Revision der Jahresrechnung vorzunehmen ist. Richtigerweise dürfte bei einer Herabsetzungsermächtigung zwecks Verwirklichung des vom Gesetzgeber beabsichtigten Gläubigerschutzes eine Kapitalherabsetzung im Rahmen des Kapitalbands nur möglich sein, wenn zum Herabsetzungszeitpunkt Erfordernis der eingeschränkten Revision erfüllt ist. Wird nachträglich auf die eingeschränkte Revision mittels *Opting-out* verzichtet, steht das Kapitalband nicht mehr zur Herabsetzung des Aktienkapitals zur Verfügung.³¹

Schliesslich kann die Generalversammlung im Ermächtigungsbeschluss neben den von Gesetzes wegen bestehenden zeitlichen und umfangmässigen Schranken weitere Einschränkungen, Auflagen und/oder Bedingungen in den Statuten verankern.³² So kann das Kapitalband z.B. in verschiedene Tranchen unterteilt werden, wobei eine Tranche nur für bestimmte Zwecke (wie etwa Unternehmenskäufe oder Aktienplatzierungen) vorgesehen werden kann. Solche Vorgaben müssen besonders sorgfältig verfasst werden, weil eine Kapitalherabsetzung im Rahmen des Kapitalbands die Ermächtigung wieder auffüllt. Bei Kapitalherabsetzungen besteht eine Möglichkeit darin, solche nur dann zuzulassen, wenn sie mittels Aktienrückkaufen und anschliessender Vernichtung der Aktien stattfindet (Ausschluss von Nennwertherabsetzungen). Denkbar ist zudem eine Beschränkung der Zahl der Kapitalveränderungen. Zudem steht es der Generalversammlung frei, den Verwaltungsrat bei einzelnen Kapitalveränderungen umfangmässig oder zeitlich weiter einzuschränken. Die Ermächtigung des Verwaltungsrats kann schliesslich auch an bestimmte Bedingungen geknüpft werden, z.B. dass eine Kapitalherabsetzung nur und erst dann erfolgen darf, wenn das Aktienkapital zuvor um einen gewissen Betrag erhöht wurde.³³ Der Kreativität in der konkreten Ausgestaltung der statutarischen Ermächtigungsbestimmung sind kaum Grenzen gesetzt.

³¹ Der Vorentwurf sah zusätzlich eine generelle Einschränkung vor, wonach die Einführung eines Kapitalbands eine ordentliche oder eingeschränkte Revision der Gesellschaft voraussetzt, vgl. hierzu von der Crone/Cathomas, 597.

³² Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 revOR.

³³ Siehe zu den Bedingungen und Einschränkungen Büchler, Rz. 271 ff.; vgl. auch Gericke, Kapitalband 2008, 39 f.

3. Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands

Sieht das Kapitalband einer Gesellschaft die Ermächtigung zur Herabsetzung des Aktienkapitals vor, kann der Verwaltungsrat den Herabsetzungsprozess mittels entsprechendem Herabsetzungsbeschluss initiieren. Sofern die Generalversammlung zur Art der Kapitalherabsetzung keine Einschränkungen in den Statuten vorgesehen hat, steht es dem Verwaltungsrat frei, das Aktienkapitals mittels Aktienrückkäufen und der anschliessenden Vernichtung von Aktien oder auf Basis einer Nennwertreduktion durchzuführen.³⁴ Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass die Statutenbestimmung über das Kapitalband gemäss Art. 653t Abs. 1 Ziff. 4 revOR den Nennwert der Aktien enthalten muss. Nicht möglich ist dagegen, dass der Verwaltungsrat durch die Nennwertreduktion neue bzw. in den Statuten nicht vorgesehene Aktienkategorien schafft, ausser dies wäre bereits so vorgesehen. Folglich muss in aller Regel die Herabsetzung sämtliche Aktien einer bestimmten Kategorie von Beteiligungsrechten betreffen.

Der Verwaltungsrat hat im Rahmen des Herabsetzungsbeschlusses zu bestimmen, um welchen Nennbetrag (gegebenenfalls mit Angabe des maximalen Nennbetrags) die Kapitalherabsetzung erfolgen soll, ob die Herabsetzung mittels Rückkauf von Aktien und deren Vernichtung oder durch eine Nennwertreduktion erfolgt und wie der Herabsetzungsbetrag verwendet werden soll.³⁵ Obwohl sich die Statuten nicht zwingend zur Art und Weise der Kapitalherabsetzung aussern müssen, ist es in der Praxis dennoch empfehlenswert, klarzustellen, dass sowohl eine Herabsetzung durch Rückkauf und Vernichtung von Aktien als auch eine solche durch Nennwertreduktion möglich ist, sofern die Generalversammlung dem Verwaltungsrat diese Flexibilität einräumen will. Der Generalversammlung steht es derweil frei, die Art der Kapitalherabsetzung auf die eine oder andere Herabsetzungsart zu beschränken.³⁶

a) Kapitalherabsetzung mittels Aktienrückkauf

Bei der Kapitalherabsetzung mittels Aktienrückkauf und Vernichtung der entsprechenden Aktien bestehen gewisse Unklarheiten in Bezug auf die Beschränkung des Erwerbs eigener Aktien nach Art. 659 Abs. 2 revOR.³⁷ Nach dieser Bestimmung ist der Erwerb eigener Aktien auf 10 Prozent des im Han-

³⁴ Vgl. hierzu Schenker, 181 f.

³⁵ Siehe hierzu Büchler, Rz. 393 f.

³⁶ Siehe oben, [I.2.d\).](#)

³⁷ Es wurde versäumt, diesen Punkt im Gesetz zu adressieren, obwohl hinreichend darauf aufmerksam gemacht wurde, vgl. hierzu Gericke, Kapitalband 2014, 110 m.w.H.

delsregister eingetragenen Aktienkapitals beschränkt. Unter dem geltenden Recht ist anerkannt, dass diese Schwelle überschritten werden darf, wenn die Generalversammlung einen Beschluss über die Kapitalherabsetzung mittels Aktienvernichtung getroffen hat. Analog dürfte auch nach dem revidierten Aktienrecht zu verlangen sein, dass der Verwaltungsrat einen bindenden Beschluss betreffend die Durchführung der Kapitalherabsetzung zu fassen hat, bevor Aktienrückkäufe erfolgen, welche die Schwelle von Art. 659 revOR überschreiten.³⁸ Abzulehnen ist die in der Lehre teilweise vertretene Forderung, wonach der Verwaltungsrat innerhalb des Kapitalbands ganz grundsätzlich frei sein sollte, Aktien bis zum unteren Ende des Kapitalbandes zu erwerben.³⁹ Weder das revidierte Aktienrecht noch die Materialien liefern einen Hinweis auf eine Derogation von Art. 659 revOR durch die Bestimmungen des Kapitalbands.

b) *Kapitalherabsetzung mittels Nennwertreduktion*

Beschliesst der Verwaltungsrat eine Kapitalherabsetzung mittels Nennwertreduktion, ist nach der Durchführung der Kapitalherabsetzung auch die statutarische Grundlage des Kapitalbands anzupassen, da diese zwingend den Nennwert der Aktien sowie die maximale Anzahl der Aktien, auf welche das Aktienkapital im Rahmen des Kapitalbands maximal angepasst werden kann, beinhalten muss.⁴⁰

Durch die Möglichkeit, das Aktienkapital mittels Nennwertreduktion herabzusetzen und anschliessend das Kapital zu erhöhen, kann der Verwaltungsrat die Zusammensetzung des Aktionariats potenziell weitreichend beeinflussen.⁴¹ Es steht der Generalversammlung allerdings jederzeit zu, einer solcher Beeinflussung durch die Einschränkung der Ermächtigung des Verwaltungsrats oder der gänzlichen Aufhebung des Kapitalbands Einhalt zu gebieten.

³⁸ So auch Büchler, Rz. 487; Gericke, Kapitalband 2008, 42; von der Crone/Dazio, 517.

³⁹ Meyer, 229 f.; Werlen/Sulzer, 510; von der generellen Nichtanwendung der Schwelle nach Art. 659 Abs. 2 OR schien auch Böckli, 343, auszugehen.

⁴⁰ Art. 653t Abs. 1 Ziff. 1 und Ziff. 4 revOR.

⁴¹ Siehe zu den Gefahren für das Aktionariat Schenker, 170 ff.

c) *Herabsetzungsprozedere*

Das revidierte Aktienrecht verweist bei der Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands für die Regelungen zur Sicherstellung von Forderungen, zum Zwischenabschluss und zur Prüfungsbestätigung sinngemäss auf die Bestimmungen der ordentlichen Kapitalherabsetzung.⁴²

Basierend auf der statutarischen Ermächtigung hat der Verwaltungsrat in einem ersten Schritt einen Herabsetzungsbeschluss zu fällen, worin er die notwendigen Bestimmungen erlässt, soweit diese noch nicht durch den Ermächtigungsbeschluss geregelt wurden.⁴³

Sodann hat der Verwaltungsrat die Gläubigerinnen und Gläubiger mittels Schuldenruf nach Art. 653k revOR einmalig über das Sicherstellungsrecht zu informieren.⁴⁴ Die Gläubigerinnen und Gläubiger haben daraufhin 30 Tage Zeit, die Sicherstellung ihrer Forderungen zu verlangen. Die entsprechende Anmeldung der Forderung hat schriftlich unter Angabe des Betrags und des Rechtsgrundes der Forderung zu erfolgen.⁴⁵

Sollte um die Sicherstellung einer Forderung ersucht werden, kann die Gesellschaft nur auf die Sicherstellung verzichten, wenn sie die Forderung erfüllt oder der Nachweis erbracht wird, dass die Kapitalherabsetzung die Erfüllung der Forderung nicht gefährdet. Dies wird vermutet, wenn eine Prüfungsbestätigung vorliegt.⁴⁶

Sollte im Zeitpunkt des Herabsetzungsbeschlusses des Verwaltungsrats der Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurückliegen, so muss gemäss Art. 653l revOR eine Zwischenbilanz erstellt werden.

Nicht vollständig geklärt ist, ob zwischen dem Beschluss des Verwaltungsrats über die Kapitalherabsetzung und der Anmeldung der Herabsetzung beim Handelsregister ebenfalls maximal sechs Monate liegen dürfen, wie dies bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung ausserhalb des Kapitalbands gemäss Art. 653j Abs. 4 revOR der Fall ist. Unseres Erachtens findet diese Bestimmung sinngemäss auch auf die Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands

⁴² Art. 653u Abs. 3 revOR.

⁴³ Art. 653u Abs. 2 revOR; nach Art. 653n revOR ist dabei der Nennbetrag der Kapitalherabsetzung, die Art und Weise der Durchführung sowie die Verwendung des Herabsetzungsbetrags zu regeln.

⁴⁴ Mit dem revidierten Aktienrecht wird auf das Erfordernis eines dreimaligen Schuldenrufs verzichtet, vgl. BBI 2017, 506.

⁴⁵ Art. 653k Abs. 1 revOR.

⁴⁶ Art. 653k Abs. 3 revOR.

Anwendung, weshalb der Verwaltungsrat die entsprechende Frist von sechs Monaten einzuhalten hat. Der Grund ist, dass der Schuldenruf und die effektive Kapitalherabsetzung nicht zu weit auseinanderliegen dürfen, was mit der sechsmonatigen Begrenzung erreicht wird.

Sodann ist bei der Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands davon auszugehen, dass der Prüfer, welcher die Prüfungsbestätigung ausstellt, an der Verwaltungsratssitzung, an der über die Herabsetzung beschlossen wird, nicht anwesend sein muss, weil die Mitglieder des Verwaltungsrats aufgrund ihrer ausgedehnteren Rechte keiner entsprechenden Schutzvorschrift benötigen.⁴⁷

d) *Kapitalherabsetzung zwecks Beseitigung einer Unterbilanz*

Dient die Kapitalherabsetzung innerhalb des Kapitalbands der Beseitigung einer Unterbilanz, finden die Bestimmungen zur Sicherstellung, zum Zwischenabschluss, zur Prüfungsbestätigung und zu den Feststellungen des Verwaltungsrats keine Anwendung, wenn ein zugelassener Revisionsexperte bestätigt, dass der Betrag der Kapitalherabsetzung den Betrag der Unterbilanz nicht übersteigt.⁴⁸ Gleiches gilt bei einer Harmonika, d.h. einer Kapitalherabsetzung bei gleichzeitiger Erhöhung des Kapitals mindestens auf den vorher bestehenden Betrag.⁴⁹

Im Rahmen des Kapitalbands ist es jedoch nicht möglich, eine Kapitalherabsetzung auf null unter gleichzeitiger Wiedererhöhung des Aktienkapitals auf den Vorbetrag durchzuführen. Ursächlich hierfür ist, dass bei einer Herabsetzung auf null, wenn auch nur für eine logische Sekunde, die untere Grenze des Kapitalbands unterschritten würde.⁵⁰

II. Verhältnis zwischen dem Kapitalband und dem bedingten Kapital

Ein in der Literatur zum neuen Aktienrecht immer wieder diskutiertes Thema ist die Beziehung des Kapitalbands zum bedingten Kapital.⁵¹ Nachfolgend sollen deshalb die Grundsätze sowie die Unklarheiten dieses Verhältnisses aufgezeigt werden.

⁴⁷ Anders für die Generalversammlung: Art. 653m Abs. 2 revOR.

⁴⁸ Art. 653p revOR.

⁴⁹ Art. 653q Abs. 1 revOR.

⁵⁰ Von der Crone/Dazio, 513 f.

⁵¹ Siehe zum Ganzen Baum, 47 ff.; Gericke, Kapitalband 2014, 112.

1. Grundsätze zum Verhältnis

Das Gesetz sieht vor, dass innerhalb des Kapitalbands auch ein bedingtes Kapital geschaffen werden kann, welches für die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen, Optionen und ähnlichen Instrumenten verwendet wird. Dies ergibt sich unter anderem aus Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 revOR, worin die Möglichkeit vorgesehen wird, den Verwaltungsrat in den Statuten zu ermächtigen, das Kapital mit bedingtem Kapital zu erhöhen.

Wird ein solches bedingtes Kapital vorgesehen, hat dies zur Folge, dass ein Teil (oder das Ganze) Kapitalband für die Ausgabe von Wandel- oder Optionsrechten reserviert wird. Damit wird auch regelmässig der Spielraum des Verwaltungsrats für die Vornahme von (ordentlichen) Kapitalerhöhungen innerhalb des Kapitalbandes entsprechend reduziert.⁵² Zwingend ist dies allerdings nicht – so kann Ermächtigung durchaus flexibel ausgestaltet werden, indem dem Verwaltungsrat die Möglichkeit gegeben wird, das Kapitalband entweder für eine direkte Kapitalerhöhung zu verwenden oder im Rahmen des bedingten Kapitals Optionen oder Wandelrechte auszugeben.

2. Unklarheiten

Obwohl bereits im Zuge der Vernehmlassung zum Entwurf der Aktienrechtsrevision von 2007 verschiedentlich auf die Notwendigkeit der Klärung des Verhältnisses zwischen bedingtem Kapital und dem Kapitalband hingewiesen wurde,⁵³ bestehen trotz im Vergleich zum Vorentwurf verbessertem Gesetzeswortlaut noch verschiedene Unklarheiten.

a) Bedingtes Kapital ausserhalb und innerhalb des Kapitalbands

Eine Frage im Hinblick auf das Zusammenspiel zwischen bedingtem Kapital und Kapitalband stellt sich dahingehend, ob ein bedingtes Kapital gleichzeitig innerhalb und ausserhalb des Kapitalbands bestehen kann. Basierend auf dem revidierten Gesetzeswortlaut und den Materialien ist diese Frage zu bejahen.⁵⁴

⁵² Baum, 57.

⁵³ Vgl. hierzu Baum, 48, sowie der Bericht des Bundesamtes für Justiz vom 17. September 2015 zur Vernehmlassung zum Vorentwurf vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), Ziff. 4.1.9.

⁵⁴ Der Generalversammlung steht es frei, zusätzlich zum Kapitalband und damit ausserhalb desselbigen bedingtes Aktienkapital zu schaffen. Enthält die statutarische Grundlage des Kapitalbands der Gesellschaft zudem eine Ermächtigung zur Schaffung von bedingtem Kapital nach Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 revOR, so besteht gleichzeitig bedingtes Aktienkapital innerhalb und ausserhalb des Kapitalbands; vgl. hierzu Baum, 48 f.

Das revidierte Aktienrecht sieht in Art. 653v Abs. 2 revOR zudem explizit vor, dass sich bei einer nachträglichen Einführung von bedingtem Kapital ausserhalb des Kapitalbands durch die Generalversammlung und dessen Verwendung die untere und obere Grenze des Kapitalbands im Umfang der entsprechenden Kapitalerhöhung nach oben verschiebt. Wurde gleichzeitig innerhalb des Kapitalbandes ein bedingtes Kapital geschaffen, bedeutet dies, dass im Extremfall ein (kombiniertes) bedingtes Kapital im Umfang von 100 Prozent des bestehenden Aktienkapitals vorliegt. Sieht das Kapitalband keine Beschränkung in Bezug auf das „innere“ bedingte Kapital vor und ist gleichzeitig auch eine Herabsetzung im Kapitalband möglich, wird der Gestaltungsspielraum noch viel grösser: Beschliesst der Verwaltungsrat nämlich vorab eine Kapitalherabsetzung mit Nennwertreduktion bis auf die untere Grenze des Kapitalbands, hat er in der Folge über die nach wie vor vollständig bestehende Möglichkeit zur Erhöhung des Kapitals mittels Ausgabe von Wandel- oder Optionsrechten bis zum oberen Ende des Kapitalbandes plus der Verwendung des ausserhalb des Kapitalbands bestehenden bedingten Kapitals eine Flexibilität im Umfang von 300 Prozent.⁵⁵

b) *Ort der Regelung*

Aus dem Gesetz nicht hervor geht die Antwort auf die Frage, ob die Parameter bzw. die Grundlagen des bedingten Aktienkapitals direkt in die Statutenbestimmung zum Kapitalband integriert werden können oder ob es dem Verwaltungsrat möglich sein soll, das bedingte Kapital im Rahmen seiner Ermächtigung gemäss Kapitalband auszusondern und separat in den Statuten zu verankern. In der Literatur zu den Vorentwürfen der Gesetzesnovelle scheint der zweite Ansatz von verschiedenen Autoren vertreten zu werden.⁵⁶

Aus unserer Sicht ist das bedingte Kapital innerhalb des Kapitalbands grundsätzlich in die Statutenbestimmung zum Kapitalband zu integrieren. Es sollte allerdings zulässig sein, dem Verwaltungsrat im Rahmen des Kapitalbands die Kompetenz zukommen zu lassen, den Weg einer Ausgliederung in eine separate Statutenbestimmung zu wählen. Letzteres kann insbesondere mit Blick auf den späteren Wegfall des Kapitalbands sinnvoll sein.

⁵⁵ Siehe allgemein zur Problematik des Zusammenspiels zwischen dem Kapitalband und einer bedingten Kapitalerhöhung ausserhalb des Kapitalbands Baum, 49 f.

⁵⁶ So etwa Gericke, Kapitalband 2008, 40; Baum, 57.

c) Wegfall der Unterlegung für ausgegebene Options- bzw. Wandelrechte

Wird das geschaffene bedingte Kapital in die Statutenbestimmung zum Kapitalband integriert, ist unklar, welche Konsequenzen der Wegfall des Kapitalbandes durch Ablauf der Fünfjahresfrist oder durch die Vornahme einer ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung auf Options- bzw. Wandelrechte hat, welche auf der Basis dieses bedingten Kapitals ausgegeben wurden.

Unseres Erachtens ist diesbezüglich der Auffassung zu folgen, wonach die allgemeine Bestimmung zum bedingten Kapital gemäss Art. 653i revOR auch auf das bedingte Aktienkapital innerhalb des Kapitalbands Anwendung findet.⁵⁷ Diese Bestimmung sieht vor, dass die Statutenbestimmung über das bedingte Kapital nur aufgehoben oder angepasst werden kann, wenn (a) die Wandel- oder Optionsrechte erloschen sind, (b) keine Wandel- oder Optionsrechte eingeräumt worden sind oder (c) alle oder ein Teil der Berechtigten auf die Ausübung der ihnen eingeräumten Wandel- oder Optionsrechte verzichtet haben und – zusätzlich – ein zugelassener Revisionsexperte den Sachverhalt schriftlich bestätigt hat.

Folgt man dieser Auffassung, ist die Schaffung von bedingtem Kapital innerhalb der Bestimmung zum Kapitalband gegenüber einem bedingten Kapital ausserhalb des Kapitalbands nicht schlechter gestellt. Es dürfte aber zu fordern sein, dass nach Ablauf der Laufzeit oder dem sonstigen Untergang des Kapitalbands keine neuen Wandel- oder Optionsrechte mehr ausgegeben werden dürfen. In diesem Punkt unterscheidet sich das bedingte Kapital innerhalb des Kapitalbands von demjenigen ausserhalb des Kapitalbands, welches grundsätzlich eine offene Laufzeit hat.⁵⁸

III. Übergangsbestimmungen

I. Grundsatzregelung

Gesellschaften müssen ihre Statuten innerhalb einer Frist von zwei Jahren ab Inkrafttreten den neuen gesetzlichen Gegebenheiten anpassen. Alte Statutenbestimmungen, welche nicht mehr mit dem neuen Recht vereinbar sind, gelten nach Ablauf dieser Frist nicht mehr.⁵⁹

⁵⁷ So bereits Isler/Zindel, 93; gl. M. Baum, 57 f.; von der Crone/Dazio, 512 f.

⁵⁸ Siehe zum Ganzen von der Crone/Dazio, 512 f.

⁵⁹ Art. 2 Obligationenrecht (Aktienrecht), Übergangsbestimmungen zur Änderung vom 19. Juni 2020, BBl 2020, 5629 ff. (AS 2020, 4061 ff.) (zit. ÜBest OR).

Besteht zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Gesetzesnovelle bereits ein genehmigtes oder ein bedingtes Kapital, so gilt für diese bis zum Ablauf der Ermächtigungsdauer das bisherige Recht. Die Beschlüsse der Generalversammlung können allerdings nach dem 1. Januar 2023 weder verlängert noch abgeändert werden.⁶⁰ Dementsprechend kann ab diesem Zeitpunkt auch kein genehmigtes Kapital mehr geschaffen werden. Da das genehmigte Kapital nach geltendem Recht mit einer Frist von längstens zwei Jahren eingeführt werden kann, wäre es theoretisch für einen Zeitraum von fast zwei Jahren nach Inkrafttreten der Aktienrechtsrevision noch möglich, neben dem Kapitalband ein altrechtliches genehmigtes Kapital zu führen. Demgegenüber gilt das altrechtliche bedingte Kapital so lange, bis es aufgebraucht ist, da es keiner zeitlichen Beschränkung unterliegt.

2. Offene Punkte

Gerade im Hinblick auf das (befristete) Fortbestehen des altrechtlichen bedingten und genehmigten Kapitals scheinen verschiedene Fragen noch nicht hinreichend geklärt.

Mit dem Fortbestehen eines altrechtlichen bedingten Kapitals ist unklar, ob sich bei einer entsprechenden Kapitalerhöhung die untere und obere Grenze eines neuen Kapitalbands nach oben anpasst, wie dies in Art. 653v Abs. 2 revOR für das bedingte Kapital nach dem revidierten Aktienrecht gilt. Dies wäre zu begründen, ist sich doch die Generalversammlung bei der Einführung des Kapitalbands der Existenz eines altrechtlichen bedingten Kapitals bewusst.

In der Praxis wird sich zudem die Frage stellen, ob ein altrechtlich bestehendes bedingtes Kapital und ein neurechtliches bedingtes Kapital innerhalb des Kapitalbands zusammen für die Unterlegung von Kapitalmarktinstrumenten verwendet werden können. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil z. B. die Vorschriften über die Form der Ausübungserklärung im revidierten Aktienrecht nach Art. 653e revOR gelockert wurden, wohingegen auf das altrechtliche bedingte Kapital noch die altrechtlichen Bestimmungen und damit die strengeren Formvorschriften zur Anwendung gelangen.⁶¹

⁶⁰ Art. 3 ÜBest OR.

⁶¹ Das geltende Recht sieht nach Art. 653e Abs. 1 OR eine schriftliche Erklärung vor, welche auf die Statutenbestimmung über die bedingte Kapitalerhöhung hinweist, wohingegen der revidierte Gesetzeswortlaut auf das Schriftlichkeitserfordernis verzichtet, vgl. hierzu auch BBI 2017, 503.

Letztlich ist auch unklar, ob die Gesellschaft bei Vorhandensein eines altrechtlichen genehmigten Kapitals überhaupt die Einführung eines Kapitalbands beschliessen kann. Einzelne Autoren verneinen dies mit dem Argument, dass das Kapitalband konzeptionell die genehmigte Kapitalerhöhung ersetze und sich die beiden Rechtsinstitute damit gegenseitig ausschliessen.⁶² Diese Auffassung findet jedoch weder im Gesetz noch in den Gesetzesmaterialien eine Stütze, weshalb es unseres Erachtens zulässig sein sollte, bis zum Auslaufen des genehmigten Kapitals gleichzeitig ein Kapitalband einzuführen.

IV. Anwendungsbeispiele

1. Wechsel zwischen Aktienkategorien

Verschiedene kotierte Gesellschaften verfügen heute noch über zwei Aktienkategorien, sogenannte Stimmrechtsaktien und Stammaktien. Meistens sind lediglich die Aktien mit dem höheren Nennwert kotiert. Ob eine solche Struktur gut oder schlecht ist, lässt sich kaum für jede Gesellschaft gleich beantworten. Fest steht jedenfalls, dass es durchaus ein Bedürfnis von Stimmrechtsaktionären geben kann, Stimmrechtsaktien in meistens liquidere Stammaktien zu tauschen. Bislang waren dazu jeweils ziemlich aufwändige Prozesse erforderlich, die auf eine Generalversammlung zeitlich abgestimmt werden mussten,⁶³ weil diese über die Umwandlung einer bestimmten Anzahl Stimmrechtsaktien, deren Umwandlung nachgesucht wurde, abstimmen musste. Unzulässig war dagegen das, was eine im Kanton Zug ansässige kotierte Gesellschaft in den frühen 2000er Jahre einmal in ihren Statuten eingeführt hatte, nämlich die Möglichkeit der Aktionäre, Stimmrechtsaktien gegen Stammaktien zu tauschen mit der Möglichkeit des Verwaltungsrats, die Statuten dann jeweils anzupassen.

Das Kapitalband bietet nun aber genau diese Möglichkeit, Aktienkategorien in einem relativ einfachen Prozess zu tauschen. Konkret kann im Rahmen des Kapitalbands einerseits ein bedingtes Kapital und anderseits die Möglichkeit zur Vornahme einer Kapitalherabsetzung vorgesehen werden. Soll nun ein Aktientausch stattfinden, werden die neu auszugebenden Aktien aus dem bedingten Kapital geschaffen und die zurückgenommenen (getauschten) Aktien durch den Verwaltungsrat im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet. Der Vorgang lässt sich anhand eines Beispiels wie folgt darstellen:

⁶² So etwa Büchler, Rz. 250; von der Crone/Dazio, 517.

⁶³ Vgl. etwa Verfügung 684/01 der Übernahmekommission vom 7. März 2018 betreffend Zug Estates Holding AG.

- Jedem Stimmrechtsaktionär wird das Recht eingeräumt, der Gesellschaft eine Anzahl (Stimmrechts-)Aktien zu verkaufen, die mindestens dem Nennwert einer ganzen Anzahl zu erwerbenden (Stamm-)Aktien entspricht. Im Rahmen des Verkaufs erhält der verkaufende Stimmrechtsaktionär einen Anspruch auf Zahlung des Nennwerts für die verkauften Aktien und das sofort auszubügende Recht (und die Pflicht), die zu erhaltenen Aktien aus dem bedingten Kapital zu beziehen, und zwar durch Liberierung mit dem eben erhaltenen Anspruch auf Erhalt des Nennwerts der verkauften Aktien. Verfügt z.B. ein Aktionär über 100 Stimmrechtsaktien mit einem Nennwert von je CHF 1'000, dann kann er diese an die Gesellschaft verkaufen und erhält er im Gegenzug einen Anspruch auf CHF 100'000 und das Recht und die Pflicht, 10 Stammaktien mit Nennwert von je CHF 10'000 gegen Verrechnung mit dem Anspruch auf Erhalt der CHF 100'000 zu beziehen. Um Kleinstgeschäfte zu vermeiden, ist es sinnvoll, ein Minimum an zu liefernden Aktien festzulegen, das aber so zu setzen ist, dass es nicht prohibitiv ist. Dafür bietet Art. 653t 1 Ziff. 3 OR eine Möglichkeit, wobei diese Bestimmung nach der hier vertretenen Auffassung diese Frage zur Entscheidung mit bestimmten Vorgaben auch an den Verwaltungsrat delegieren kann.
- Das Bezugsrecht der Aktionäre wird gemäss Art. 653t 1 Ziff. 7 OR ausgeschlossen, damit sichergestellt werden kann, dass nur diejenigen Stimmrechtsaktionäre Aktien aus dem bedingten Kapital erhalten, die die einzutauschenden Aktien einliefern.
- Der Verwaltungsrat macht den Aktionären die Tauschmöglichkeit bekannt und beschliesst, dass das bedingte Kapital im Kapitalband mit den Rechten auf und den Pflichten zum Bezug von Aktien verknüpft wird, die ein Aktionär erhält, wenn er seine Aktien im Rahmen des Programms an die Gesellschaft verkauft.

Weil es sich um ein Tauschanagebot der Gesellschaft an ihre Aktionäre handelt, aber das UEK-Rundschreiben Nr. 1 über Rückkaufprogramme nicht voll eingehalten werden kann, ist eine Verfügung der Übernahmekommission zum Programm erforderlich. Dies gilt auch dann, wenn die zurück zu verkaufenden Aktien nicht kotiert sind, jedoch die auszugebenden Aktien.⁶⁴ Kapitalmarktrechtlich ebenfalls erforderlich ist die formelle Kotierung der Aktien, die aus dem bedingten Kapital entstehen sollen, so dass diese sofort kotiert sind, wenn sie geliefert werden. Der Nachtrag erfolgt dann aufgrund der monatlichen Meldung an die Börse.

⁶⁴ Vgl. Verfügung 684/01 der Übernahmekommission vom 7. März 2018 betreffend Zug Estates Holding AG, Rz. 1 ff.

Im Zusammenhang mit dem Wechsel zwischen Aktienkategorien gibt es einzelne offene und daher sorgfältig vorgängig zu klärende Fragen.

Aus Steuersicht ist zu beurteilen, ob der Umtausch steuerneutral vorgenommen werden kann. Das müsste eigentlich der Fall sein, weil gleiche Werte getauscht werden und weil über die Emissionsabgabe erst am Ende des Kapitalbandes abgerechnet wird. Gleichwohl dürfte es sich lohnen, diese Frage vorgängig mit den zuständigen Steuerbehörden in einem Ruling-Prozess zu klären.

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht stellt sich die Frage, ob der beschriebene Vorgang eine Harmonika gem. Art. 653q Abs. 1 OR darstellt und somit die Bestimmungen über den Gläubigerschutz, den Zwischenabschluss, die Prüfungsbestätigung und die Feststellungen des Verwaltungsrates keine Anwendung finden. Dagegen spricht wohl der Wortlaut von Abs. 2 der zitierten Bestimmung, der auf die Anwendbarkeit der Bestimmungen über das ordentliche Kapital verweist. Allerdings darf ohne Zwang davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber an den vorliegenden Fall nicht gedacht hat. Unter Berücksichtigung des Sinn und Zwecks der Norm kann konstatiert werden, dass im vorliegend beschriebenen Fall kein Bedürfnis nach Einhaltung dieser Schutzzvorschriften besteht. Die Gleichzeitigkeit ist mit dem beschriebenen Prozess auch gewahrt, selbst wenn der Verwaltungsrat den Herabsetzungsbeschluss später fällt. Zu verlangen ist aber, dass die Statutenänderung infolge Kapitalerhöhung aus dem bedingten Kapital und Kapitalherabsetzung gleichzeitig angemeldet werden, damit es dem Handelsregisteramt möglich ist, die geforderte Gleichzeitigkeit zu prüfen und festzustellen. Würde dies vom Handelsregisteramt nicht akzeptiert, könnte man theoretisch die Gleichzeitigkeit auch durch Terminierung der Rechteausübung jeweils auf den nächsten Herabsetzungsbeschluss des Verwaltungsrats festlegen. Das wäre aber eine unnötige Behinderung des Vorgangs, weil es die Lieferung der Aktien an den interessierten Aktionär verzögern würde.

Ebenfalls stellt sich die Frage, ob es zulässig ist, für den Wechsel zwischen Aktienkategorien eine separate Kapitalbandbestimmung zu schaffen. Konzeptionell ist dies im Gesetz nicht vorgesehen, weil es nicht möglich ist eine untere und eine obere Grenze des Kapitalbands bei mehreren Kapitalbändern festzulegen. Ebenfalls fehlt es an einer analogen Bestimmung zu Art. 653g Abs. 2 OR, die die Änderung der Grenzen des Kapitalbands vorsieht, wenn eine Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital (ausserhalb des Kapitalbands) im Handelsregister eingetragen wird. Die Frage scheint noch nicht geklärt. Immerhin ist es möglich, verschiedene Unterbestimmungen im Kapitalband vorzusehen, die faktisch gleich wirken wie eine separate Kapitalbandbestimmung.

Wenn dann aber zum Beispiel gleichzeitig ein dem heutigen bedingten Kapital nachempfundenes Recht des Verwaltungsrats zur Ausgabe von Aktien eingeführt wird, das frühzeitig verbraucht wird und daher wieder aufgefüllt werden soll, bevor das Programm zum Kategorienwechsel abgelaufen ist, stellt sich die Frage, wie damit aus steuerlicher Sicht umgegangen wird – ist das bereits das Ende des (ganzen) Kapitalbands oder nicht? Eine bislang auch in der Literatur völlig offene Frage. Eine Lösung wäre es allenfalls, verschiedene Kapitalbänder über eine Bestimmung zu koordinieren, die das Maximum und das Minimum für alle gemeinsam festlegen. Die einzelnen Kapitalbänder wären dann Ermächtigungen in diesem grösseren Rahmen. Eine solche Lösung wäre sinnvoll und entspräche auch dem Konzept des „authorized capitals“ in anderen Jurisdiktionen.

Schliesslich stellt sich die Frage, ob Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 OR wirklich ein bedingtes Kapital im Kapitalband meint oder nicht eher die Ermächtigung des Verwaltungsrats vorsieht, ein bedingtes Kapital aus dem Kapitalband heraus zu schaffen.⁶⁵ Letzteres würde das hier beschriebene Vorgehen nicht verunmöglichen, aber insofern erschweren, als dass der Verwaltungsrat wohl häppchenweise bedingtes Kapital aus dem Kapitalband schaffen würde, denn es macht am Ende des Kapitalbands keinen Sinn, noch ein solches bedingtes Kapital in den Statuten übrig zu haben, weil sich die Kapitalherabsetzungs- und Kapitalerhöhungsermächtigung ergänzen. Gerade dieses Beispiel zeigt, dass das bedingte Kapital im Kapitalband etwas Besonderes ist und anderen Zwecken dient als das bedingte Kapital ausserhalb des Kapitalbands.

2. Aktienleihfazilität bei Wandelanleihen

Wandelanleihen kotierter Gesellschaften sind Instrumente vor allem für professionelle Investoren. Ein grosser Teil dieser professionellen Investoren hat das Bedürfnis ihre Position in der Wandelanleihe abzusichern und damit das Aktienrisiko aus der Wandelanleihe zu entfernen. Zu diesem Zweck leihen sie sich eine Anzahl Aktien aus, die diesem Risiko im Zeitpunkt der Absicherung entspricht und verkaufen sie im Markt. Die Investoren passen ihre Position regelmässig an, weil sich das sogenannte Aktienexposure mit der Wahrscheinlichkeit, dass die Wandelanleihe gewandelt wird, verändert. Die Ausleihe solcher Aktien ist nicht gratis, sondern erfolgt gegen Zahlung einer Gebühr. Bei Wandelanleihen, die im Verhältnis zum Kapital der Gesellschaft relativ gross sind, kann es für die Anleihegläubiger teuer oder schwierig sein, eine entsprechende Anzahl Aktien auszuleihen. Im besten Fall führt das zu einer Verteue-

⁶⁵ Vgl. dazu oben, II.2.b).

rung der Wandelanleihe, d.h. die Gesellschaft muss einen höheren Zins zahlen oder einen tieferen Wandelpreis hinnehmen. Im schlimmsten Fall ist eine Wandelanleihe auszugeben überhaupt nicht möglich.

Bislang war es zwar möglich, einen Bestand an eigenen Aktien aus dem bedingten oder genehmigten Kapital zu schaffen, den man für die Ausleihung verwenden kann. Solange am Ende der Wandelanleihe die Wandelrechte im Geld sind und daher ausgeübt werden, ist das erträglich, weil die ausgeliehenen Aktien dann bei der Ausübung der Wandelrechte geliefert werden können. Wenn die Wandelrechte aber nicht im Geld sind, verbleiben die Aktien als eigene Aktien und müssen im schlimmsten Fall in einer Kapitalherabsetzung vernichtet werden. Die Stempelabgabe wurde allerdings bereits entrichtet. Aber auch wenn die Wandelanleihe im Geld endet, ist die Lösung nicht ideal, denn es gibt immer wieder Zeiträume, während derer die Investoren die Aktienleihfazilität nur wenig nutzen. Dann hat die Gesellschaft während dieser Zeiträume eigene Aktien ausstehend, obgleich dies nicht nötig wäre. Das kann sie bei anderen Kapitalmassnahmen behindern, wie etwa beim Kauf eigener Aktien zum Zwecke der Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.

Das Kapitalband kann nun gerade hier eingesetzt werden, um eine Aktienleihfazilität zu schaffen, die erhöht und auch reduziert werden kann. Um das Kapitalband für diesen Vorgang zu nutzen, muss die Möglichkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts für die Zwecke der Schaffung einer Aktienleihfazilität gem. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7 OR in der Bestimmung über das Kapitalband vorgesehen werden. Ebenso muss die Möglichkeit der Kapitalherabsetzung geschaffen werden. Es ist möglich, für die Zwecke der Aktienleihfazilität Einschränkungen gem. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 OR vorzusehen, so namentlich die betragsmässige Begrenzung der Verwendung für die Aktienleihfazilität und für andere Zwecke. Es ist sinnvoll, die Möglichkeit vorzusehen, die erforderlichen Aktien aus einer Ermächtigung zur Kapitalerhöhung und aus bedingtem Kapital im Kapitalband zu schaffen. Gerade Letzteres bietet im Kapitalmarktfeld durch die Möglichkeit der formellen Kotierung eine grössere Flexibilität.

Der grösste Nachteil der skizzierten Lösung ist, dass das Kapitalband gem. Art. 653s Abs. 1 OR auf eine Dauer von fünf Jahren beschränkt ist und in vielen Fällen vor einer Ausgabe einer Wandelanleihe keine Generalversammlung stattfindet, so dass die Frist faktisch noch kürzer wird. Das schliesst allerdings die Verwendung des Kapitalbands für die Aktienleihe nicht aus. Die Gesellschaft hat lediglich sicherzustellen, dass rechtzeitig ein weiteres Kapitalband von der Generalversammlung geschaffen wird, um die Aufgabe des bisherigen Kapitalbands zu übernehmen, sofern man es als zulässig erachtet, verschiedene Kapitalbänder parallel laufen zu lassen. Bei der Übernahme der

Aufgabe vom alten Kapitalband werden die Aktien aus dem neuen Kapitalband ausgegeben und im alten Kapitalband vernichtet. Die Generalversammlung dürfte diesem Vorgehen zustimmen, da auf diese Weise die Emissionsabgabe entfällt, wenn später keine Wandlung erfolgt. Sollte es nicht zulässig bzw. möglich sein, Kapitalbänder überlappend laufen zu lassen, käme nur der Rückruf und die Wiederausgabe innerhalb kurzer Frist in Frage. Ob dies für die Investoren akzeptabel ist, bleibt abzuwarten.

Unklar bei dieser Lösung ist auch, wie die Börse damit umgeht, dass das Kapital sich erhöhen und wieder senken kann. Die bisherige formelle Kotierung sieht keine Wiedererhöhung des formell kotierten Kapitals vor, wenn eine autorisierte Kapitalherabsetzung erfolgt.

In jedem Fall wird bei der Kapitalherabsetzung bei der Aktienleihfazilität der Gläubigerschutz und werden die anderen Vorschriften zu beachten sein, da in diesem Fall keine Harmonika im Sinne von Art. 653q OR vorliegt. Immerhin ist die Kapitalherabsetzung unter neuem Recht insofern einfacher, als dass die Forderungsanmeldungen aufgrund von Art. 653k OR kaum zu einer Sicherstellung führen werden. Wichtig ist aber, die Kapitalherabsetzung zeitlich sauber zu planen, denn wenn sie bei der Ablösung eines Kapitalbands oder am Ende des Kapitalbands erfolgen soll, muss dies jeweils vor Ablauf abgeschlossen sein, damit die Emissionsabgabe eingespart werden kann.

3. Einsatz des Kapitalbands bei SPACs

Special Purpose Acquisition Companies, sogenannte SPACs, sind eine Erscheinung, die bereits vor einigen Jahrzehnten in den USA erstmals auftraten. Ihr Zweck besteht darin, Gelder einzusammeln, um dann eine Akquisition innert vorgegebener Zeit, meistens zwei bis drei Jahre, vorzunehmen. Gelingt die Akquisition nicht, ist das Geld zu retournieren. Bei der Akquisition haben die Aktionäre meistens die Möglichkeit, auszuscheiden und ihre Aktien zu retournieren. Diese Struktur hat denn in den USA oft dazu geführt, dass ein grosser Teil der Investoren der SPACs Hedgefonds sind, die bei der Akquisition austreien, während diese durch Privatplatzierungen finanziert werden muss. In der Schweiz hat die SIX Swiss Exchange Regeln für SPACs geschaffen und es ist auch ein erster SPAC an der SIX Swiss Exchange kotiert worden.

SPACs haben allerdings unter Schweizer Recht einen nicht zu unterschätzenden Nachteil, was das Interesse an SPACs in der Schweiz erheblich reduziert. SPACs müssen, wie jede andere Aktiengesellschaft auch, bei der Ausgabe von Aktien 1% Stempelabgabe abliefern. Das ist ein durchaus relevanter Betrag, wenn man bedenkt, dass ggf. alle diese Aktien zurückgegeben werden. Investoren erwarten dann auch, dass dieser Betrag von den sogenannten Sponsoren

bzw. Gründern aus den Beträgen gedeckt wird, die an sich für die Kosten des IPO und der Akquisition vorgesehen sind. Bei einem SPAC mit Drittinvestoren von CHF 200 Millionen belaufen sich die von den Gründern und Sponsoren aufzubringenden Beträge für diese Zwecke auf ca. CHF 10 Millionen. Ein Fünftel würde also auf die Deckung der Emissionsabgabe entfallen. Ein weiteres Problem ist die Notwendigkeit der Umwandlung der Sponsorenaktien bzw. Gründeraktien in Investorenaktien, wenn die Akquisition stattfindet. Diese Umwandlung ist, wie bereits beim Wechsel zwischen Aktienkategorien gesehen,⁶⁶ von der Generalversammlung zu beschliessen. Ein weiteres Problem ist, dass die Herabsetzung des Kapitals bei der Rückgabe von Aktien der Investoren einen Generalversammlungsbeschluss erfordert.

Diese Probleme würde sich mit dem Kapitalband lösen lassen, hätte die Eidgenössische Steuerverwaltung das Kapitalband nicht ganz erheblich erschwert. Dies kann durch folgendes Beispiel illustriert werden:

- Es wird eine SPAC, die ein Investorenkapital von CHF 200 Millionen anstrebt, mit einem Aktienkapital von CHF 5 Millionen bestehend aus 5 Millionen Aktien mit einem Nennwert von CHF 1.00 pro Aktie gegründet, wobei jede Aktie zu CHF 2.00 ausgegeben wird. Gleichzeitig wird ein Kapitalband mit einer Obergrenze von CHF 7.5 Millionen zur Ausgabe von Investorenaktien mit einem Nominalwert von je CHF 0.10 geschaffen. Ebenso wird eine Untergrenze eingefügt, die eine Kapitalherabsetzung bis auf CHF 2.5 Millionen erlaubt. Innerhalb des Kapitalbands wird auch ein bedingtes Kapital vorgesehen, das die Warrants zum Erwerb von Investorenaktien abdecken kann, die erst nach der Akquisition ausgeübt werden können. Die Anzahl Warrants beläuft sich auf zwischen 1/3 und 1/2 der ausgegebenen Investorenaktien. In unserem Beispiel beläuft sich die Anzahl Warrants auf zwischen 6.6 und 10 Millionen, wobei jeder Warrant zum Erwerb einer Investorenaktie mit Nennwert CHF 0.10 berechtigt.
- Die Investorenaktien werden beim IPO des SPAC aus dem Kapitalband zu einem Ausgabepreis von CHF 10.00 pro Aktie ausgegeben. So ist es möglich, 20 Millionen Aktien mit einem Nominalwert von je CHF 0.10 auszugeben und CHF 200 Millionen aufzunehmen. Die Emissionsabgabe wird auf diesen CHF 200 Millionen erst fällig, wenn das Kapitalband endet. Dies ermöglicht es, bei einer Liquidation des SPAC sowie bei der Rückgabe von Aktien bei der Akquisition die Emissionsabgabe einzusparen und erst auf dem finalen Kapital zu zahlen. Damit kann die Emissionsabgabe als Aufwand im

⁶⁶ Vgl. dazu oben, IV.1.

Zuge der Akquisition behandelt werden. Eine Tragung durch Sponsoren und Gründer als Teil der investierten CHF 10 Millionen entfällt in einer solchen Konstellation.

- Bei einer Akquisition werden die Sponsoren- bzw. Gründeraktien in rund 20% aller Aktien umgewandelt. Dies ist in zwei Schritten möglich. Zuerst wird der Nennwert durch Kapitalherabsetzung um CHF 0.90 pro Aktie auf CHF 0.10 gesenkt, womit das Kapital auf das Minimum von CHF 2.5 Millionen sinkt. Danach erfolgt der Austausch entsprechend dem zum Wechsel zwischen Aktienkategorien Gesagten, sofern das überhaupt noch als erforderlich angeschaut wird. Dieser Schritt einer Kapitalherabsetzung um CHF 4.5 Millionen stellt gleichzeitig ausreichend Kapazität für die Warrants und für zusätzliche Privatplatzierungen zur Verfügung. Ebenfalls kann die Kapitalherabsetzung um CHF 4.5 Millionen alternativ für eine Sacheinlagekapitalerhöhung zum Zwecke der Durchführung der Akquisition verwendet werden, die immerhin eine Kapazität von 50 Millionen Aktien (bei Erhöhung bis auf das Maximum von CHF 7.5 Millionen) und bei einer Bewertung von CHF 10 pro Aktie von CHF 500 Millionen hat. Angesichts dieser Möglichkeit sollte für die Warrants auch ein bedingtes Kapital geschaffen werden, das als Alternative zum Einsatz kommen kann.

Diese Ausführungen zeigen, dass mit dem Kapitalband weitgehend alle Kapitalmassnahmen, die bei einem SPAC getroffen werden müssen, ohne Generalversammlungsbeschluss möglich gewesen wären, wäre da nicht die Eidgenössische Steuerverwaltung. Diese lässt nämlich die Anerkennung von Kapitaleinlagereserven während eines Kapitalbandes nicht zu. Mit anderen Worten kann nicht einfach die Kapitaleinlagereserve durch das Kapitalband geäufnet und der gleiche Betrag verrechnungssteuerfrei wieder ausgezahlt werden. Letzteres ist nur möglich, wenn bereits Kapitaleinlagereserven vorhanden sind und die Einzahlungen von Agio ins Kapitalband nicht als übrige Reserven i.S.v. Art. 5 Abs. 1ter VStG gelten. Gelten sie nicht als übrige Reserven, dann kann immerhin die Hälfte der Stempelabgabe so gespart werden, dass für das Investorenkapital eine ordentliche Kapitalerhöhung und eine Kapitalerhöhung aus dem Kapitalband hälftig vorgenommen wird. Es ist schade, hat sich der Gesetzgeber die steuerliche Problematik des Kapitalbands nicht ausreichend überlegt.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Baum Olivier, Kapitalband und bedingtes Kapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, GesKR 2017, 47 ff.
- Böckli Peter, Nachbesserungen und Fehlleistungen in der Revision des Aktienrechts, Zum Gesetzesentwurf vom 21. Dezember 2007, SJZ 2008, 333 ff.
- Büchler Benjamin, Das Kapitalband, Diss., Zürich 2012.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Schweizerisches Aktienrecht 2020: mit neuem Recht der GmbH und der Genossenschaft und den weiteren Gesetzesänderungen, Bern 2022.
- Gericke Dieter, Das Kapitalband – (E Art. 653s – 653x OR), GesKR 2008, 38 ff. (zit. Gericke, Kapitalband 2008).
- Gericke Dieter, Das Kapitalband im Vorentwurf 2014, GesKR 2015, 109 ff. (zit. Gericke, Kapitalband 2014).
- Isler Peter R./Zindel Gaudenz, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen in der Aktienrechtsrevision, in: Watter Rolf (Hrsg.), Die „grosse“ Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010, SSHW 2010, 81 ff.
- Meyer Tobias, Kapitalschutz als Selbstzweck? – Die Kapitalverfassung gemäss dem Gesetzesentwurf zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts im Kontext internationaler Entwicklungen, GesKR 2008, 220 ff.
- Schenker Urs, Das Kapitalband, Flexibilisierung des Kapitals mit Gefahren für Aktionäre und Gläubiger, in: Müller Matthias P. A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020, 169 ff.
- Von der Crone Hans Caspar, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien, REPRAX 2002, 1 ff. (zit. von der Crone, Teilrevision).
- Von der Crone., Aktienrecht, 2. A., Bern 2020 (zit. von der Crone, Aktienrecht).
- Von der Crone Hans Caspar/Cathomas Linus, Das Aktienkapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, SZW 2017, 586 ff.
- Von der Crone Hans Caspar/Dazio Giovanni, Das Kapitalband im neuen Aktienrecht, SZW 2020, 505 ff.
- Werlen Thomas/Sulzer Stefan, Erwerb eigener Aktien, in: Vogt Nedim P./Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen, Transaktion, Recht: liber amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 493 ff.

Corporate Finance im Lichte des FIDLEG

Sandro Fehlmann

Inhalt

I.	Einleitung	137
II.	M&A-Beratung unter dem FIDLEG	140
1.	FIDLEG Einordnung	140
2.	Abgrenzung zur Anlageberatung gemäss FIDLEG	142
III.	Regelung von Kapitalmarkttransaktionen unter FIDLEG	147
1.	Überblick zu Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV	147
2.	Sell-side Dienstleistungen	148
3.	Buy-side Dienstleistungen	152
4.	Sekundärplatzierungen (Secondary Offerings)	157
5.	Angebot durch Emittent oder verkaufenden Aktionär	158
6.	Rückzahlung und Rückkauf von Wertpapieren	159
IV.	Per se unzulässige Verhaltensweisen gemäss Art. 27 lit. c FIDLEV	160
V.	Einschätzung im Hinblick auf die EU-Äquivalenz	164
1.	EU-Äquivalenz in Bezug auf die M&A-beratung	164
2.	EU-Äquivalenz in Bezug auf Kapitalmarkttransaktionen	165
	Literaturverzeichnis	166

I. Einleitung

Das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) bezweckt u.a. den Schutz von Kundinnen und Kunden von Finanzdienstleistungen.¹ Als Kunden gelten Gläubiger, Anleger und Versicherte, für die ein Finanzdienstleister eine Finanzdienstleistung erbringt. Das FIDLEG soll die Kunden nicht unmittelbar vor einem Kapitalverlust anlässlich der Insolvenz eines Finanzdienstleisters – dafür sind andere Erlasse wie das Bankengesetz (BankG), das Finanzinstitutsgesetz (FINIG), das Kollektivanlagengesetz (KAG) oder das Finanzmarktinfrastrukтуrgesetz (FinfraG) da –, sondern vor unlauterem Geschäftsgebaren der Marktteilnehmer schützen.²

¹ Art. 1 Abs. 1 des Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

² Botschaft des Bundesrates vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBl 2015, 8901 ff., 8940.

Gemäss Botschaft zum FIDLEG wird der Begriff der Finanzdienstleistung weit gefasst. Erfasst werden einerseits alle Tätigkeiten, die zum Erwerb eines Finanzinstruments durch eine Kundin oder einen Kunden führen können. Darunter fallen nach bundesrätlicher Ansicht der Erwerb und die Veräußerung von Finanzinstrumenten auf Rechnung von Kundinnen und Kunden, unabhängig davon, ob die Finanzinstrumente von Dritten erworben werden oder vom Finanzdienstleister selbst geschaffen, platziert oder auf dem Sekundärmarkt veräußert werden. Entsprechend könnten bei einer weiten Leseart grundsätzlich Dienstleistungen sowohl in Bezug auf Primärmarkt- wie auch auf Sekundärmarkttransaktionen unter die Definition von Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG fallen. Ebenfalls als Finanzdienstleistungen gelten die reine Vermittlung von Geschäften mit Finanzinstrumenten sowie die Vermögensverwaltung und Anlageberatung.

Im Gegensatz zur Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II), die die Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung ausdrücklich in den Katalog der Wertpapierdienstleistungen aufgenommen hat und, sofern von Wertpapierfirmen erbracht, auch auf die Corporate Finance Beratung (wie z.B. die M&A-Beratung) anwendbar ist, werden solchen Corporate Finance Dienstleistungen im FIDLEG nicht explizit erwähnt. Vor diesem Hintergrund bestand eine gewisse Unsicherheit darüber, ob solche Dienstleistungen dennoch in den Anwendungsbereich des FIDLEG fallen würden, da sie – in einem weiten Sinne – Beratung im Zusammenhang mit dem Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten darstellen. Dies obwohl die Regulierung von Corporate Finance nicht im Mittelpunkt der FIDLEG/ FINIG-Gesetzesreform stand. Die Tatsache, dass die Regulierung von Corporate Finance – nach Kenntnisstand des Autors – zu keinem Zeitpunkt in der parlamentarischen Beratung thematisiert wurde und gemäss der bundesrätlichen Botschaft zum FIDLEG der Erwerb und die Veräußerung von platzierten Finanzinstrumenten ausdrücklich in den Anwendungsbereich des FIDLEG fallen, halfen ebenfalls nicht zur Klärung der Unsicherheit.

Aufgrund dieser Unsicherheit regten Bankenvertreter und andere wirtschaftsnahe Kreise im Rahmen des Konsultationsverfahrens zum Entwurf der Verordnung über die Finanzdienstleistungen (FIDLEV) vom 6. November 2019 (E-FIDLEV) an, im Sinne einer Klarstellung im FIDLEV ausdrücklich zu regeln, dass Dienstleistungen im Rahmen von Corporate Finance Services nicht unter den Begriff der Finanzdienstleistungen fallen und entsprechend nicht durch das FIDLEG reguliert werden. Nach Ansicht des Autors waren solche Dienstleistungen jedoch bereits ohne diese Klarstellung vom Anwendungsbereich des FIDLEG ausgenommen, da Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG

gegenüber Anlegern und Gläubigern zu erbringen sind. E contrario fallen Dienstleistungen, welche gegenüber einer anderen Kategorie von Personen erbracht werden, nicht unter den Geltungsbereich des FIDLEG. Bei Corporate Finance Services erbringt ein Finanzdienstleister Dienstleistungen nicht gegenüber einem Anleger oder Gläubiger, sondern gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber im Rahmen von Kapitalstrukturierungen, Kapitalaufnahmen sowie M&A-Aktivitäten. Vereinfacht gesagt hilft der Finanzdienstleister Unternehmen und deren Aktionären bei der Suche nach Anlegern oder Gläubigern, womit eben gerade keine Dienstleistungen gegenüber Anlegern oder Gläubigern erbracht wird.

Vor diesem Hintergrund entschied sich der Bundesrat im Sinne einer Klarstellung, eine Ausnahme für Dienstleistungen im Rahmen von Corporate Finance Services, einschliesslich für (i) die M&A-Beratung sowie die Beratung in Bezug auf die Kapitalbeschaffungs- und Strukturierung, (ii) die Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahme und (iii) die Finanzierung im Zusammenhang mit solchen Dienstleistungen, in den Negativkatalog der Finanzdienstleistungen (d.h. solche Dienstleistungen, die *per se* nicht als Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG qualifizieren) in Art. 3 FIDLEV aufzunehmen. Der Wortlaut der Ausnahme in Art. 3 Abs. 3 FIDLEV stammt dabei unverändert vom Vorschlag, welche wirtschaftsnahe Vertreter im Rahmen des Konsultationsverfahrens geäussert hatten.

Die entsprechende FIDLEV-Bestimmung in Art. 3 Abs. 3 liest sich heute wie folgt:

³ Nicht als Finanzdienstleistung im Sinne von Artikel 3 Buchstabe c FIDLEG gelten insbesondere:

- a. die Beratung zur Strukturierung oder Aufnahme von Kapital sowie zu Unternehmenszusammenschlüssen und zum Erwerb oder zur Veräußerung von Beteiligungen und die mit dieser Beratung zusammenhängenden Dienstleistungen;
- b. die Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung sowie damit zusammenhängende Dienstleistungen;
- c. die Finanzierung im Rahmen von Dienstleistungen nach den Buchstaben a und b;
- d. [...].

Keine Finanzdienstleistungen sind somit nach Buchstabe a von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV insbesondere Beratungsdienstleistungen im Corporate Finance Bereich, etwa im Rahmen von allfälligen (i) Kapitalstrukturierung resp. Kapitalmarkttransaktionen („Strukturierung oder Aufnahme von Kapital“), (ii) Fusio-

nen („Unternehmenszusammenschlüssen“), (iii) Akquisitionen und Investitionen („Erwerb oder zur Veräußerung von Beteiligungen“) sowie (iv) mit Ziff. (i)-(iii) zusammenhängende Dienstleistungen. Im EU-Kontext handelt es sich bei solchen Beratungsdienstleistungen nicht um Wertpapierdienstleistungen, sondern um Nebendienstleistungen. Im vorliegenden Artikel werden solche Dienstleistungen unter dem Begriff M&A-Beratung zusammengefasst.

Ebenfalls keine Finanzdienstleistungen sind nach Buchstabe b von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme von Emissionen und der Platzierung von Finanzinstrumenten im Rahmen von Primärmarkttransaktionen. Im EU-Recht qualifizieren solche Dienstleistungen hingegen als Wertpapierdienstleistungen. Entsprechend benötigt ein Anbieter solcher Dienstleistungen im EU-Raum eine Zulassung als Wertpapierfirma und muss bei deren Erbringung die Vorschriften der MiFID II beachten. Für das Schweizer Recht rechtfertigt sich hingegen gemäss den Erläuterungen zu den Verordnungen diese Ausnahme der Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne Übernahmeverpflichtung und von damit zusammenhängenden Dienstleistungen, weil „das FIDLEG dem Schutz von Anlegerinnen und Anlegern dient, in diesem Zusammenhang also auf das Anbieten von Finanzinstrumenten an Anlegerinnen und Anleger abzielt, nicht aber auf das vorgelagerte Verhältnis des Finanzdienstleisters gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren“.

II. M&A-Beratung unter dem FIDLEG

I. FIDLEG Einordnung

Art. 3 Abs. 3 lit. a FIDLEV nimmt Beratungsdienstleistungen im Corporate-Finance-Bereich von der Definition von Finanzdienstleistungen gemäss FIDLEG aus. Darunter fallen nach Verordnungswortlaut die Beratung im Rahmen von (i) Kapitalstrukturierungen resp. Kapitalmarkttransaktionen („Strukturierung oder Aufnahme von Kapital“), (ii) Fusionen („Unternehmenszusammenschlüsse“), (iii) Akquisitionen, Investitionen und weiteren M&A-Transaktionen („zum Erwerb oder zur Veräußerung von Beteiligungen“) sowie (iv) mit Ziff. (i)-(iii) zusammenhängenden Dienstleistungen. Bei solchen Beratungsdienstleistungen handelt es sich auch nach dem EU-Recht nicht um Wertpapierdienstleistungen, sondern um Nebendienstleistungen.³

³ MiFID II, Anhang 1, Abschnitt B.

Bei den Punkten (ii) und (iii) handelt es sich um die typische M&A-Beratung, welche Investmentbanken und Corporate-Finance-Boutiquen erbringen. Obwohl es sich dabei im weitesten Sinne um eine Empfehlung, die sich auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten bezieht, handeln könnte und solche Dienstleistungen entsprechend als Anlageberatung im Sinne des FIDLEG qualifizieren könnten, sind sie vom Anwendungsbereich des FIDLEG ausgenommen.

Solche M&A-Beratung im Sinne der FIDLEV deckt dabei ein breites Spektrum öffentlicher und privater M&A-Transaktionen ab, das insbesondere auch die Fusion, den Erwerb oder die Veräußerung von Unternehmen beinhaltet. Dazu gehören u.a. folgende Dienstleistungen:

- Entwicklung einer Akquisitionsstrategie
- Zusammenführung potentieller Käufergruppen
- Festlegung von Suchkriterien für potentielle Zielgesellschaften
- Suche nach potenziellen Akquisitionszielen
- Werbung für ein Unternehmen zum Verkauf, z.B. mittels Beschreibung des Unternehmens, des allgemeinen Standorts und der Preisspanne
- Akquisitionsplanung
- Roadshows, um ein Unternehmen potenziellen Investoren zu präsentieren
- Durchführung einer Bewertungsanalyse
- Vermittlung einer Transaktion
- Verhandlung von Bedingungen für den Erwerb oder die Veräußerung von Investitionen mit der Zielgesellschaft resp. mit deren Aktionären, sog. Arrangieren (Zustandekommen von Geschäften)
- Durchführung einer Unternehmensprüfung (sog. Due Diligence)
- Ausarbeitung eines Kaufvertrages (inkl. Teilnahme an den entsprechenden Verhandlungen)
- Vertretung des Käufers, des Verkäufers oder beider bei den Vertragsverhandlungen
- Ausarbeitung von Finanzierungsstrategien für die Akquisition
- Bereitstellung einer Finanzierung für die M&A-Transaktion
- Unterstützung bei der Vertragsunterzeichnung (sog. *Signing*)
- Verwahrung von Geldmitteln oder Wertpapieren, die im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion ausgegeben oder ausgetauscht werden
- Unterstützung in der Post-Signing-Phase sowie im Rahmen des Abschlusses der Transaktion (sog. *Closing*)
- Unterstützung bei der Post-Closing-Integration

Die Corporate-Finance-Ausnahme deckt dabei M&A-Aktivitäten auf der Kauf- wie auch Verkaufsseite ab. Zudem sind solche Dienstleistungen ausgenommen unabhängig von der Grösse des Zielunternehmens sowie unabhängig davon, ob das Zielunternehmen anschliessend durch den Käufer aktiv betrieben wird.

Unter die Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. a FIDLEV fallen zudem auch sämtliche mit solchen Beratungsdienstleistungen zusammenhängenden Dienstleistungen. Dazu gehören nach Ansicht des Autors auch die Annahme und Übermittlung von (Kauf- resp. Verkaufs-)Angeboten zwischen den beiden Vertragsparteien, unabhängig davon, ob es sich dabei um einen Asset Deal oder einen Share Deal handelt. Obwohl die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente zum Gegenstand haben, grundsätzlich als Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG qualifiziert, werden solche Tätigkeiten im Rahmen von M&A-Transaktionen (auch wenn es sich um einen Share Deal oder eine Fusion handelt) vom Anwendungsbereich des FIDLEG ausgenommen. Das Gleiche muss auch für Situationen gelten, bei welchen der Corporate-Finance-Dienstleister eine M&A-Transaktion für den *buy-side* oder *sell-side* Kunden abwickelt, unabhängig davon, ob er dabei in fremdem Namen (d.h. als Agent) oder im eigenen Namen handelt (d.h. als Prinzipal, z.B. wenn der Kunde anonym eine Beteiligung aufbauen will).

Ebenfalls vom Anwendungsbereich des FIDLEG ausgenommen sind Roadshows in Bezug auf M&A-Transaktionen. Der Anwendungsbereich der Corporate-Finance-Ausnahme in Bezug auf Roadshows für M&A-Transaktionen ist dabei weit zu fassen, da solche Dienstleistungen ausserhalb des Schutzgedankens des FIDLEG erbracht werden. Insbesondere qualifizieren solche Roadshows nicht als „an bestimmte Kundinnen und Kunden gerichtete Tätigkeit“ i.S.v. Art. 3 Abs. 2 FIDLEV, „die spezifisch auf den Erwerb oder die Veräußerung eines Finanzinstruments abzielt“. Zudem können an solchen M&A-Roadshows auch Aussagen gemacht werden, dass das Finanzinstrument eine gute Investition für die teilnehmenden Personen wäre oder dass die Aktien eine gute Ergänzung für das existierende Portfolio wären.

2. Abgrenzung zur Anlageberatung gemäss FIDLEG

Wie vorhergehend erläutert, nimmt Art. 3 Abs. 3 lit. a FIDLEV im Speziellen die Beratung im Rahmen von M&A-Transaktionen von der Definition von Finanzdienstleistungen gemäss FIDLEG aus. Insbesondere bei Share Deals und Fusionen betreffen solche Beratungsdienstleistungen jedoch Finanzinstrumente (in der Regel Aktien) und könnten grundsätzlich als Anlageberatung nach Art. 3 lit. c Ziff. 4 FIDLEG verstanden werden.

Folgendes Beispiel soll dies illustrieren: Ein Kundenberater einer Bank empfiehlt einem Privatkunden im Jahr 2016 den Kauf von Aktien des Schweizer Biotechunternehmens Actelion im Rahmen einer Portfoliodiversifizierung. Ein Jahr später berät die gleiche Schweizer Bank den US-Konzern Johnson & Johnson beim Kauf (sämtlicher) Aktien von Actelion. *Prima vista* betreffen beide Dienstleistungen den Kauf von Aktien an einer (zum Zeitpunkt des Kaufes) kotierten Gesellschaft. Nun handelt es sich jedoch bei ersterer um eine Anlageberatung im Sinne des FIDLEG (unter der Annahme, dass das FIDLEG zu diesem Zeitpunkt bereits in Kraft war) und bei letzterer um eine vom FIDLEG ausgenommene M&A-Beratung.

Für Unternehmen, welche z.B. ausschliesslich Corporate-Finance-Dienstleistungen erbringen wollen (um nicht in den Anwendungsbereich des FIDLEG zu fallen), ist es entsprechend zentral, dass ihre Organisation, Abläufe und Trainings darauf ausgerichtet sind und das Personal klar versteht, welche Dienstleistungen eine solche Corporate-Finance-Boutique erbringen kann und welche nicht.

Dies erfordert eine Abgrenzung der beiden Begriffe Anlageberatung und M&A-Beratung. Nicht als Abgrenzungskriterium eignet sich nach Ansicht des Autors die Rechtspersönlichkeit des Beratungssubjekts. Es mag zwar zutreffen, dass juristische Personen häufiger im M&A-Prozess als Verkäufer oder Käufer anzutreffen sind als Privatpersonen. Nichtsdestotrotz kann es für die Unterscheidung zwischen Anlageberatung und M&A-Beratung nicht relevant sein, ob z.B. eine Gesellschaft von einem konkurrierenden Unternehmen oder einer (vermögenden) Privatperson gekauft wird. Um auf das vorherige Beispiel zurückzukommen, hätte es z.B. keinen Unterschied für die Qualifikation als M&A-Beratung gemacht, wenn anstatt Johnson & Johnson Herr Bill Gates privat sämtliche Aktien von Actelion erworben hätte. Diese Sichtweise wird zudem gestützt durch die Möglichkeit eines Opting-out von gewissen vermögenden Privatkunden nach Art. 5 FIDLEG und der damit verbunden Möglichkeit des Verzichts auf ein gewisses Schutzniveau. In dieser Hinsicht ebenfalls irrelevant ist die Frage, ob es sich beim Beratungssubjekt um einen Privatkunden oder einen professionellen Kunden nach Art. 4 Abs. 3 FIDLEG handelt. Es mag zwar ebenfalls zutreffen, dass professionelle Kunden häufiger im M&A-Prozess als Verkäufer oder Käufer anzutreffen sind als Privatkunden im Sinne des FIDLEG. Für die Qualifikation als Corporate-Finance-Dienstleistung (als Abgrenzung zur Anlageberatung) ist dieses Kriterium hingegen ungeeignet.

Ebenfalls als Abgrenzungskriterium ungeeignet ist die Anzahl der zu erwerbenden Wertpapiere. Es mag zwar auch hier zutreffen, dass M&A-Beratung in der Regel eine Mehrheit der Wertpapiere betrifft, während die Anlageberatung

im Sinne des FIDLEG nur eine unbedeutende Minderheit betrifft. Falls im obigen Beispiel der Privatkunde, z.B. aufgrund einer unerwarteten Erbschaft, im Stande gewesen wäre, sämtliche Aktien von Actelion zu erwerben, dann hätte das per se nichts an der Qualifikation als Anlageberatung geändert.

In Anlehnung an das EU-Recht ist nach Ansicht des Autors der Hauptzweck des Kunden, der die Beratung in Anspruch nimmt, der Schlüsselfaktor für die Abgrenzung (sog. Hauptzweck-Test).⁴ Wenn der Fokus des Empfängers der Beratung darin besteht, eine finanzielle Rendite zu erzielen oder ein Risiko abzusichern (sog. Hedging), dann ist der Empfänger ein Anleger und die Beratung ist eine Anlageberatung im Sinne des FIDLEG. Wenn der Hauptzweck des Erwerbs oder Verkaufs strategischer, industrieller oder unternehmerischer Natur ist, dann handelt der Empfänger der Beratung nicht als Anleger und die Beratung ist eine M&A- resp. Corporate-Finance-Beratung.

Ein zentrales (wenn auch nicht isoliertes) Kriterium für die Bestimmung des Hauptzwecks ist dabei der Kontext, in welchem nach der Dienstleistung ersucht wurde. Wenn Dienstleistungen im Zusammenhang mit einer Fusion oder dem Kauf resp. Verkauf eines Unternehmens an einen Kunden erbracht werden, dessen Hauptzweck industrieller, strategischer oder unternehmerischer Art ist, fallen die Dienstleistungen unter die Corporate-Finance-Ausnahme. Dies kann insbesondere dann vermutet werden, wenn der Käufer die Zielgesellschaft aktiv betreibt und eine gewisse Kontrolle über die Gesellschaft ausübt, z.B. durch die Wahl von Verwaltungsräten. Die Corporate-Finance-Ausnahme deckt dabei Aktivitäten auf der Kauf- wie auch der Verkaufsseite ab.

Unternehmen handeln durch ihre zur Vertretung berechtigten Privatpersonen. Wenn entsprechend ein Unternehmen einen Finanzdienstleister durch eine zur Vertretung berechtigte Privatperson (z.B. CEO oder CFO) um Vertretung ersucht, z.B. im Rahmen einer Kapitalerhöhung, Fusion, Unternehmensübernahme, Joint-Venture-Beteiligung, eines Verkaufs einer Tochtergesellschaft oder im Rahmen eines Management-Buyouts, dann fällt die entsprechende Beratungsdienstleistung unter die Corporate-Finance-Ausnahme, sofern sich der Hauptzweck für das Ersuchen der Dienstleistung auf die gegenwärtige oder zukünftige Strategie des Unternehmens bezieht.

Bei M&A-Transaktionen gibt es typischerweise zwei Arten von Käufern: strategische und finanzielle Käufer. Strategische Erwerber sind z.B. andere Unternehmen, oft direkte Konkurrenten oder Unternehmen, die in benachbarten Branchen tätig sind, sodass das Zielunternehmen gut zum Kerngeschäft des

⁴ CESR/09-665, S. 15.

Erwerbers passen würde. Finanzielle Käufer sind institutionelle Käufer, wie z.B. Private-Equity-Firmen, die das Zielunternehmen besitzen, aber nicht direkt betreiben wollen.

Bei strategischen Käufern ist es in der Regel einfacher zu argumentieren, dass die Transaktion (und somit die zugrunde liegende Beratungsdienstleistung) strategischer, industrieller oder unternehmerischer Natur ist und entsprechend unter die Corporate-Finance-Ausnahme fällt.

Private-Equity- oder Venture-Capital-Gesellschaften verfolgen hingegen rein finanzielle Ziele mit ihren Investitionen (d. h. insbesondere die Erzielung einer finanziellen Rendite). Entsprechend könnte argumentiert werden, dass es sich dabei um Anlageberatung im Sinne des FIDLEG handelt. Diese Sichtweise ist aber fehlgeleitet. Bei Private-Equity- oder Venture-Capital-Gesellschaften ist der ausschliessliche industrielle Zweck die Erzielung einer finanziellen Rendite. Wenn somit Private-Equity- und Venture-Capital-Firmen um Beratung im Rahmen einer (potentiellen) Akquisition oder Veräußerung einer Portfolio-Gesellschaft ersuchen, dann verfolgen diese ein primär unternehmerisches und industrielles Ziel (mit dem Bemühen, eine Rendite zu erwirtschaften), sodass davon ausgegangen wird, dass diese Kunden mit einer industriellen, strategischen oder unternehmerischen Zielsetzung tätig sind. Entsprechend qualifizieren Beratungsdienstleistungen für solche Gesellschaften nach der Meinung des Autors grundsätzlich ebenfalls als Corporate-Finance-Beratung.

Schwierige Abgrenzungsfragen können sich auch bei der Beratung bei einem (potentiellen) Verkauf von Aktien eines im Familienbesitz befindenden Unternehmens stellen. Nach Ansicht des Autors kann es sich dabei je nach Konstellation entweder um Anlageberatung oder auch um Corporate-Finance-Beratung handeln, allenfalls auch innerhalb der gleichen Transaktion für unterschiedliche Familienmitglieder. Entsprechend muss ein Finanzdienstleister in solchen Fällen besonders nach dem Hauptzweck des Ersuchens für die Beratungsdienstleistung fragen. In der Regel ist ein (oder wenige) Familienmitglied(er) der kontrollierende (Haupt-)Aktionär und stark in die Führung des Unternehmens resp. des Geschäfts involviert. Wenn ein solcher Aktionär einen Finanzdienstleister um Beratung ersucht, wie und unter welchen Umständen er seine Aktien verkaufen könne, dann bezweckt die Anfrage mit grosser Wahrscheinlichkeit eine zukünftige Entscheidung über die Weiterführung des Geschäfts und ist dementsprechend strategischer oder unternehmerischer Natur. In diesem Fall würde die Dienstleistung nach Ansicht des Autors als Corporate-Finance-Beratung gelten, zumindest in Fällen, in welchen die Entschädigung für den Verkauf nur aus Bargeld besteht und keine Wertpapierkomponente (z.B. am kaufenden Unternehmen) enthält. Falls der Verkauf eine Wertpapierkomponente aufweist, muss zusätzlich geprüft werden, ob diese

zu erwerbenden Wertpapiere mit rein finanziellen Absichten gehalten werden sollen oder ob es sich dabei wiederum um eine strategische, industrielle oder unternehmerische Investition handelt. Bei Ersterem würde die Beratung als Anlageberatung im Sinne des FIDLEG und bei Letzterem als eine vom FIDLEG ausgenommene Corporate-Finance-Beratung gelten. Wenn auf der anderen Seite hingegen der Finanzdienstleister (auch) ein Familienmitglied beim Verkauf der Aktien berät, welches nicht in die Führung des (Familien-)Unternehmens resp. des Geschäfts involviert ist, und der Hauptzweck des Aktienverkaufes hauptsächlich in der Erwirtschaftung einer finanziellen Rendite liegt, dann qualifiziert die dazugehörige Dienstleistung nach Ansicht des Autors als Anlageberatung im Sinne des FIDLEG.

Nach Wortlaut der Verordnung umfasst die Corporate-Finance-Ausnahme die Beratung und damit zusammenhängende Dienstleistungen bei Unternehmenszusammenschlüssen und beim Erwerb resp. bei Veräußerungen von Beteiligungen. Angesichts dieses Wortlautes ist es weniger klar, ob der Erwerb oder die Veräußerung einer Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen (sog. Minderheitstransaktionen) ebenfalls unter die Corporate-Finance-Ausnahme fällt. Es wäre jedoch vernünftig und logisch, die Ausnahme so auszulegen, dass sie auch den Kauf oder Verkauf einer strategischen Minderheitsbeteiligung umfasst, auch wenn dies dem Erwerber nicht die Kontrolle über das Unternehmen oder den Betrieb verleiht. Insbesondere scheint es schwierig zu sein, eine regulatorische oder politische Begründung dafür zu finden, Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb einer 51%igen Beteiligung an einem Unternehmen als zur Ausnahme gehörend zu behandeln, nicht aber Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb einer 49%-igen Beteiligung. So qualifiziert nach Ansicht des Autors z.B. eine Beratungsdienstleistung im Rahmen des (vor Kurzem erfolgten) Verkaufs der Roche-Beteiligung von ungefähr 33,3% durch Novartis an Roche (wobei die Beteiligung unbestritten strategischer Natur war) als Corporate-Finance-Beratung.

Es gibt jedoch auch Beispiele, in welchen Beratungsdienstleistungen für Investitionen von juristischen Personen als Anlageberatung im Sinne des FIDLEG qualifizieren. Dies trifft z.B. zu, wenn ein Unternehmen im Rahmen seines Cash-Managements Gelder in Finanzinstrumente anlegt. In solchen Fällen ist das Hauptziel einer allfälligen Beratungsleistung für das entsprechende Unternehmen die Erzielung einer finanziellen Rendite und nicht unternehmerischer, strategischer oder industrieller Natur. Da es sich bei solchen Unternehmen

wohl in der Regel um grosse Unternehmen im Sinne von Art. 4 Abs. 3 lit. h i.V.m. Art. 4 Abs. 5 FIDLEG handelt, können Finanzdienstleister zumindest von gewissen Verhaltenspflichten entbunden werden.⁵

Bei der Bestimmung des Hauptzweckes hat ein Finanzdienstleister sämtliche relevanten Faktoren in die Analyse miteinzubeziehen. Relevant ist dabei nach Ansicht des Autors der hauptsächliche, d.h. übergeordnete Zweck. Die meisten unternehmerischen, strategischen oder industriellen Entscheidungen beinhalten eine vermögensrechtliche resp. finanzielle Komponente. Solange diese jedoch dem unternehmerischen, strategischen oder industriellen Ziel untergeordnet ist, qualifizieren dazugehörige Beratungsdienstleistungen als Corporate-Finance-Beratungen. Folgerichtig rechtfertigt es sich auch, dass die nebенständliche Erbringung einer finanziellen Beratung im Rahmen einer anderen professionellen Dienstleistung (z.B. von Anwaltskanzleien oder Accounting-Unternehmen im Rahmen von M&A-Transaktionen) ebenfalls nicht als Anlageberatung im Sinne des FIDLEG gilt.

Wie oben aufgezeigt, sind die Begriffe der Anlageberatung und der Corporate-Finance-Beratung dabei nicht gegenseitig ausschliessend und können allenfalls auch überlappend sein. So kann es durchaus sein, dass in gewissen Situationen die Bestimmung des Hauptzwecks (d.h., ob der Hauptzweck des Ersuchens der Dienstleistung finanzieller oder industrieller/strategischer/unternehmerischer Natur ist) nicht eindeutig geklärt werden kann. Getreu dem Grundsatz, dass Ausnahmen eng auszulegen sind (*singularia non sunt extendenda praeter necessitatem*), qualifizieren solche Dienstleistungen nach Ansicht des Autors mangels klarer Bestimmung des Hauptzwecks als Anlageberatung und unterstehen somit den Vorschriften des FIDLEG.

III. Regelung von Kapitalmarktransaktionen unter FIDLEG

I. Überblick zu Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV

Die FIDLEV nimmt Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme von Emissionen und der Platzierung von Finanzinstrumenten vom Geltungsbereich des FIDLEG aus.⁶ Im EU-Recht qualifizieren solche Dienstleistungen hingegen als Wertpapierdienstleistungen. Entsprechend benötigt ein Anbieter solcher Dienstleistungen im EU-Raum eine Zulassung als Wertpapierfirma und muss bei deren Erbringung die Vorschriften der MiFID II beachten. Für das Schweizer Recht rechtfertigt sich hingegen gemäss den Erläuterungen zu

⁵ Vgl. Art. 20 Abs. 2 FIDLEG.

⁶ Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV.

den Verordnungen diese Ausnahme der Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne Übernahmeverpflichtung und von damit zusammenhängenden Dienstleistungen, „weil das FIDLEG dem Schutz von Anlegerinnen und Anlegern dient, in diesem Zusammenhang also auf das Anbieten von Finanzinstrumenten an Anlegerinnen und Anleger abzielt, nicht aber auf das vorgelagerte Verhältnis des Finanzdienstleisters gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren“⁷.

Vor dem Hintergrund, dass Investmentbanken als Vermittler typischerweise Kontakte auf der Sell-Side wie auch auf der Buy-Side haben, soll nachfolgend analysiert werden, wie umfassend diese Ausnahme sowohl auf der Sell-Side wie auch auf der Buy-Side zu verstehen ist.

2. *Sell-side* Dienstleistungen

Im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen beraten Investmentbanken und andere Corporate-Finance-Dienstleister Emittenten und verkaufende Aktionäre u.a. bezüglich der Kapitalstrukturierung und der Frage, ob allenfalls Wertpapiere emittiert, d.h. ausgegeben und an Investoren verkauft werden sollen. Zudem platzieren die Investmentbanken die zu emittierenden Wertpapiere bei Investoren, d.h., entweder (i) sie kaufen die Wertpapiere vom Emittenten (oder dem verkaufenden Aktionär) und verkaufen diese an *buy-side* Investoren (bei Festübernahmen) oder (ii) sie übermitteln die Kaufaufträge der Investoren an den Emittenten resp. die verkaufenden Aktionäre (bei Transaktionen ohne feste Übernahmeverpflichtung). Dazu gehört die gesamte Abwicklung der Kapitalmarkttransaktion, wobei dies insbesondere für die abwickelnde Bank (sog. Settlement Agent) gilt.

Als Finanzdienstleistungen gemäss FIDLEG qualifizieren u. a. (i) der Erwerb von Finanzinstrumenten, (ii) die Annahme und Übermittlung von Aufträgen, die Finanzinstrumente⁸ zum Gegenstand haben, und (iii) Beratungsdienstleistungen, die sich auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten beziehen (siehe Art. 3 lit. c Ziff. 1, 2 und 4 FIDLEG). Es könnte somit grundsätzlich argumentiert werden, dass solche Dienstleistungen in den Anwendungsbereich des FIDLEG fallen.

Da Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG jedoch gegenüber Anlegern erbracht und die oben beschriebenen Dienstleistungen auf der Sell-Side nicht gegenüber Anlegern, sondern gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber erbracht werden, fallen solche Dienstleistungen nicht unter den

⁷ Erläuterungen EFD FIDLEV/FINIV/AOV, S. 20.

⁸ Siehe Art. 3 lit. a FIDLEG bezüglich der Definition von Finanzinstrumenten.

Geltungsbereich des FIDLEG. Es handelt sich dabei nämlich um eine Dienstleistung im Rahmen einer Kapitalaufnahme im Gegensatz zu einer dem Schutzzweck des FIDLEG unterstehenden Kapitalanlage.⁹ Dies gilt nach Ansicht des Autors bereits ohne die in Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV statuierte Ausnahme für die Platzierung von Finanzinstrumenten, sowohl für die Emission von Beteiligungspapieren wie auch für Forderungspapiere. Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV sorgt jedoch für Rechtssicherheit für Corporate-Finance-Dienstleister.

Die Corporate-Finance-Ausnahme deckt dabei sämtliche Primärmarkttransaktionen sowie Kapitalmarkttransaktionen mit einer Primär- und einer Sekundärmarktkomponente ab (d. h. Kapitalmarkttransaktionen, bei denen ein Emittent neue Aktien emittiert und gleichzeitig auch Selling Shareholders bestehende Aktien verkaufen). Bei solchen Transaktionen gilt die Ausnahme für sämtliche Arten von Emittenten und Selling Shareholders, insbesondere auch für Kleinaktionäre (d. h. sog. Retail-Investoren resp. in der Terminologie des FIDLEG Privatkunden), welche z. B. im Rahmen einer Kapitalmarkttransaktion ihre Aktien mitverkaufen. Dies gilt z. B. bei Börsengängen für (i) Familienmitglieder, welche nicht in die Führung des Familienbetriebs eingebunden sind, jedoch einige Aktien der Gesellschaft besitzen, oder (ii) aktuelle oder ehemalige Mitarbeiter, welche einige Aktien als Teil ihrer Vergütung vor einem Börsengang erhalten haben.

Diese breite Auslegung der sell-side Kunden rechtfertigt sich wie folgt: Im Gegensatz zur M&A-Beratung kommt es dabei nicht auf das Motiv des Kunden, der die Dienstleistung in Anspruch nimmt, an. Bei der M&A-Beratung wird der Hauptzweck-Test zur Abgrenzung zur Anlageberatung als Finanzdienstleistung benötigt und nicht zum Ausschluss gewisser Kundenkategorien vom Anwendungsbereich der Corporate-Finance-Ausnahme. Genau dies wäre jedoch bei einer analogen Anwendung auf Kapitalmarkttransaktionen der Fall. Der Wortlaut von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV ist diesbezüglich eindeutig und nimmt solche Dienstleistungen gänzlich vom Schutzbereich des FIDLEG aus, d. h. dies gilt für sämtliche Arten von Emittenten und Selling Shareholders, wozu auch Kleinaktionäre resp. Privatkunden gehören. Somit fallen Primärmarkttransaktionen sowie Kapitalmarkttransaktionen mit einer Primär- und einer Sekundärmarktkomponente auch in Bezug auf Retail-Investoren (d. h. Privatkunden), die keine strategischen und/oder industriellen Ziele, sondern eine rein finanzielle Rendite verfolgen, unter die Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV. Den gleichen Schluss lassen auch die Erläuterungen zu den Verordnungen zu: Gemäss diesen ist die Ausnahme der Platzierung von Finanz-

⁹ BSK FIDLEG-Rayroux, Art. 3 lit. c N 23.

instrumenten mit oder ohne Übernahmeverpflichtung gerechtfertigt, weil das FIDLEG dem Schutz von Anlegern dient, nicht aber auf das vorgelagerte Verhältnis des Finanzdienstleisters gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber anwendbar ist. Entsprechend fallen auch Kleinaktionäre in ihrer Rolle als Teilhaber bei Kapitalmarkttransaktionen mit einer Primär- und einer Sekundärmarktkomponente nicht in den Schutzbereich des FIDLEG.

Nach Ansicht des Autors gilt diese Ausnahme zudem selbst für den Fall, dass der Finanzdienstleister zeitgleich weitere Finanzdienstleistungen für den Emittenten oder verkaufenden Aktionär erbringt, wie z.B. dessen Vermögen verwaltet. Auch in einem solchen Fall fällt die Durchführung solcher Kapitalmarkttransaktionen unter die Corporate-Finance-Ausnahme und der Finanzdienstleister schuldet diesbezüglich dem Emittenten oder verkaufenden Aktionär keine FIDLEG-Verhaltenspflichten.¹⁰ Sollte hingegen der Finanzdienstleister nach erfolgreicher Platzierung die erhaltenen Mittel im Auftrag des Emittenten oder verkaufenden Aktionärs verwalten oder diesen bei deren Anlage beraten (und wenn diese Neuanlage nicht selbst unter die Corporate-Finance-Ausnahme fällt, falls es sich z.B. um eine M&A-Transaktion handelt), dann ist eine solche Tätigkeit nicht mehr von der Corporate-Finance-Ausnahme nach Art. 3 Abs. 3 lit. a und b FIDLEV gedeckt und würde entsprechend als Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG qualifiziert.

Gemäss Wortlaut von Art. 3 Abs. 3 lit. a und b FIDLEV fallen auch „sämtliche mit der Platzierung von Finanzinstrumenten zusammenhängende Dienstleistungen“ unter die Corporate-Finance-Ausnahme. Nach Ansicht des Autors ist dieser Ausnahmetatbestand speziell auf der Sell-Side weit auszulegen. Dies ergibt sich bereits aus der Feststellung, dass sämtliche sell-side Dienstleistungen nicht an einen Anleger im Rahmen einer Kapitalanlage, sondern gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber im Rahmen der Kapitalaufnahme erbracht werden und somit *per se* nicht in den Geltungsbereich des FIDLEG fallen. Insbesondere sind darunter die folgenden Dienstleistungen zu verstehen:

- a) Mitwirkung bei der Erstellung der Angebotsunterlagen, wie z.B. des Angebotsprospekts, des Basisinformationsblatts oder der Investorenpräsentationen;
- b) Unterstützung bei der Vorbereitung von Investorentreffen, inkl. Roadshows;

¹⁰ Gl. M. BSK FIDLEG-Bahar, Art. 2 N 8.

- c) allgemeine Beratung eines Emittenten im Zusammenhang mit dem Emissionsangebot oder der optimalen Kapitalstruktur, z.B. als sog. IPO Advisor;
- d) Beteiligung in irgendeiner Art und Weise an der Zuteilung der angebotenen Wertpapiere an Investoren, sei es durch die Generierung von Nachfrage im „Book“ oder bei der Beratung des Emittenten bezüglich der Allokation;
- e) Weitergabe von Listen mit potentiellen Investoren und Maklern;
- f) Erstellung einer (unabhängigen) Fairness Opinion bezüglich Angebotspreis;
- g) Unterstützung bei der Beurteilung der Preisspanne und der Preisfestsetzung;
- h) Zuteilung der Aktien im Einvernehmen mit dem verkaufenden Aktionär und der Gesellschaft;¹¹
- i) Tätigkeit als Stabilisierungsmanager in Bezug auf die Aktien unmittelbar nach der Transaktion (insbesondere bei Börsengängen);
- j) im Falle von Börsengängen: Unterstützung im Hinblick auf die Mehrzuteilungsoption (Grösse, Struktur etc.);
- k) Überprüfung der von einer Emissionsbank abgegebenen Bewertung (sog. appraisal).

Dazu gehört auch die reine Vermittlung von Finanzinstrumenten (sog. *pure brokerage business*) für einen Emittenten oder einen verkaufenden Aktionär im Rahmen von Primärmarkttransaktionen sowie Kapitalmarkttransaktionen mit einer Primär- und einer Sekundärmarktkomponente: Erbringt ein Finanzintermediär Vermittlungstätigkeiten für einen Emittenten oder einen verkaufenden Aktionär an potenzielle Anleger – unabhängig von der Art der Finanzinstrumente nach Art. 3 lit. b FIDLEG -, qualifiziert diese Tätigkeit nicht als Finanzdienstleistung im Sinne von Art. 3 lit. c FIDLEG. Wird der Makler z.B. vom Emittenten beauftragt und nimmt er Zeichnungen von potenziellen Anlegern entgegen, für die der Broker keine Dienstleistungen in Bezug auf das/die jeweilige(n) Finanzinstrument(e) erbringt, gilt diese Annahme von Zeichnungen nicht als Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG. Dieses Konzept gilt unabhängig von der Art der Finanzinstrumente, denn der Gesetzgeber beabsichtigte, ein produktunabhängiges Konzept für die Erbringung von Finanzdienstleistungen einzuführen.¹²

¹¹ Unter Einhaltung der Zuteilungsrichtlinien für den Emissionsmarkt der Schweizerischen Bankiervereinigung.

¹² Gl. M. CapLaw 3/2021, S. 7.

3. Buy-side Dienstleistungen

Wie im vorherigen Kapitel erläutert, (i) verkaufen die mit der Emission/Platzierung beauftragten Investmentbanken die zu emittierenden Wertpapiere an *buy-side* Investoren (bei Festübernahmen) oder (ii) sie übermitteln die Kaufaufträge der Investoren an den Emittenten resp. die verkaugenden Aktionäre (bei Transaktionen ohne feste Übernahmeverpflichtung).

Beide Dienstleistungen betreffen Finanzinstrumente und fallen grundsätzlich unter die Definition von Finanzdienstleistungen (insb. Art. 3 lit. c Ziff. 1 und 2 FIDLEG). Solche Investoren kaufen die Aktien in der Regel in ihrer Funktion als Anleger und fallen daher grundsätzlich unter den Schutzbereich des FIDLEG. Darüber hinaus erwähnt die Botschaft zum FIDLEG, dass (i) der Begriff der Finanzdienstleistungen weit zu fassen sei und (ii) unter den Begriff des Erwerbs von Finanzinstrumenten (im Sinne von Art. 3 lit. c Ziff. 1 FIDLEG) auch sämtliche vom Finanzdienstleister platzierten Finanzinstrumente fallen.¹³ Aufgrund dessen plädiert eine Minderheitsmeinung in der Lehre dafür, dass durch die Zuteilung und Platzierung von Wertpapieren an *buy-side* Investoren eine Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG gegenüber diesen erbracht wird.¹⁴

Sollte dies der Fall sein, so würde ein Finanzdienstleister bei der Erbringung von Dienstleistungen gegenüber *buy-side* Investoren den Vorschriften des FIDLEG unterstehen und müsste u.a. folgende Bestimmungen befolgen, die der Natur einer Kapitalmarkttransaktion diametral entgegengesetzt sind:

- 1) Einhaltung der Best-Execution-Regel¹⁵ gegenüber den *buy-side* Investoren; zeitgleich hat die Investmentbank jedoch gegenüber dem Emittenten resp. dem verkaugenden Aktionär die (auftragsrechtliche) Pflicht zur Erzielung des höchstmöglichen Angebotspreises bei der Emission.
- 2) Da der Finanzdienstleister in einem solchen Fall im Sinne des FIDLEG sowohl *sell-side* wie auch *buy-side* tätig ist, bestehen Interessenkonflikte, welche gemäss Art. 25 Abs. 2 FIDLEG dem *buy-side* Kunden offenzulegen sind.¹⁶
- 3) Die vom Emittenten oder verkaugenden Aktionär erhaltene Underwriting-Entschädigung könnte unter das Regime von Art. 26 FIDLEG fallen; in einem solchen Fall bestünde ein Herausgabeanspruch des *buy-side* Kunden auf die Underwriting-Entschädigung, ausser der Finanzdienst-

¹³ Vgl. Botsch. FIDLEG/FINIG, S. 8946.

¹⁴ Vgl. SK FIDLEG/Sethe/Agteleky, Art. 3 lit. c N 45 und N 71.

¹⁵ Art. 18 FIDLEG.

¹⁶ Vgl. Art. 24-29 FIDLEV.

leister informiert den *buy-side* Kunden vollständig über die Höhe der Entschädigung durch den Emittenten und dieser verzichtet auf die Herausgabe.

Die oben dargelegte Sichtweise der Qualifikation als Finanzdienstleistung steht jedoch in klarem Widerspruch zum Verordnungstext in Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV, welcher Platzierungen von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung vom Geltungsbereich ausnimmt. Die Platzierung von Finanzinstrumenten, resp. damit zusammenhängende Dienstleistungen, umfasst nach Ansicht des Autors insbesondere auch (i) die Zuteilung der zu emittierenden Wertpapiere an die Anleger, d.h. den Weiterverkauf der vom Underwriter gezeichneten (d.h. gekauften) Wertpapiere an gewisse Investoren, welche einen Kaufauftrag ins Order-Book gelegt haben (sog. Allokation) sowie (ii) die Übermittlung von Kaufaufträgen von kaufwilligen Investoren an den Emittenten oder den verkaufenden Aktionär. Der verunglückte Botschaftstext, welcher unter den Begriff des Erwerbs von Finanzinstrumenten (im Sinne von Art. 3 lit. c Ziff. 1 FIDLEG) auch sämtliche vom Finanzdienstleister platzierten Finanzinstrumente subsumiert, ändert daran grundsätzlich nichts: Erstens entstammt die Verordnung neuem Datum (analog dem Grundsatz *lex posterior derogat legi priori*) und zweitens geht diese als offizielle Rechtsmaterie dem Botschaftstext vor. Nach Ansicht des Autors bezieht sich der Verweis der Botschaft auf „vom Finanzdienstleister platzierte Finanzinstrumente“ hauptsächlich auf von diesem geschaffene Derivate.

Zum gleichen Schluss kommt man auch unter Berücksichtigung von Art. 4 Abs. 1 FIDLEG, gemäss welchem der Finanzdienstleister für die betroffene Person tätig werden muss. Keine Kundenbeziehung liegt vor, wenn der Finanzdienstleister nicht im Interesse ebendieser Person tätig ist. Dies ist insbesondere bei Primärmarkttransaktionen der Fall: Bei diesen unterstützt ein Finanzdienstleister Emittenten bei der Emission neuer Finanzinstrumente wie Aktien oder Anleihen, u.a. indem er diese im Markt platziert. Dabei ist der Finanzdienstleister grundsätzlich nur für den Emittenten tätig und nicht für die Investoren, welche die Finanzinstrumente platziert erhalten, d.h. erwerben. Aus dem Blickwinkel der Investoren handelt der Finanzdienstleister dabei regelmäßig nicht im Rahmen einer Kundenbeziehung, sondern als Gegenpartei (insb. bei einer Festübernahme).¹⁷ Gleiches gilt bei Kapitalmarkttransaktionen mit einer Primär- und einer Sekundärmarktkomponente.

¹⁷ Gl. M. Isler/Eckert, 43.

Diese vom Autor vertretene Interpretation von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV deckt sich zudem mit der als „Corporate-Finance-Kontakt-Ausnahme“ (corporate finance contact exemption) bekannten Regelung unter MiFID II. Gemäss dieser qualifizieren Dienstleistungen eines Finanzinstituts bei der Zuteilung und Platzierung von Finanzinstrumenten nicht als Finanzdienstleistungen gegenüber den Anlegern/Investoren. Dazu gehört auch die vorausgehende Kontaktaufnahme mit solchen Investoren. Mangels Qualifikation als Finanzdienstleistung untersteht ein Underwriter bei der Zuteilung der Wertpapiere an Anleger/Investoren folgerichtig nicht den Bestimmungen des FIDLEG, auch wenn solche Anleger zeitgleich Kunden des Finanzdienstleisters gemäss FIDLEG-Terminologie sein können (z.B. wenn sie zugleich ein Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsmandat oder eine Depotbankbeziehung mit dem Finanzinstitut unterhalten). Für die vom Autor vertretene Auffassung spricht zudem die Tatsache, dass das FIDLEG im Gegensatz zu MiFID II keine spezifischen Regelungen für Underwriting und Platzierungen enthält.¹⁸

Zum gleichen Ergebnis gelangt man, wenn der Theorie gefolgt wird, dass immer dann keine Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG vorliegt, wenn beim Dienstleistungsempfänger die erkennbare Absicht besteht, an zum Zeitpunkt der Finanzdienstleistung noch nicht benannte Dritte (i.d.R. Kunden) Finanzdienstleistungen weiterzuverkaufen.¹⁹ In der Regel werden Effekten im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen an Investoren platziert, welche die erkennbare Absicht haben, die Effekten an zum Zeitpunkt der Allokation/ des Settlements noch nicht benannte Dritte (i.d.R. Kunden) weiterzuverkaufen. Entsprechend würde eine Emissionsbank bei solchen Investoren nicht als Erbringerin einer „Finanzdienstleistungen“ im Sinne von Art. 3 lit. c FIDLEG eingestuft.

Somit kommt man zum Schluss, dass die Corporate-Finance-Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV auf der Buy-Side die Zuteilung, inklusive der vorausgehenden Kontaktaufnahme und anschliessenden Ausführung der Transaktion im Rahmen des Settlements, umfasst; eine vertragliche Beziehung zwischen einem Underwriter als Finanzdienstleister und einem Investor von dieser Ausnahme jedoch unberührt bleiben. Das heisst, dass andere Finanzdienstleistungen gegenüber buy-side Kunden dem FIDLEG unterstehen.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob (i) eine Beratungsdienstleistung eines Kundenberaters in Bezug auf das zu emittierende Finanzinstrument oder (ii) ein Kauf eines zu emittierenden Finanzinstrumentes im Rahmen eines Vermögensverwaltungs- oder Beratungsmandats von der in Art. 3 Abs. 3

¹⁸ Vgl. hierzu insb. auch Art. 38 der Verordnung (EU) 2017/565.

¹⁹ Isler/Eckert, S. 43.

lit. b FIDLEV statuierten Ausnahme ebenfalls erfasst sind und entsprechend von der Definition als Finanzdienstleistung ausgenommen sind. Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV umfasst gemäss Wortlaut nicht nur „die Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung“ sondern auch „damit zusammenhängende Dienstleistungen“. Nach Ansicht des Autors beziehen sich die zusammenhängenden Dienstleistungen jedoch auf Dienstleistungen gegenüber dem Emittenten oder verkaufenden Aktionär, welche der Finanzdienstleister im Rahmen seiner Corporate-Finance-Services für diese erbringt. Dienstleistungen, welche der Finanzdienstleister für (potentielle) *buy-side* Investoren erbringt (z.B. Anlageberatung oder Vermögensverwaltung), sind demnach von dieser Ausnahme nicht erfasst und unterstehen den Vorschriften des FIDLEG. Insbesondere schliesst die Bestimmung von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV nicht aus, dass im weiteren Zusammenhang einer Kapitalmarktransaktion eine vor- oder nachgelagerte Finanzdienstleistung i.S.v. Art. 3 lit. c FIDLEG vorliegen kann, welche zusätzlich oder neben einer solchen Corporate-Finance- oder Kapitalmarkttransaktion erbracht wird. Im Falle einer vor-gelagerten Finanzdienstleistung, wie etwa einer Beratungsdienstleistung für einen Kunden im Zusammenhang mit der Platzierung der entsprechenden Finanzinstrumente, handelt es sich jedoch um eine Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG und es greifen die Verhaltens- und Organisationspflichten gemäss FIDLEG.²⁰

Dies hat zur Folge, dass ein Finanzdienstleister, welcher gleichzeitig zur Emission weitergehende Finanzdienstleistungen an *buy-side* Investoren erbringt (z.B. wenn ein Private-Banking-Kunde von seinem Kundenberater eine persönliche Empfehlung betreffend eine Neuemission erhält), die Verhaltens-pflichten gemäss FIDLEG zu erfüllen hat. In Bezug auf Art. 25 FIDLEG muss er dabei angemessene organisatorische Vorkehrungen treffen, um Interessenkonflikte, die bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen entstehen können, zu vermeiden oder die Benachteiligung der Kunden durch Interessenkonflikte auszuschliessen. In der Regel wird der entsprechende Finanzdienstleister dies mittels Chinese Walls sicherstellen, z.B. zwischen der Investmentbank und dem Private Banking.²¹

In Bezug auf die Pflicht zur Best Execution gilt nach Meinung des Autors Folgendes: Finanzdienstleister haben gegenüber Kunden eine Pflicht zur Best Execution, d.h., dass bei der Ausführung der Aufträge das bestmögliche Ergebnis in finanzieller, zeitlicher und qualitativer Hinsicht erreicht wird (siehe Art. 18 Abs. 1 FIDLEG).

²⁰ BSK FIDLEG-Rayroux, Art. 3 lit. c N 24 und N 34.

²¹ Vgl. hierzu auch Teil 4 Kap. I.

Es ist dabei grundsätzlich irrelevant, ob der Auftrag auf eine Transaktion auf dem Primär- oder Sekundärmarkt abzielt.²² Obwohl die Regeln in erster Linie im Hinblick auf den Sekundärmarkt verfasst worden sind, besteht keine gesetzliche Grundlage, um Transaktionen auf dem Primärmarkt auszuschließen.²³ Praktisch gesehen hat diese Schlussfolgerung allerdings eine beschränkte konkrete Auswirkung: Kapitalmarkttransaktionen, welche unter die Corporate-Finance-Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV fallen, sind vom Anwendungsbereich der Bestausführungspflicht ausgeschlossen.²⁴ Dies gilt sowohl auf der Sell-Side gegenüber Emittenten und verkaufenden Aktionären wie auch auf der Buy-Side im Rahmen der reinen Platzierungstätigkeit.²⁵

Ein Finanzdienstleister, welcher gleichzeitig zur Emission weitergehende Finanzdienstleistungen an buy-side Investoren erbringt, ist jedoch gegenüber solchen buy-side Kunden zur Einhaltung der Best-Execution-Regel verpflichtet. Da der Finanzdienstleister jedoch zeitgleich dem Emittenten (oder verkaufenden Aktionär) eine privatrechtliche Pflicht zur Erzielung des optimalen Preises schuldet, besteht hier grundsätzlich ein Konfliktpotential zwischen den Pflichten gegenüber dem Emittenten (oder verkaufenden Aktionär) und denjenigen gegenüber dem Investor (welcher als Kunde im Sinne des FIDLEG qualifiziert). Art. 21 Abs. 2 FIDLEV erlaubt es jedoch einem Finanzdienstleister, bei ausdrücklicher Weisung des Kunden vom Best-Execution-Grundsatz abzuweichen und den Kundenauftrag im Einklang mit der ausdrücklichen Weisung auszuführen.²⁶ Der Finanzdienstleister ist somit angehalten, vom Kunden eine ausdrückliche Weisung vor Ausführung der Transaktion einzuhören. Nach Ansicht des Autors muss der Kunde dabei nicht explizit erwähnen, dass er auf eine Umsetzung des Best-Execution-Grundsatzes verzichtet, aber er muss zumindest nach vollständiger Aufklärung über die Tatsache, dass der Finanzdienstleister in dieser Transaktion nicht die Interessen des Kunden, sondern jene des Emittenten (oder verkaufenden Aktionärs) vertritt, den Kaufauftrag bekräftigen. Ein solcher Hinweis bezüglich Interessenvertretung kann dabei nach Ansicht des Autors generisch in der Angebotsdokumentation (im Rahmen eines marktüblichen Disclaimers) erfolgen. Der Kunde muss jedoch nach der Zustellung der entsprechenden Dokumentation den Kaufauftrag zumindest bekräftigen, ansonsten dürfte das Kriterium der „expliziten Weisung“ nach Art. 21 Abs. 2 FIDLEV kaum erfüllt sein. Ein solcher Disclai-

²² Vgl. zu Art. 11 aBEHG EBK-Bulletin 51/2008, S. 34 und 42; BSK BEHG/FINMAG-Stupp/Bahar, Art. 11 N 18.

²³ BSK FIDLEG-Bahar, Art. 17 N 18.

²⁴ SK FIDLEG-Bahar, Art. 18 N 10.

²⁵ SK FIDLEG-Costantini/Kramer, Art. 17 N 18.

²⁶ SK FIDLEG-Costantini/Kramer, Art. 18 N 34.

mer mit dem Hinweis, dass der Finanzdienstleister in Bezug auf die Emission nur für den Emittenten (oder den verkaufenden Aktionär) tätig ist, erscheint dem Autor auch aus zivilrechtlicher Perspektive sinnvoll. Er ermöglicht es dem Finanzdienstleister insbesondere, eine vertragsrechtliche Beziehung mit dem *buy-side* Investor in Bezug auf die Platzierung und Zuteilung von Aktien im Rahmen von Kapitalmarktangeboten zu vermeiden.

Ein Recht zur Abweichung vom Best-Execution-Grundsatz kann sich sodann auch aus den Umständen der Auftragserteilung ergeben. Es ergibt sich bereits aus den allgemeinen vertragsrechtlichen Grundsätzen, dass der Finanzdienstleister keine Best Execution schuldet, wenn er nach Treu und Glauben und den Umständen davon ausgehen kann, dass der Kunde von ihm im konkreten Fall offensichtlich keine solche erwartet.²⁷ Insbesondere bei Kapitalmarkttransaktionen mit professionellen Investoren, was die Regel darstellt, kann ein Finanzdienstleister grundsätzlich davon ausgehen, dass sich diese bewusst sind, dass der Finanzdienstleister die Interessen des Emittenten resp. der Selling Shareholder vertritt, und entsprechend keine Best Execution im Rahmen der konkreten Transaktion erwarten. Zum gleichen Schluss kommt man unter Anwendung des sog. Four-Fold-Tests, bei welchem anhand von vier Indizien geprüft wird, ob ein Kunde legitimerweise auf eine Interessenwahrung durch das Unternehmen vertrauen darf.²⁸ So ist es inhärent bei Kapitalmarkttransaktionen, dass die teilnehmenden Banken die Interessen des Emittenten resp. der Selling Shareholder vertreten, und unter diesen Umständen erwartet ein *buy-side* Investor nicht, dass eine Bank die bestmögliche Ausführung gewährleistet. Zudem existiert im Rahmen eines Bookbuilding grundsätzlich Preistransparenz.

4. Sekundärplatzierungen (*Secondary Offerings*)

Bei Sekundärplatzierung werden keine neuen Effekten geschaffen, sondern ein bisheriger (Gross-)Aktionär bietet seine durch ihn gehaltenen und damit bereits ausgegebenen Titel dem Publikum an. Nicht selten werden solche Transaktionen mittels eines *Accelerated Bookbuilding* durchgeführt.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist das Secondary Offering nach Schweizer Recht aufgrund des fehlenden Zusammenhangs mit dem für den Primärmarkt charakterisierenden Element der Eigen- oder Fremdkapitalbeschaffung dem Sekundärmarkt zuzuordnen.²⁹ Das FIDLEG nimmt jedoch sämt-

²⁷ SK FIDLEG-Costantini/Kramer, Art. 18 N 35.

²⁸ CESR/07-2007, Ziff. 8.

²⁹ BGer 2C_571/2018, E. 3.1; BGer 2C_1068/2017, E. 2.3.2, BGer 2C_1070/2017, E. 2.3.2 m.w.H.

liche Arten von Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne feste Übernahmeverpflichtung von seinem Geltungsbereich aus.³⁰ Auch wenn bei solchen Secondary Offerings die Interaktion der Bank in der Regel mit dem bisherigen (Gross-)Aktionär und nicht mit dem Emittenten ist, fallen auch solche Transaktionen und damit zusammenhängende Dienstleistungen nach Ansicht des Autors unter die Corporate-Finance-Ausnahme des FIDLEG. Dazu gehören nach Ansicht des Autors insbesondere für IPOs mit einer reinen Sekundärkomponente börsliche oder ausserbörsliche Verkäufe grösserer Blöcke von Effekten (sog. Block Trades) durch einen bestehenden Aktionär oder Gläubiger wie auch für Aktienplatzierungen von Unternehmen mittels Accelerated Bookbuilding.

Analog zu Primärmarkttransaktionen gilt dies bei solchen Transaktionen für sämtliche Arten von Investoren (Selling Shareholders und Gläubiger), inklusive solchen, welche als Privatkunden im Sinne des FIDLEG qualifizieren und keine strategischen und/oder industriellen Ziele, sondern eine rein finanzielle Rendite verfolgen.

5. Angebot durch Emittent oder verkaufenden Aktionär

Auch ein Emittent oder ein verkaufender Aktionär, der seine eigenen Finanzinstrumente potenziellen Käufern anbietet (sei es mittels eines öffentlichen Angebots oder mittels Privatplatzierung), erbringt keine Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG. Vielmehr handelt diese Person in ihrem eigenen Interesse und nicht im Interesse des potenziellen Käufers der Finanzinstrumente. Das Handeln „für Kundinnen und Kunden“ ist jedoch gemäss Gesetzeswortlaut Voraussetzung für eine Finanzdienstleistung im Sinne von Art. 3 lit. c FIDLEG.³¹ Entsprechend sind sog. „Direct“-Marketing-Aktivitäten von Emittenten oder Selling Shareholders vom Geltungsbereich des FIDLEG ausgenommen. Dies gilt sowohl für Beteiligungs- wie auch für Forderungspapiere.

Diese Ausnahme nimmt hingegen in aller Regel „Direct“-Marketing- Aktivitäten in Bezug auf kollektive Kapitalanlagen nicht vom Geltungsbereich des FIDLEG aus: (1) Bei kollektiven Kapitalanlagen erfolgen die „Direct“-Marketing-Aktivitäten grundsätzlich nicht durch das emittierende Fondsvehikel, sondern durch die Fondsleitung. Somit fehlt es an diesem Element des Eigenvertriebs. (2) In Bezug auf kollektive Kapitalanlagen hat der Verordnungsgeber den Begriff der Finanzdienstleistung in Art. 3 Abs. 2 FIDLEV insofern erweitert, als „jede direkt an Kundinnen und Kunden gerichtete Tätigkeit [...]“ als Erwerb

³⁰ Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV.

³¹ Gl. M. CapLaw 3/2021, S. 6.

oder Veräusserung von Finanzinstrumenten im Sine von Art. 3 lit. c Ziff. 1 FIDLEG gilt. Darunter fallen nach Verordnungswortlaut auch Direct-Marketing-Aktivitäten in Bezug auf kollektive Kapitalanlagen.

6. Rückzahlung und Rückkauf von Wertpapieren

Transaktionen, die zu einer Beendigung der Beziehung zwischen Investor und Emittent führen, wie z.B. Rückzahlungen (*redemptions*) oder Rückkäufe (*repurchases*) von Wertpapieren, fallen nach Ansicht des Autors grundsätzlich ebenfalls unter die Corporate-Finance-Ausnahme gemäss FIDLEG.³² So qualifiziert die Beratung von Unternehmen mit ausstehenden Wertpapieren bezüglich einer allfälligen Rückzahlung oder eines allfälligen Rückkaufs als „Beratung zur Strukturierung von Kapital“ und fällt entsprechend unter die Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. a FIDLEV.

Neben der Beratung fällt jedoch nach Ansicht des Autors auch die Abwicklung einer solchen Transaktion unter die Corporate-Finance-Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 lit. b FIDLEV – dies, obwohl der Finanzdienstleister dabei technisch die Wertpapiere vom Investor (zurück-)kauft oder zumindest dessen Annahme des Angebots zum Verkauf an die Gesellschaft weiterleitet. Da beide Dienstleistungen Finanzinstrumente betreffen, würden sie grundsätzlich als Finanzdienstleistung gemäss FIDLEG qualifizieren. Diese Sichtweise ist jedoch aus mehreren Gründen fehlgeleitet: Erstens handelt es sich bei solchen Transaktionen nach der herrschenden Finance-Lehre ebenfalls um Corporate-Finance-Transaktionen und sie sollten daher auch unter die im FIDLEV als Corporate-Finance-Ausnahme bezeichnete Ausnahmebestimmung von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV fallen. Zweitens handelt es sich dabei um die exakte Spiegelbildtransaktion einer ordentlichen Emission (welche unbestritten von der Ausnahme in Art. 3 Abs. 3 FIDLEV erfasst ist). Da diesbezüglich kein höheres Schutzbedürfnis besteht, erscheint dem Autor eine abweichende Behandlung nicht sachgerecht. Dies trifft umso mehr zu in Fällen, in denen bereits die Ausgabebedingungen eine Call-Option des Emittenten oder ein Put-Recht des Investors vorsehen. Aber auch freiwillige Rückkaufsangebote, bei welchen Aktionäre oder Forderungsinhaber (unterstützt durch gewisse finanzielle Incentives) aufgefordert werden, freiwillig ihre Wertpapiere zurückzugeben oder in andere Wertpapiere umzuwandeln³³, fallen nach Ansicht des Autors

³² Jeweils unter Einhaltung der Bestimmungen des Obligationenrechts bezüglich des Haltens von eigenen Aktien sowie den börsenrechtlichen Bestimmungen beim Rückkauf von eigenen Aktien.

³³ Vgl. hierzu z. B. das freiwillige Incentive Offer von Meyer Burger vom 5. Dezember 2017 bezüglich ihrer ausstehenden Wandelanleihe.

unter die Corporate-Finance-Ausnahme und stellen entsprechend keine Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG dar. Ob dabei als Gegenleistung von der Gesellschaft Geld bezahlt oder „neue“ Wertpapiere ausgegeben werden, ist für die Anwendung der Corporate-Finance-Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV nach Ansicht des Autors irrelevant.

Analog zu den Ausführungen zu Primärmarkttransaktionen umfasst die Corporate-Finance-Ausnahme nach Ansicht des Autors in diesem Zusammenhang (i) die Weiterleitung der Angebotsannahme durch den Investor vom Finanzdienstleister an die Gesellschaft sowie (ii) die Durchführung der Transaktion im Rahmen des Settlements. Etwaige weitergehende Finanzdienstleistungen des Finanzdienstleisters gegenüber den Investoren (wie z.B. die Beratung in Bezug auf die Annahme des Angebots oder eine eigenständige Annahme des Angebots im Rahmen eines Vermögensverwaltungsmandats für Investoren) gelten jedoch weiterhin als Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG.

IV. *Per se* unzulässige Verhaltensweisen gemäss Art. 27 lit. c FIDLEV

Gemäss Art. 27 lit. c FIDLEV gelten Manipulationen im Rahmen von Emissionen oder Platzierungen von Finanzinstrumenten als unzulässige Verhaltensweisen von Finanzdienstleistern und sind entsprechend verboten. Weder in der Botschaft zum FIDLEG noch im Erläuterungsbericht zur FIDLEV finden sich hingegen weitergehende Informationen zu dieser Bestimmung (im Gegensatz zu den anderen in Art. 27 FIDLEV definierten unzulässigen Verhaltensweisen). Es ist daher jenen Autoren zuzustimmen, gemäss welchen diese Bestimmung die vom Legalitätsprinzip geforderte Bestimmtheit vermisst.³⁴

Gemäss Erläuterungen zur FIDLEV verstossen jedoch die in Art. 27 FIDLEV erfassten Verhaltensweisen in krasser Weise gegen das im Verhältnis zwischen Finanzdienstleister und Kunden geltende fundamentale Prinzip von Treu und Glauben und sie gehen über die im FinfraG aufsichtsrechtlich erfassten Tatbestände des Ausnutzens von Insiderinformationen und der Marktmanipulation hinaus.³⁵ Somit rechtfertigt sich gemäss den Erläuterungen zur FIDLEV die Regulierung (resp. das Verbot) solcher Tätigkeiten.

In Anlehnung an die US-Regulierung (FINRA-Rule 5131) fällt unter Art. 27 lit. c FIDLEV nach Ansicht des Autors u.a. der als Spinning bekannte Prozess, bei welchem Aktien gewissen Führungskräften von Unternehmen unverhältnismässig stark von den Underwritern zugeteilt werden, mit der Absicht, zukünf-

³⁴ CR LSFIn-Thévenoz, Art. 25 N 33 und BSK FIDLEG-Abegglen/Wettstein, Art. 25 N 25.

³⁵ Erläuterungen EFD FIDLEV/Finiv/Aov, S. 32.

tige Geschäfte von diesem Unternehmen zu erhalten, falls es an die Börse geht oder andere Dienstleistungen des Underwriters benötigt. Auch darunter fallen dürften sog. „*quid pro quo*“-Aktivitäten, womit missbräuchliche Zuteilungsvereinbarungen beschrieben werden, bei welchen Underwriter „Kickbacks“ von Empfängern von Neuemissionen erhalten, die üblicherweise in Form einer übermässigen Vergütung für andere Dienstleistungen des Finanzdienstleisters erfolgen (sog. *Laddering*).

Die Vorschrift von Art. 27 lit. c FIDLEV verbietet Manipulationen im Rahmen von „Emissionen oder Platzierungen von Finanzinstrumenten“. Bei Emissionen und Platzierungen handelt es sich jedoch grundsätzlich um Corporate-Finance-Dienstleistungen, welche vom Anwendungsbereich des FIDLEG ausgenommen sind. Gegenstand des FIDLEG (und aufgrund der Delegationsnorm auch derjenige des FIDLEV) sind „[die Festlegung von] Anforderungen für die getreue, sorgfältige und transparente Erbringung von Finanzdienstleistungen und [die Regelung des] Anbietens von Finanzinstrumenten“.

Die Anforderungen an das Erbringen von Finanzdienstleistungen legen die aufsichtsrechtlichen Pflichten fest, welche Finanzdienstleister ihren Kunden gegenüber einhalten müssen, wenn sie Finanzdienstleistungen erbringen.³⁶ Beim Geltungsbereich für das Anbieten von Finanzinstrumenten geht es grundsätzlich um die Vorschriften zur Erstellung eines Prospekts und die Vorgaben an ein Basisinformationsblatt.³⁷ Bei Art. 27 FIDLEV geht es um die Verhaltenspflichten von Finanzdienstleistern und nicht um die Pflichten im Zusammenhang mit der Erstellung eines Prospekts oder Basisinformationsblattes. Entsprechend handelt es sich dabei um eine Regulierung in Bezug auf die Anforderungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen. Diese Interpretation wird zudem gestützt durch die Tatsache, dass Art. 27 FIDLEV auf Art. 25 Abs. 3 FIDLEG beruht, welcher sich unter dem 2. Titel des FIDLEG bei den Bestimmungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen befindet.

Gemäss Erläuterungen zum FIDLEV sind „Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme von Emissionen und der Platzierung von Finanzinstrumenten“ keine Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG. Die Erläuterungen führen dabei weiter aus, dass sich die Ausnahme der Platzierung von Finanzinstrumenten mit oder ohne Übernahmeverpflichtung und von damit zusammenhängenden Dienstleistungen rechtfertigt, weil das FIDLEG dem Schutz von Anlegerinnen und Anlegern dient. Entsprechend zielt es in diesem Zusammenhang auf das Anbieten von Finanzinstrumenten an Anlegerinnen

³⁶ Botsch. FIDLEG/FINIG, S. 8919..

³⁷ Botsch. FIDLEG/FINIG, S. 8923.

und Anleger ab und nicht auf das vorgelagerte Verhältnis des Finanzdienstleisters gegenüber Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren.³⁸

Art. 27 lit. c FIDLEV schützt dabei solche „Unternehmen und deren Aktionäre als Teilhaber, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren“. Zudem werden Investoren, welche die Finanzinstrumente alloziert erhalten, dadurch geschützt. Aus diesem Grund werden solche Verhaltensweisen im amerikanischen Recht auch unter dem Kapitel der Zuteilung von Effekten im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen geregelt.³⁹

Mangels Qualifikation als Finanzdienstleistung im Sinne des FIDLEG untersteht ein Dienstleister in Bezug auf die Erbringung von Corporate-Finance-Dienstleistungen (d. h. u. a. für Kapitalmarkttransaktionen und die Platzierung von Finanzinstrumenten im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen an Investoren) auch nicht den Bestimmungen des FIDLEG (und der FIDLEV). Sollte jedoch ein solcher Finanzdienstleister neben den Corporate-Finance-Services auch Finanzdienstleistungen im Sinne des FIDLEG erbringen, dann untersteht er gegenüber diesen FIDLEG-Kunden (d. h. insbesondere Anlegern) den Organisationspflichten des FIDLEG (wozu auch Art. 27 FIDLEV gehört) und entsprechend auch der Missbrauchsverbotsnorm von Art. 27 lit. c FIDLEV.

Diese Interpretation lässt sich auch durch die Entstehungsgeschichte von Art. 27 lit. c FIDLEV rechtfertigen. Während die besagte Bestimmung bereits im Entwurf zur FIDLEV enthalten war, fand die Corporate-Finance-Ausnahme in Art. 3 Abs. 3 FIDLEV erst im Anschluss an die Vernehmlassung Aufnahme im Verordnungstext. In diesem Zusammenhang schien die Streichung – oder besser Präzisierung von Art. 27 lit. c FIDLEV auf Fälle der Erbringung von Finanzdienstleistungen – vergessen gegangen zu sein.

Im Rahmen der Erbringung von reinen Corporate-Finance-Dienstleistungen (wie z. B. Platzierungsaktivitäten bei Kapitalmarkttransaktionen) kann ein Dienstleister folglich nicht für eine Verletzung von Art. 27 lit. c FIDLEV aufsichtsrechtlich belangt werden. In diesem Ausmass liegt Art. 27 lit. c FIDLEV nach Ansicht des Autors ausserhalb des gesetzlichen Delegationsrahmens für die FIDLEV. Dies gilt nach Ansicht des Autors nicht nur gegenüber „Unternehmen und deren Aktionären als Teilhaber, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren“, sondern auch gegenüber den Investoren im Rahmen einer Platzierung und Allokation von Wertschriften, da diese buy-side Platzierungsaktivitäten ebenfalls unter die Corporate-Finance-Ausnahme von Art. 3 Abs. 3 FIDLEV zu

³⁸ Erläuterungen EFD FIDLEV/FINIV/AOV, S. 20.

³⁹ Vgl. FINRA-Manual, Rule 5131.

subsumieren sind.

Basierend auf dem Gesagten ist auch die Auffassung abzulehnen, der weitgefasste Wortlaut von Art. 27 lit. c FIDLEV wolle in allgemeiner Weise „Raum für weitere Anwendungsfälle“, d. h. für die Erfassung von Verhaltensweisen, die nicht ausdrücklich in lit. a, b und d von Art. 27 FIDLEV genannt sind, lassen.⁴⁰ Der enge Wortlaut „bei Dienstleistungen im Rahmen von Emissionen und Platzierungen von Finanzinstrumenten“ sowie die fehlende Normenbestimmtheit verbieten nach Ansicht des Autors eine solche breite Interpretation von Art. 27 lit. c FIDLEV als Auffangklausel.⁴¹

Wie in Teil 3 Kap. II erläutert, untersteht das privatrechtliche Verhältnis zwischen dem Emittenten und dem Underwriter grundsätzlich ebenfalls dem Auftragsrecht, da dieses subsidiär auch für das Kommissionsrecht (Art. 425 ff. OR) gilt. Vor diesem Hintergrund hat der Underwriter die Sorgfalts- und Treuepflichten von Art. 398 Abs. 2 OR zu beachten. Aktivitäten wie Spinning und Laddering verletzen dabei in grundlegender Art und Weise die Treuepflichten des Underwriters. Durch die Erwähnung in Art. 27 lit. c FIDLEV wird dies nochmals explizit klargestellt und aufgrund der hier vertretenen Auffassung der Ausstrahlungswirkung des FIDLEG auf das Privatrecht kann Art. 27 lit. c FIDLEV auch zur Konkretisierung der auftragsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflichten im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen beigezogen werden. Aus der Perspektive des Kundenschutzes scheint somit die Frage, ob Art. 27 lit. c FIDLEV ausserhalb des gesetzlichen Delegationsrahmens für die FIDLEV liegt, eher theoretischer Natur. Das Problem liegt jedoch auch hier in der Durchsetzbarkeit des privatrechtlichen Anspruches: Nur im Falle eines Schadens kann der Dienstleistungsempfänger allenfalls einen Schadenersatzanspruch geltend machen. Praktisches Problem dabei ist jedoch die Kausalität: Der geschädigte Kunde muss den Nachweis erbringen, dass die Pflichtverletzung (wie z. B. das Laddering) für den eingetretenen Schaden adäquat kausal war.

⁴⁰ Gl. M. BSK FIDLEG-Abegglen/Wettstein, Art. 25 N 96; a. M. SK FIDLEG-Schott/Schott, Art. 25 N 113.

⁴¹ BSK FIDLEG-Abegglen/Wettstein, Art. 25 N 96.

V. Einschätzung im Hinblick auf die EU-Äquivalenz

I. EU-Äquivalenz in Bezug auf die M&A-Beratung

Wie erläutert verlangt MiFID II für die ausschliessliche „Corporate Finance Beratung“ als Nebendienstleistung keine Zulassung und Corporate Finance Beratungsanbieter, die nicht als MiFID II-Wertpapierfirma qualifizieren, haben entsprechend keine Organisationsanforderungen und Wohlverhaltensregeln gemäss MiFID II einzuhalten. Nur wenn eine MiFID II-Wertpapierfirma solche Corporate Finance Beratungsdienstleistungen erbringt, werden diese ebenfalls durch MiFID II reguliert. Ein Äquivalenzbescheid gestützt auf Art. 47 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) hätte für die Schweiz nicht nur für die Haupttätigkeit den EU-Pass zur Folge, sondern auch für Nebendienstleistungen wie Corporate Finance Beratung.⁴²

Bei reinen Corporate Finance Beratungsanbietern ist die EU-Regelung deckungsgleich wie in der Schweiz: Solche Beratungsanbieter sind nicht dem Aufsichtsrecht unterstellt. Bei gemischten Dienstleistern, d.h. solche die Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten (resp in der Schweiz Finanzdienstleistungen gemäss FIDLEG) und Corporate Finance Dienstleistungen erbringen, zeichnen sich signifikante Unterschiede ab, da diese (i) keiner kontinuierlichen und effektiven Aufsicht unterstehen, (ii) keiner Eignungsprüfung ihrer qualifiziert beteiligten Eigner und Geschäftsleiter unterstehen sowie (iii) keine aufsichtsrechtlichen Organisationsanforderungen und Wohlverhaltensregeln einzuhalten haben.

Aus diesen Ausführungen lässt sich folgern, dass erhebliche Unterschiede bei der Regulierung von Corporate Finance Dienstleistungen durch MiFID II-Wertpapierfirma und FIDLEG-Finanzdienstleistern existieren. Die EU-Äquivalenzvorschriften verlangen jedoch wie erwähnt keine Deckungsgleichheit, sondern lediglich Vergleichbarkeit. Die Regulierung nach MiFID II resp. FIDLEG ist insofern vergleichbar, als dass reine Corporate Finance Beratungsanbieter weder in der EU noch in der Schweiz dem Aufsichtsrecht unterstellt sind. Somit gehen beide Regulierungen vom gleichen Kernprinzip aus, dass Corporate Finance Dienstleistungen nicht dem Schutzgedanke von MiFID II resp. FIDLEG unterstehen. Folgt man dieser Einschätzung, gibt es nach Ansicht des Autors valide Gründe die Schweizer Finanzmarktregelung im Bereich der Corporate Finance Beratungsdienstleistungen als aufsichtsrechtlich äquivalent zu betrachten.

⁴² Emmenegger/Bigler, 163.

2. EU-Äquivalenz in Bezug auf Kapitalmarkttransaktionen

Die MiFIR sieht für Wertpapierdienstleistungen ein Äquivalenzverfahren vor, das auf geborene professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien beschränkte Passrechte und eine beschränkte substituted compliance beinhaltet (Art. 47 MiFIR). Drittland-Anbieter können im Falle eines positiven Äquivalenzentscheides aus ihrem Herkunftsland heraus Dienstleistungen in der gesamten EU erbringen.⁴³

Kapitalmarkttransaktionen mit oder ohne fester Übernahmeverpflichtung qualifizieren in der EU als Wertpapierdienstleistungen gemäss MiFID II und unterstehen entsprechend einer Reihe von Regeln und Pflichten, insbesondere zum Umgang mit Interessenkonflikten. In der Schweiz unterstehen solche Dienstleistungen nicht dem FIDLEG, jedoch – sofern durch eine Bank erbracht – der Zuteilungsrichtlinie von Swiss Banking, welche als Selbstregulierungsbehörde für Schweizer Banken fungiert.

Aus diesen Ausführungen lässt sich folgern, dass in Bezug auf Kapitalmarkttransaktionen mit fester Übernahmeverpflichtung eine Gleichwertigkeit insoffern gegeben ist, als dass solche Transaktionen in der Schweiz nur durch Banken und Wertpapierhäuser erbracht werden dürfen. Die für Schweizer Banken und Wertpapierhäuser anwendbaren Bestimmungen sind mit denjenigen von MiFID II vergleichbar, auch wenn die Zuteilungsrichtlinie *de lege lata* nur für Banken (und nicht für Wertpapierhäuser) gilt. Bei Kapitalmarkttransaktionen ohne feste Übernahmeverpflichtung, welche in der Schweiz auch durch unregulierte Institutionen angeboten werden können, bestehen hingegen grosse Unterschiede zwischen MiFID II und der anwendbaren Regulierung in der Schweiz.

Kapitalmarkttransaktionen werden zumeist für professionelle Kunden erbracht. Entsprechend wäre für Schweizer Corporate Finance Dienstleister ein zentralisierter Zugang zur gesamten EU, wie er durch einen positiven Äquivalenzentscheid vermittelt würde, von zentraler Bedeutung. Im Hinblick auf das Verfahren nach Art. 47 MiFIR müssten in der Schweiz jedoch zuerst noch die Grundlagen für die Reziprozität unter dem FIDLEG geschaffen werden, da eine solche eine weitere Voraussetzung des Art. 47 MiFIR-Verfahrens darstellt.

⁴³ Emmenegger/Bigler, 163.

Damit wird wiederholt deutlich, dass der Versuch einer Angleichung an MiFID II mittels FIDLEG und FINIG nur in Teilbereichen gelungen ist. Ob die EU vor diesem Hintergrund die Schweizer Regelung als äquivalent anschaut, scheint angesichts der teilweise materiellen Unterschiede zwischen MiFID II und FIDLEG zumindest fraglich.

Literaturverzeichnis

- Bahar Rashid/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz / Finanzinstitutsgesetz, Basel 2022.
- Emmenegger Susan / Bigler Andrea, Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen, SZW 2019, 155 ff.
- Favre et al., FinSA (FIDLEG) Position Paper regarding selected Aspects of the Financial Services Act (FinSA), Swiss Capital Markets Law (CapLaw) 3/2021.
- Finra, FINRA-Manual, September 2019.
- Isler Vanessa/Eckert Fabrice, 10 Fragen und Antworten zum FIDLEG, GesKR 2021, 42 ff.
- René Bösch et al., Position Paper regarding selected Aspects of the Financial Services Act (FinSA), CapLaw 3/2021, 1 ff.
- Richa Alexandre/Fischer Philipp (Hrsg.), Commentaire romand loi sur les services financiers, Basel 2022.
- Sethe Rolf/Bösch René/Favre Olivier/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), Schulthess Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), Zürich 2021.
- Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz (BEHG) und Finanzmarktgesetz (FINMAG), 2. Aufl., Basel 2011.

Materialverzeichnis

- Auszug aus dem Urteil der zweiten öffentlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 9. Oktober 2018, BGer 2C_1068/2017 / BGer 2C_1070/2017.
- Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBI 8901 ff. (15.073).
- Committee of European Securities Regulators (CESR), Understanding the definition of advice.

Aktuelles von der SIX-Emittentenregulierung: SDX, Sparks, Ad-hoc-Publizität

Daniel Häusermann

Inhalt

I.	Einführung	168
II.	Die SIX Digital Exchange (SDX)	168
1.	Übersicht	168
2.	Emittentenregulierung an der SDX durch SIX Exchange Regulation	169
3.	Was kann an der SDX kotiert werden?	170
4.	Wichtigste Abweichungen von den Emittentenregularien der SIX Swiss Exchange	171
III.	Sparks	172
1.	Sparks als neues Handelssegment und regulatorischer Standard	172
2.	Kurzes Handelsfester zwecks effektiverer Preisbildung und Handelsausführung	173
3.	Unterschiede bei den Kotierungsvoraussetzungen	174
a)	Marktkapitalisierung bei Kotierung maximal CHF 500 Mio.	174
b)	Track Record mindestens 2 Jahre	175
c)	Eigenkapital mindestens CHF 12 Mio.	175
d)	Free Float von mindestens 15%, CHF 15 Mio. und mindestens 50 Anleger	176
4.	Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung	177
5.	Keine formellen Erleichterungen betreffend Prospekt	178
6.	Exkurs: gesetzliche Erleichterungen für kleine und mittlere Publikumsgesellschaften	178
7.	Wechsel des regulatorischen Standards	179
a)	Obligatorischer Wechsel bei Marktkapitalisierung von mehr als CHF 1 Mrd.	179
b)	Freiwilliger Wechsel aus anderen und in andere Standards	179
c)	Vertragsrechtliche Fragen	180
8.	Fazit	180
IV.	Revision der Ad-hoc-Publizität	181
1.	Übersicht und Ziel der Revision	181
2.	Präzisierte Definition der „kursrelevanten Tatsache“	182
3.	Betonung des Beurteilungsspielraums der Emittenten	183
4.	Beschränkung der Per-se-Kursrelevanz	184
5.	Organisatorische Massnahmen zur Verhinderung von Informationslecks	185
6.	Kennzeichnungs- und Klassifizierungspflicht für Ad-hoc-Mitteilungen	187
7.	Übermittlung an SER nur noch via Connexor Reporting	188

8.	Obligatorischer Anruf bei SER während handelskritischer Zeit	188
9.	Black-out-Perioden im Corporate-Governance-Bericht	188
V.	Ausblick	189
	Literaturverzeichnis	189

I. Einführung

2021 war in Bezug auf die Emittentenregulierung durch die SIX Exchange Regulation AG das zweite geschäftige Jahr in Folge. Nach der Einführung des neuen Prospektrechts per 1. Januar 2020 gab es 2021 gleich vier grössere Neuerungen, und zwar:

- die Gründung der SIX Digital Exchange (SDX) als Börse und Zentralverwahrer für tokenisierte Beteiligungsrechte und Anleihen (nachfolgend [II](#));
- die Einführung eines neuen „Sparks“-Segments an der SIX Swiss Exchange AG (nachfolgend „SIX Swiss Exchange“) für den Handel mit Beteiligungsrechten kleinerer Publikumsgesellschaften (nachfolgend [III](#));
- revidierte Regeln zur Ad-hoc-Publizität (nachfolgend [IV](#)); und
- die Einführung eines neuen regulatorischen Standards für Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) an der SIX Swiss Exchange AG.

Im vorliegenden Beitrag werden die ersten drei Neuerungen kurz vorgestellt. Zum Standard für SPACs siehe den Beitrag von [Urs Kägi und Matthias Tanner vorn in diesem Band](#).

II. Die SIX Digital Exchange (SDX)

I. Übersicht

Die Schweiz hat eine neue Börse, die SIX Digital Exchange (SDX). Die SDX bezeichnet sich selbst als „The world's first regulated digital market infrastructure“.¹ Die SDX gehört zu 100% der SIX Group und ist eine Börse und Zentralverwahrer für tokenisierte Beteiligungsrechte und Anleihen. Sie wurde von der FINMA am 10. September 2021 bewilligt und ihre Regularien traten am 15. Oktober 2021 in Kraft.

Organisatorisch besteht die SDX aus zwei Gesellschaften, nämlich

- der SDX Trading AG, die über eine Bewilligung der FINMA als Börse (Art. 26 lit. b FinraG) verfügt; und

¹ SDX, abrufbar unter <<https://www.sdx.com/>>.

- der SIX Digital Exchange AG, die über eine Bewilligung der FINMA als Zentralverwahrer (Art. 61 FinfraG) verfügt.

Die SDX Trading AG ist gewissermassen das Analogon zur SIX Swiss Exchange und die SIX Digital Exchange AG jenes zur SIX SIS AG. Die SDX ist als (traditionelle) Börse und Zentralverwahrer bewilligt und verfügt somit nicht über eine Bewilligung als DLT-Handelssystem (Art. 73a FinfraG). An der SDX werden denn auch keine DLT-Effekten i.S.v. Art. 2 lit. b^{bis} FinfraG gehandelt, sondern Bucheffekten.²

Der Handel an der SDX Trading AG und die Abwicklung der Abschlüsse durch die SIX Digital Exchange AG erfolgen auf einer DLT-Plattform und nach dem Prinzip des sog. „Atomic Settlement“, d.h. die endgültige Zusammenführung der Aufträge wird erst im Zeitpunkt der erfolgreichen Abwicklung der Abschlüsse rechtswirksam, womit es keine rechtswirksamen börslichen Abschlüsse geben kann, die nicht abgewickelt werden.³ Als Zahlungsmittel für die Abwicklung der Abschlüsse dient ein von der SIX Digital Exchange AG ausgegebener Stablecoin. Teilnehmer der SIX Digital Exchange AG erhalten gegen entsprechende SIC-Überweisung auf das Konto der SIX Digital Exchange AG den Stablecoin gutgeschrieben.⁴

Am 29. November 2021 wurde an der SDX die erste Anleihe kotiert, und zwar eine zweiteilige 0.125%-Anleihe der SIX Group AG mit Fälligkeit 2026 im Gesamtbetrag von CHF 150 Mio., deren eine Tranche an der SDX Trading AG kotiert ist und die andere an der SIX Swiss Exchange.⁵

2. Emittentenregulierung an der SDX durch SIX Exchange Regulation

Die Emittentinnen an der SDX Trading AG werden wie jene an der SIX Swiss Exchange von der SIX Exchange Regulation AG (SER) reguliert. Der Regulierungsrahmen ist mit jenem für die SIX Swiss Exchange – mit einigen Besonderheiten – weitgehend identisch. Die SDX Trading AG verfügt über ein Kotierungsreglement (nachfolgend „KR SDX“), das wie alle Regularien der SDX

² Siehe unten bei Fn. 14 ff.

³ Ziff. 14 Abs. 1 des Handelsreglement der SDX; grafischer Vergleich zwischen der Handels- und Abwicklungsinfrastruktur der SIX Swiss Exchange und der SDX in Bank for International Settlements/SIX Group AG/Swiss National Bank, Project Helvetia: Settling tokenised assets in central bank money, December 2020, abrufbar unter <<https://www.bis.org/publ/othrop35.pdf>>, 10; weitere Details zur technischen Infrastruktur a.a.O., 11 f., sowie in SDX, SDX Webinar: General Information, September 2021 (bei den Akten des Verfassers), Folien 22 ff.

⁴ Vgl. SDX Webinar (Fn. 3), Folie 31.

⁵ ISIN CH1142754337 (SDX:SIX211); ISIN CH1142754345 (SIX:SIX212).

Trading AG am 15. Oktober 2021 in Kraft getreten ist und grundsätzlich mit globalen Verweisen auf das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange (nachfolgend „KR SIX“) operiert.⁶

3. Was kann an der SDX kotiert werden?

Die SDX Trading AG lässt nur Primärkotierungen zu.⁷ Emittentinnen können somit weder Effekten, die z.B. an der SIX Swiss Exchange oder einer anderen Börse primär kotiert sind, an der SDX Trading AG sekundär kotieren noch können Effekten bloss zum Handel zugelassen werden.

Kotiert werden können einmal Beteiligungsrechte von Emittentinnen mit Sitz in der Schweiz, und zwar unter den folgenden regulatorischen Standards:

- dem International Reporting Standard;
- dem Swiss Reporting Standard;
- den Standards für Investment- bzw. Immobiliengesellschaften; und
- dem Standard für Hinterlegungsscheine.⁸

Nicht vorgesehen ist eine Kotierung von Beteiligungsrechten unter dem Sparks-Standard⁹, dem Standard für SPACs oder die Kotierung kollektiver Kapitalanlagen.

Weiter können an der SDX Trading AG Anleihen in- oder ausländischer Emittentinnen kotiert werden, sofern die Anleihe schweizerischem Recht untersteht.¹⁰

Wandelanleihen können kotiert werden, wenn die Beteiligungsrechte, in welche sie gewandelt werden können, auch an der SDX Trading AG kotiert sind.¹¹ Da wie erwähnt nur Primärkotierungen an der SDX Trading AG zulässig sind, wäre es einer Gesellschaft, deren Beteiligungsrechte z.B. an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, nicht möglich, eine Wandelanleihe an der SDX Trading AG zu kotieren.

Derzeit nicht möglich ist eine Kotierung von Derivaten oder strukturierter Produkte an der SDX Trading AG.¹²

⁶ Das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange wird im KR SDX „KR SSX“ genannt, was logisch verständlich („SIX“ ist ein gruppenweit verwendetes Kürzel in der SIX Group), aber auch etwas gewöhnungsbedürftig ist.

⁷ Art. 9 Abs. 3 des Kotierungsreglements der SDX (KR SDX).

⁸ Art. 3 Abs. 2 und Art. 9a Abs. 3 KR SDX.

⁹ Siehe unten [III](#).

¹⁰ Art. 3 Abs. 3 KR SDX sowie KR SDX Anhang A Ziff. 2.2.

¹¹ KR SDX Anhang A Ziff. 2.4.

¹² Art. 3 KR SDX *e contrario*.

4. Wichtigste Abweichungen von den Emittentenregularien der SIX Swiss Exchange

Wie erwähnt, ist der Regulierungsrahmen für Emittentinnen, deren Effekten an der SDX Trading AG kotiert sind, mit jenem für an der SIX Swiss Exchange kotierte Effekten weitgehend identisch und operiert das KR SDX weitgehend mit globalen Verweisen auf das KR SIX.

Was die Kotierungsvoraussetzungen betrifft, weicht das KR SDX vom KR SIX insbesondere in folgender Hinsicht ab:

- Die Abschlüsse an der SDX werden über die SIX Digital Exchange AG und nicht (wie bei an der SIX Swiss Exchange kotierten Effekten) über die SIX SIS AG abgewickelt.¹³
- Die Effekten müssen zwingend die Form von Bucheffekten haben, denen Wertrechte zugrunde liegen.¹⁴ Dabei kann es sich m.E. um einfache Wertrechte (Art. 973c OR) oder um Registerwertrechte (Art. 973d OR) handeln. Die Wertrechte sind bei der SIX Digital Exchange AG als Verwahrungsstelle zwecks Schaffung von Bucheffekten zu hinterlegen.¹⁵ Damit ist zugleich gesagt, dass die SIX Digital Exchange AG das Hauptregister führt.¹⁶
- Eine zweite Handelslinie für Beteiligungsrechte, etwa zwecks Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms oder einer öffentlichen Übernahme, kann nicht eröffnet werden.¹⁷
- Auch ein Bezugsrechtehandel ist nicht möglich.¹⁸
- Schliesslich steht für Anleihen das Internet Based Listing nicht zur Verfügung.¹⁹

Die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung sind mit jenen für Emittentinnen, deren Effekten an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, identisch.²⁰ Dies gilt beispielsweise für die periodische Berichterstattung, die Ad-hoc-Publizität und – bei Beteiligungsrechten – die Meldung von Management-Transaktionen. Anders als bei der SIX Swiss Exchange gibt es für die SDX

¹³ Art. 23 KR SDX i.V.m. Art. 14 Handelsreglement SDX.

¹⁴ Vgl. KR SDX Anhang B Ziff. 2.1.

¹⁵ Vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. d des Bundesgesetzes über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz, BEG, SR 957.1).

¹⁶ Vgl. Art. 6 Abs. 1 lit. c und Abs. 2 BEG; KR SDX Anhang B Ziff. 2.1.

¹⁷ KR SDX Anhang B Ziff. 3.1.

¹⁸ KR SDX Anhang B Ziff. 3.3.

¹⁹ KR SDX Anhang B Ziff. 4.1.

²⁰ Vgl. den Globalverweis in Art. 49-56 KR SDX.

Trading AG keine elektronische Melde- und Veröffentlichungsplattform.²¹ Die Regel- und anderen Meldepflichten müssen vielmehr via E-Mail erfüllt werden.²²

Hat eine Emittentin an der SIX Swiss Exchange Beteiligungsrechte primärkotiert, so genügt es für Zwecke der Regularien der SDX, wenn die Emittentin die Pflichten für die Aufrechterhaltung der Kotierung an der SIX Swiss Exchange erfüllt.²³ Eine Ausnahme besteht für die Regelmeldepflichten.²⁴ Wegen des Verbots von Zweitkotierungen werden nur Emittentinnen in den Genuss dieser Gleichwertigkeitsregel kommen, die an der SIX Swiss Exchange Beteiligungsrechte primär kotiert haben und an der SIX Anleihen oder eine andere Kategorie Beteiligungsrechte kotiert haben.

Für das Kotierungsverfahren, das auch für die SDX Trading AG mit SER zu durchlaufen ist, ist von Bedeutung, dass gestützt auf das KR SIX registrierte anerkannte Vertretungen berechtigt sind, auch Kotierungsgesuche bei der SDX einzureichen.²⁵

III. Sparks

I. Sparks als neues Handelssegment und regulatorischer Standard

Die SIX Swiss Exchange hat per 1. Oktober 2021 ein neues Segment für Beteiligungsrechte kleiner und mittlerer Unternehmen namens Sparks geschaffen. Die SIX Group vermarktet Sparks als „Börse für KMU“.²⁶ Rechtlich ist Sparks zum einen ein neues Handelssegment²⁷ und zum anderen ein neuer regulatorischer Standard innerhalb des Standards für Beteiligungsrechte.²⁸

²¹ KR SDX Anhang B Ziff. 5.1.

²² KR SDX Anhang B Ziff. 5.3.

²³ Art. 56a Satz 1 KR SDX.

²⁴ Art. 56a Satz 2 KR SDX.

²⁵ Art. 58a KR SDX.

²⁶ SIX Group, Sparks: the SME Stock Exchange, abrufbar unter <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-sme-stock-exchange.html>>; zu den wirtschaftlichen Hintergründen siehe Schneiter/Kühn, 18 f.

²⁷ Ziff. 2 Abs. 1 lit. a der Wegleitung „Handelsparameter“ der SIX Swiss Exchange vom 1. Oktober 2021.

²⁸ Art. 3 Abs. 2 KR SIX.

Im Februar 2022 fand der erste Börsengang im Sparks-Segment statt, und zwar jener der XLife Sciences AG mit einer Marktkapitalisierung am Ende des ersten Handelstags von CHF 270 Mio.²⁹

2. Kurzes Handelsfester zwecks effektiverer Preisbildung und Handelsausführung

Die SIX Swiss Exchange möchte mit Sparks kleineren und mittleren Unternehmen den Gang an die Börse erleichtern. Da die Beteiligungsrechte dieser Unternehmen meist wenig liquid sind, sieht das Sparks-Segment ein verkürztes Handelsfenster vor, das mit einer Eröffnungsauktion ab 15:00 Uhr (übrige Segmente: ab 9:00 Uhr) beginnt und – wie bei den übrigen Segmenten – um 17:20 Uhr mit der Schlussauktion endet.³⁰ Das Handelsfenster ist somit während ca. 2 Stunden 20 Minuten offen, verglichen mit 8 Stunden 20 Minuten bei den anderen Segmenten. Wie bei den übrigen Segmenten gibt es im Sparks-Segment einen Handel zum Schlusskurs (*trading at last*) bis 17:40 Uhr.³¹ Von dem verkürzten Handelsfenster verspricht sich die SIX Swiss Exchange einen lebhafteren Handel während der Handelszeit mit verbesserter Handelsausführung und effizienterer Preisbildung.³²

Das Sparks-Handelsfenster ist so angesetzt, dass es während der Geschäftzeiten an der amerikanischen Ostküste offen ist. Für Investoren in Ostasien liegt das Handelsfenster hingegen ungünstig, doch wird die Handelsaktivität asiatischer Investoren in diesem Segment ohnehin überschaubar sein.

Eine rechtliche Konsequenz des kurzen Handelsfensters ist, dass die handelskritische Zeit für Zwecke der Ad-hoc-Publizität deutlich kürzer ist, und zwar nur von 13:30 Uhr (90 Minuten vor Handelsbeginn) bis 17:40 Uhr.³³ Emittentinnen aus dem Sparks-Segment können somit Ad-hoc-Mitteilungen ohne Weiteres am Vormittag und während der Mittagszeit bis 13:30 Uhr veröffentlichen. Der Aufwand, der mit der Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen frühmorgens vor 7:30 Uhr verbunden ist, entfällt für diese Emittentinnen.

²⁹ Siehe SIX, Xlife Sciences AG, abrufbar unter <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/shares/ipo-history/2022/xls.html>>.

³⁰ Wegleitung „Handelsparameter“, Anhang C Ziff. 1.

³¹ Wegleitung „Handelsparameter“, Anhang C Ziff. 1.

³² SIX Swiss Exchange Mitteilung Nr. 24/2021 vom 7. September 2021; skeptisch Schneiter/Kühn, 21 f.

³³ Vgl. Art. 11 der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität von SER vom 10. März 2021 (RLAhP).

Daneben ist der maximale Auftragswert im Sparks-Handelssegment mit CHF 10 Mio. deutlich kleiner als in den anderen Segmenten (z.B. Mid-/Small-Caps: mindestens CHF 50 Mio., Large Caps: mindestens CHF 100 Mio.).³⁴

3. Unterschiede bei den Kotierungsvoraussetzungen

a) Marktkapitalisierung bei Kotierung maximal CHF 500 Mio.

Es ist das Definitionsmerkmal des Sparks-Standards, dass die Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt der Kotierung maximal CHF 500 Mio. betragen darf.³⁵ Der Emissionsführer muss schriftlich bestätigen, dass diese Regel eingehalten wird.³⁶ Eine Mindestkapitalisierung gibt es nur indirekt, indem der Free Float mindestens CHF 15 Mio. betragen muss.³⁷

Für die Berechnung der Marktkapitalisierung zum Zeitpunkt der Kotierung ist m.E. – wie für die Berechnung des Free Float – der von der Emittentin für die Eröffnung des Handels am ersten Handelstag angegebene theoretische Eröffnungspreis massgebend.³⁸ Was die Anzahl Beteiligungsrechte betrifft, sind m.E. sämtliche im Publikum befindlichen Beteiligungsrechte (*outstanding shares*) der kotierten Gattung(en) zu zählen, nicht aber Beteiligungsrechte einer Gattung, die nicht kotiert ist, und auch nicht Beteiligungsrechte, die von der Emittentin oder von Rechtseinheiten gehalten werden, welche die Emittentin beherrscht. Nicht in die Berechnung einzubeziehen ist eine allfällige Mehrzuteilungsoption (Greenshoe) in Primäraktien, da diese Aktien im Zeitpunkt der Kotierung noch nicht existieren.

Theoretisch sollte es möglich sein, Beteiligungsrechte einer Gattung nach dem Sparks-Standard kotieren zu lassen, wenn bereits Beteiligungsrechte einer anderen Gattung nach einem anderen Standard kotiert sind. Für die Berechnung der Marktkapitalisierung wären diesfalls die Beteiligungsrechte sämtlicher kotierter Gattungen massgebend und nicht nur jene, die nach dem Sparks-Standard kotiert sind.

In einem IPO könnte es vorkommen, dass die voraussichtliche Marktkapitalisierung nahe bei CHF 500 Mio. liegt. Eine Kotierung der Beteiligungsrechte nach dem Sparks-Standard könnte in diesem Fall die Möglichkeit zur Erhö-

³⁴ Wegleitung „Handelsparameter“, Anhang A Ziff. 3 Abs. 3, B Ziff. 3 Abs. 3 und C Ziff. 3 Abs. 3.

³⁵ Art. 89a KR SIX.

³⁶ Art. 5 Abs. 1 Ziff. 8^{bis} der Richtlinie von SER betr. Verfahren für Beteiligungsrechte (RLVB).

³⁷ Art. 89e KR SIX.

³⁸ Vgl. Art. 5 der Richtlinie von SER betr. Streuung von Beteiligungsrechten vom 18. Juni 2021 (RLST), Stand per 1. Oktober 2021; evtl. ebenso Kuert/Zingg, 11.

hung der Preisspanne bzw. des IPO-Preises oder – bei einem Primärangebot – zur Erhöhung der Anzahl angebotener Aktien begrenzen. In diesen Fällen könnte es sich anbieten, gestützt auf Art. 7 KR SIX eine Ausnahme zu beantragen, und zwar dahingehend, dass eine Kotierung unter dem Sparks-Standard in jedem Fall zulässig ist, wenn zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der maximalen Anzahl angebotener Aktien und der Preisspanne die voraussichtliche Marktkapitalisierung am oberen Ende der Preisspanne maximal CHF 500 Mio. beträgt, selbst wenn während des Bookbuilding das obere Ende der Preisspanne und/oder die Anzahl angebotener Aktien erhöht und dadurch die massgebende Marktkapitalisierung überschritten wird.

b) *Track Record mindestens 2 Jahre*

Die Kotierungsvoraussetzungen gemäss Sparks-Standard sind im Vergleich zum International Reporting Standard und dem Swiss Reporting Standard insofern erleichtert, als die Emittentin nur für zwei statt dreier Jahre bestehen muss.³⁹ Die Ausnahmen gemäss Richtlinie Track Record sind dieselben wie für die übrigen Standards.

Gemäss KR SIX haben Emittentinnen unter dem Sparks-Standard auch ihre Jahresabschlüsse nach geltendem Rechnungslegungsstandard nur für die zwei (statt drei) dem Kotierungsgesuch vorangegangenen Geschäftsjahre zu erstellen.⁴⁰ Dies nützt ihnen jedoch wenig, da das Prospektschema in Anhang 1 zur FIDLEV unabhängig hiervon Jahresabschlüsse für die drei vergangenen Geschäftsjahre verlangt.⁴¹

c) *Eigenkapital mindestens CHF 12 Mio.*

Das ausgewiesene Eigenkapital der Emittentin am ersten Handelstag muss gemäss Sparks-Standard mindestens CHF 12 Mio. betragen, wovon mindestens CHF 8 Mio. aus einer im Zusammenhang mit der Kotierung stehenden Kapitalerhöhung gegen Bareinlage stammen müssen.⁴² Keine Kapitalerhöhung ist erforderlich, wenn das Eigenkapital am ersten Handelstag mindestens CHF 25 Mio. beträgt.⁴³ Gleichzeitig mit der Einführung des Sparks-Standards wurde

³⁹ Art. 89b KR SIX; vgl. auch Art. 11 Abs. 1 KR SIX.

⁴⁰ Art. 89c KR SIX; vgl. auch Art. 12 KR SIX.

⁴¹ Anhang 1 Ziff. 2.8.1 der Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV).

⁴² Art. 89d Satz 1 KR SIX.

⁴³ Art. 89d Satz 2 KR SIX; vgl. auch Art. 15 Abs. 1 KR SIX.

der Mindestbetrag des Eigenkapitals unter dem International Reporting Standard und dem Swiss Reporting Standard von CHF 2.5 Mio. auf CHF 25 Mio. erhöht.⁴⁴

Die Kapitalausstattung ist gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard und somit auf konsolidierter Basis zu ermitteln.⁴⁵ Da es nicht möglich ist, das Eigenkapital per ersten Handelstag prospektiv zu ermitteln, sollte es m.E. genügen, das Eigenkapital per Stichtag der letzten Zwischen- oder Jahresbilanz zugrunde zu legen und dabei bedeutende Veränderungen seit dem letzten Stichtag – Kapitalerhöhungen vor oder im Zusammenhang mit der Kotierung – zu berücksichtigen.⁴⁶ Verluste oder Gewinne im ordentlichen Geschäftsgang sind m.E. ausser Acht zu lassen.

Beträgt das Eigenkapital am ersten Handelstag weniger als CHF 25 Mio., müssen wie erwähnt mindestens CHF 8 Mio. aus einer im Zusammenhang mit der Kotierung stehenden Kapitalerhöhung gegen Bareinlage stammen. Es wäre daher möglich, das Eigenkapital der Emittentin vor der Kotierung z.B. von CHF 2 Mio. auf CHF 12 Mio. zu erhöhen. Der Mindestbetrag der Kapitalerhöhung von CHF 8 Mio. gilt nur, soweit das Eigenkapital nach der Kapitalerhöhung maximal CHF 25 Mio. beträgt. Beträgt das Eigenkapital vor der Kapitalerhöhung z.B. CHF 20 Mio., so genügt eine Erhöhung um CHF 5 Mio., um die Schwelle von CHF 25 Mio. zu erreichen.

Laut KR SIX genügt es, wenn die Kapitalerhöhung „im Zusammenhang mit der Kotierung“ steht, solange sie in bar erfolgt. Die Kapitalerhöhung kann entweder durch die Ausgabe neuer Aktien oder durch eine Nennwerterhöhung erfolgen. Nicht erforderlich ist, dass neue (oder bestehende) Aktien an Investoren angeboten werden. Somit ist keine eigentliche IPO-Kapitalerhöhung erforderlich, um diese Kotierungsvoraussetzung zu erfüllen.

d) *Free Float von mindestens 15%, CHF 15 Mio. und mindestens 50 Anleger*

Nach dem Sparks-Standard kotierte Beteiligungsrechte gelten als ausreichend gestreut, wenn kumulativ (i) die Beteiligungsrechte der zu kotierenden Gattung zu mindestens 15% im Publikumsbesitz sind, (ii) die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten mindestens CHF 15 Mio. beträgt und (iii) diese Beteiligungsrechte zum Zeitpunkt der Kotierung mindestens 50 Anlegern zugeteilt sind.⁴⁷ Die ersten zwei Voraussetzungen sind weniger

⁴⁴ Art. 15 Abs. 2 KR SIX.

⁴⁵ Art. 89d KR SIX; ebenso Art. 15 KR SIX.

⁴⁶ Im Ergebnis zumindest ähnlich SHK LR-Giger, Art. 15, N 4.

⁴⁷ Art. 89e KR SIX.

streng als unter den übrigen regulatorischen Standards, in denen der Free Float mindestens 20% und CHF 25 Mio. entsprechen muss.⁴⁸ Allerdings wird für einen IPO aus Marktgründen evtl. ein deutlich grösserer Free Float notwendig sein.⁴⁹

Der Free Float ist auch für den Sparks-Standard nach der Richtline Streuung zu berechnen.⁵⁰ U.a. zählen eigene Aktien, Beteiligungsrechte von Aktionären oder Aktionärsgruppen von mehr als 5% der im Handelsregister eingetragenen Stimmrechte sowie Beteiligungsrechte, die einem Lock-up unterliegen, nicht zum Free Float.⁵¹ Massgeblich für die Berechnung der Kapitalisierung ist sodann der von der Emittentin für die Eröffnung des Handels am ersten Handelstag angegebene theoretische Eröffnungspreis.⁵²

Aus den übrigen regulatorischen Standards nicht bekannt ist die Anforderung, dass die sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten im Zeitpunkt der Kotierung mindestens 50 Anlegern zugeteilt worden sein müssen.⁵³ Die Bestimmung stellt auf die Zuteilung im Zeitpunkt der Kotierung ab. Folglich dürfen auch Investoren, denen Aktien im IPO zugeteilt wurden, mitgezählt werden, obgleich sie diese Aktien erst beim Closing des IPO und somit nach dem ersten Handelstag erwerben. Werden im IPO Aktien an weniger als 50 Investoren, die maximal 5% der Stimmrechte halten, zugeteilt, was eher der Regelfall sein dürfte, so lässt sich die Schwelle von 50 Anlegern nur durch Hinzuzählen bestehender Aktionäre erreichen. Da Aktionäre, die einem Lock-up unterliegen, nicht zum Free Float zählen,⁵⁴ wird es in diesem Fall nicht – bzw. nicht ohne Ausnahme nach Art. 7 KR SIX – möglich sein, Lock-up-Vereinbarungen mit sämtlichen bisherigen Aktionären einzugehen.

4. Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung

Die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung – darunter die periodische Finanzberichterstattung, die Regelmeldepflichten, die Ad-hoc-Publizität und die Publizität von Management-Transaktionen – gelten für das Sparks-Segment gleichermaßen wie für die übrigen Standards für Beteiligungsrechte.⁵⁵ Die SIX Swiss Exchange hat für den Corporate-Governance-

⁴⁸ Art. 19 Abs. 2 KR SIX.

⁴⁹ Siehe Kuert/Zingg, 13 m.w.H.

⁵⁰ Art. 1 Ziff. 2 RLST.

⁵¹ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 1, 2 und 4 RLST.

⁵² Art. 5 RLST.

⁵³ Art. 89e KR SIX.

⁵⁴ Art. 4 Abs. 1 Ziff. 4 RLST.

⁵⁵ Art. 26 und Art. 49 ff. KR SIX; dazu Schneiter/Kühn, 22 f.

Bericht von Emittentinnen im Sparks-Segment eine formularhafte Vorlage ausgearbeitet mit dem Ziel, ihnen die Erstellung des Corporate-Governance-Berichts zu erleichtern.⁵⁶

5. Keine formellen Erleichterungen betreffend Prospekt

Die (Erst-)Kotierung von Beteiligungsrechten im Sparks-Segment entbindet die Emittentinnen nicht von der Pflicht, einen Prospekt nach FIDLEG zu veröffentlichen. Das Prospektrecht und insbesondere das Prospektschema in Anhang 1 FIDLEV kennt auch keine Erleichterungen für kleinere Emittentinnen, die vorliegend anwendbar wären. Für Emittentinnen unter der KMU-Schwelle nach Art. 47 Abs. 1 FIDLEG gibt es in Anhang 1 FIDLEV blass zwei Erleichterungen im Falle eines öffentlichen Angebots ohne Handelszulassung: diesfalls muss keine Übersicht über Kapitalisierung und Verschuldung und kein Zwischenabschluss publiziert werden.⁵⁷ In der Advokatur sind jedoch Bestrebungen im Gange, Prospekte für kleinere Emittentinnen formularhafter auszugestalten, was den Aufwand für die Prospektgestaltung und -verifizierung verringern könnte.

6. Exkurs: gesetzliche Erleichterungen für kleine und mittlere Publikumsgesellschaften

Die gesetzlichen Vorgaben für börsenkotierte Gesellschaften gelten selbstverständlich auch für Emittentinnen, deren Beteiligungsrechte nach dem Sparks-Standard kotiert sind. Einige dieser Emittentinnen könnten jedoch von den Ausnahmen für kleine und mittlere Unternehmungen profitieren.

So sind börsenkotierte Gesellschaften von der Pflicht zur Berichterstattung über nichtfinanzielle Belange entbunden, wenn sie gruppenweit in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren entweder (i) weniger als 500 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt haben oder (ii) eine Bilanzsumme von höchstens CHF 20 Mio. und (kumulativ) einen Umsatzerlös von höchstens CHF 40 Mio. haben.⁵⁸

Gesellschaften, die unter der allgemeinen KMU-Schwelle liegen, d.h. in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren zwei der Grössen Bilanzsumme von CHF 20 Mio., Umsatzerlös von CHF 40 Mio. und 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt nicht überschreiten, werden von den Geschlechterrichtwerten

⁵⁶ Kuerz/Zingg, 10.

⁵⁷ Anhang 1 Ziff. 2.6.6 und 2.8.5 FIDLEV; dazu kritisch Schneiter/Kühn, 22.

⁵⁸ Art. 964a Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR).

für Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nicht erfasst⁵⁹ und sind im Allgemeinen auch von den Sorgfaltspflichten und Berichterstattungspflichten bezüglich Kinderarbeit entbunden⁶⁰.

7. Wechsel des regulatorischen Standards

a) Obligatorischer Wechsel bei Marktkapitalisierung von mehr als CHF 1 Mrd.

Weist eine Emittentin über ein volles, am 31. Dezember endendes Kalenderjahr eine durchschnittliche Kapitalisierung von mehr als CHF 1 Mrd. auf, muss sie zu einem anderen regulatorischen Standard für Beteiligungsrechte wechseln.⁶¹ Der obligatorische Standardwechsel soll in der Regel per 1. April des Folgejahrs vollzogen werden, spätestens aber bis zum 1. Januar des übernächsten Jahres.⁶²

b) Freiwilliger Wechsel aus anderen und in andere Standards

Emittentinnen können auch freiwillig vom Sparks-Standard zu einem anderen regulatorischen Standard für Beteiligungsrechte wechseln. Der Wechsel kann frühestens 12 Monate nach der (Erst-)Kotierung und danach jederzeit erfolgen.⁶³ Die Emittentin muss per Zeitpunkt des Wechsels die Anforderungen des jeweiligen Standards, z.B. bzgl. Kapitalisierung und Free Float, erfüllen.

Emittentinnen, deren Beteiligungsrechte nach einem anderen regulatorischen Standard kotiert sind, können einen Wechsel in den Sparks-Standard beantragen, wenn ihre durchschnittliche Kapitalisierung im vergangenen vollen, am 31. Dezember endenden Kalenderjahr weniger als CHF 500 Mio. betrug.

Die RLB scheint zu verlangen, dass der „Emissionsführer“ schriftlich bestätigt, dass bei einem Wechsel zu einem anderen Standard die Beteiligungsrechte ausreichend gestreut sind bzw. bei einem Wechsel in den Sparks-Standard die Obergrenze der Kapitalisierung eingehalten wurde.⁶⁴ Dies ist m.E. so zu verstehen, dass die Emittentin eine entsprechende Bestätigung einer aner-

⁵⁹ Art. 734f i.V.m. Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR.

⁶⁰ Art. 5 der Verordnung über Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Mineralien und Metallen aus Konfliktgebieten und Kinderarbeit vom 3. Dezember 2021 (VSoTr); eine Ausnahme besteht, wenn das Unternehmen Produkte oder Dienstleistungen anbietet, die offensichtlich unter Einsatz von Kinderarbeit hergestellt bzw. erbracht wurden.

⁶¹ Art. 89f Abs. 1 KR SIX.

⁶² Art. 89f Abs. 3 KR SIX.

⁶³ Art. 89f Abs. 4 KR SIX.

⁶⁴ Vgl. Art. 5 Abs. 1 Ziff. 8 und 8^{bis} RLB.

kannten Vertretung gemäss Art. 58a KR SIX einreichen muss, die über eine Bewilligung als Bank i.S. des BankG oder Wertpapierhaus i.S. des FINIG oder eine entsprechende Bewilligung gemäss der an ihrem Sitz geltenden Gesetzgebung verfügt.⁶⁵

c) *Vertragsrechtliche Fragen*

Emittentinnen verpflichten sich in Finanzierungs- und anderen Verträgen bisweilen, die Kotierung ihrer Beteiligungsrechte aufrecht zu erhalten. Für Emittentinnen, deren Beteiligungsrechte bisher nach einem anderen Standard als dem Sparks-Standard kotiert sind, stellt sich die Frage, ob ein Wechsel in den Sparks-Standard unter einer solchen Vertragsbestimmung zulässig ist. Der hypothetische Parteiville wird hier u.a. vom Zweck abhängen, den die Parteien mit der Klausel verfolgen. Darf ein Investor aus rechtlichen Gründen nur in kotierte Beteiligungspapiere investieren, scheint ein Wechsel in den Sparks-Standard unproblematisch und die entsprechende Vertragsklausel – unter Vorbehalt einer expliziten anderweitigen Abrede – nicht anwendbar. Ist ein Investor hingegen darauf angewiesen, in erheblichem Umfang die Beteiligungspapiere der Emittentin handeln zu können, ist die Situation weniger klar. Einerseits ist das Handelsfenster im Sparks-Segment wesentlich kürzer als in den übrigen Segmenten. Andererseits soll das verkürzte Handelsfenster gerade die Handelsausführung verbessern und die Preisbildung erleichtern.⁶⁶ Es gibt deshalb gute Gründe, darauf zu schliessen, dass die Klausel auch in dieser Konstellation nicht anwendbar ist.

8. Fazit

Nach Berechnungen des Autors gestützt auf Angaben der SIX Swiss Exchange hätten sieben von 21 IPOs (ohne Spin-offs, Direktkotierungen und SPAC) in den Jahren 2017 bis 2021 grundsätzlich im Sparks-Segment stattfinden können. Für viele Wachstumsgesellschaften ist ein IPO trotz immer zahlreicher Alternativen (z.B. Verkauf an strategischen oder Private-Equity-Investor, Übernahme durch eine SPAC) eine valable Exit-Option. Die Nachfrage nach einer niederschwelligen Kotierung im Sparks-Segment scheint somit grundsätzlich vor-

⁶⁵ Art. 43 Abs. 2 KR analog.

⁶⁶ Siehe oben [II.4](#).

handen.⁶⁷ Wie viele Unternehmen ihren Weg ins Sparks-Segment finden, wird neben anderem von der wahrgenommenen Attraktivität des kurzen Handelsfensters und vielleicht auch von reputationellen Faktoren abhängen.

Kaum einen Einfluss hat die SIX auf die Kosten eines IPO sowie die *cost of being public*. Diese sind in den letzten Jahren aufgrund staatlicher Regulierung deutlich gestiegen und könnten gerade für kleine und mittlere Unternehmen ein erhebliches Hindernis für einen Gang an die Börse darstellen.

IV. Revision der Ad-hoc-Publizität

I. Übersicht und Ziel der Revision

2021 wurden auch die Regeln zur Ad-hoc-Publizität revidiert. Die wichtigsten Änderungen sind per 1. Juli 2021 in Kraft getreten. Eines der Hauptziele der Revision war offensichtlich, kursrelevante Informationen zu trennen von den übrigen Informationen, die börsenkotierte Unternehmen veröffentlichen. Im März 2022 hat SER zudem einen Leitfaden zur Richtlinie betr. Ad-hoc-Publizität (RLAhP)⁶⁸ veröffentlicht, welcher den Kommentar zur RLAhP vom 2011 ablöst.⁶⁹

Im Folgenden werden die wichtigsten Änderungen der entsprechenden Regularien vorgestellt. Für eingehendere Überlegungen hierzu sei auf die Spezialliteratur verwiesen.⁷⁰

⁶⁷ Vgl. auch Schneiter/Kühn, 23, die darauf hinweisen, dass die Möglichkeit einer Kotierung im Sparks-Segment indirekt auch Venture-Capital-Finanzierungen attraktiver machen könnte.

⁶⁸ Richtlinie der SIX Exchange Regulation vom 10. März 2021 betr. Ad hoc-Publizität (RLAhP), abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/DAH-de.pdf>>.

⁶⁹ Leitfaden von SIX Exchange Regulation AG vom 21. März 2022 zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 1. Oktober 2021 (Leitfaden AhP).

⁷⁰ Ausführlich insbesondere Müller/Peter, *passim*.

2. Präzisierte Definition der „kursrelevanten Tatsache“

Die bislang auf das Kotierungsreglement und die Richtlinie Ad-hoc-Publizität aufgeteilte Definition der kursrelevanten Tatsache wurde präzisiert, ohne dass dadurch eine materielle Änderung beabsichtigt ist.⁷¹ Die Definition ist neu in Art. 53 Abs. 1 und Abs. 1^{bis} KR SIX wie folgt verankert:

„¹ Der Emittent informiert den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Als kursrelevant gelten Tatsachen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Erheblich ist eine Kursänderung, wenn sie das übliche Mass der Schwankungen deutlich übersteigt.

^{1bis} Das Bekanntwerden der kursrelevanten Tatsache muss geeignet sein, den verständigen Marktteilnehmer in seinem Anlageentscheid zu beeinflussen.“

Die Definition der kursrelevanten Tatsache ist nun an die Legaldefinition der Insiderinformation im FinfraG angeglichen und auch wesentlich klarer als bis anhin.⁷²

Zudem ist nicht mehr vom „durchschnittlichen“, sondern vom „verständigen“ Marktteilnehmer die Rede. Das Issuers Committee umschreibt den verständigen Marktteilnehmer als „rational handelnde Person, die mit der Tätigkeit des Emittenten und dem Markt des Finanzinstruments, in das sie investiert, vertraut ist. Sie kennt die Grundzüge des Effektenhandels, des Gesellschaftsrechts sowie Usanzen des Finanzmarktes, muss aber nicht über besonderes Fachwissen verfügen.“⁷³ Die von SER als terminologisch bezeichnete⁷⁴ Änderung der Konzeption des Marktteilnehmers ist zu begrüßen, da materiell stets

⁷¹ Issuers Committee Rundschreiben Nr. 1 – Revidierte Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität und der Corporate Governance, 10. März 2021 (IC-RS 1), Rz. 5; vgl. auch Art. 53 Abs. 1 aKR SIX und Art. 3 und Art. 4 Abs. 1 aRLAhP.

⁷² Art. 3 lit. j des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG); dazu Müller/Peter, 150; Rüttimann, 44; weiterhin müssen Emittentinnen nicht alle Insiderinformationen *ad hoc* bekannt geben, sondern nur jene, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind.

⁷³ IC-RS 1, Rz. 9; vgl. auch Bahar/Reutter, 3, die eine Parallele ziehen zu Erwägungsgrund 14 zur Marktmisbrauchsverordnung (Verordnung (EG) 596/2014 des Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über den Marktmisbrauch, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, 1), der ebenfalls vom Bild des verständigen Investors ausgeht, sowie Leitfaden AhP, Rz. 96.

⁷⁴ IC-RS 1, Rz. 9; die Austauschbarkeit der Begriffe anzweifeln Rüttimann, 44.

der verständige Marktteilnehmer massgebend war und Spekulationen darüber, ob und wie verständig der durchschnittliche Marktteilnehmer ist, nicht zielführend wären.⁷⁵

Ferner wurde in den Regularien das Wort „potentiell“ vor dem Wort „kursrelevant“ gestrichen, was laut SER ebenfalls keine materielle Änderung bedeutet.⁷⁶

3. Betonung des Beurteilungsspielraums der Emittentinnen

Die neuen Regularien drücken nun klar aus, was – zumindest *ex ante* – die ständige Praxis von SER war und ist, nämlich dass es der Emittentin obliegt zu beurteilen, ob eine Tatsache kursrelevant ist. Art. 4 Abs. 2 und 3 RLAhP lauten nun – hier interessierend – wie folgt:

² Die Beurteilung, ob das Bekanntwerden einer Tatsache geeignet ist, den Kurs erheblich zu beeinflussen, ist jeweils im konkreten Einzelfall vorgängig zum Bekanntwerden bzw. zur Bekanntgabe vorzunehmen. [...]

³ Der Emittent trifft seinen Entscheid im Rahmen seines pflichtgemässen Ermessens unter Berücksichtigung der gesellschaftsinternen Kompetenzordnung.“

Die Präzisierung, dass die Beurteilung der Emittentin anheimgestellt ist, ist zu begrüssen, und es ist zu hoffen, dass sich damit das Risiko eines *hindsight bias* bei der Beurteilung eines möglichen Verstosses gegen die Regeln zur Ad-hoc-Publizität reduzieren lässt. Dasselbe Ziel verfolgt das im Schrifttum formulierte Postulat, dass sich die zuständigen Instanzen ähnlich wie unter der aktienrechtlichen Business Judgment Rule bei der nachträglichen Beurteilung der Entscheidung der Emittentin über die Kursrelevanz zurückzuhalten haben, wenn diese Entscheidung in einem einwandfreien Prozess und auf einer angemessenen Informationsbasis zustande gekommen und nicht offensichtlich unvertretbar ist.⁷⁷

Absatz 3 von Art. 4 RLAhP verweist auf die gesellschaftsinterne Kompetenzordnung, macht den Emittentinnen aber zu Recht keine Vorschriften über die Kompetenzzuweisung, den Entscheidungsprozess oder die entsprechende Dokumentation.⁷⁸ Es ist jedoch aus verschiedenen Gründen empfehlenswert, dass die Emittentinnen diesbezüglich formelle Weisungen oder Reglemente erlassen, die etwa die Zuständigkeit für die Beurteilung der Kursrelevanz oder

⁷⁵ Weiterführend und ebenfalls befürwortend Müller/Peter, 154.

⁷⁶ IC-RS 1, Rz. 5.

⁷⁷ Müller/Peter, 157.

⁷⁸ Weiterführend Müller/Peter, 156 f.

die Berichterstattung über möglicherweise kursrelevante Tatsachen regeln.⁷⁹ Eine Dokumentation der Beurteilung der Kursrelevanz im Einzelfall ist ebenfalls nicht verlangt, aber zu empfehlen.⁸⁰

4. Beschränkung der Per-se-Kursrelevanz

Die neuen Regularien korrigieren auch die vormalige Praxis der Sanktionskommission zur sog. Per-se-Kursrelevanz, nach der jede personelle Änderung in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung nach den Regeln zur Ad-hoc-Publizität bekannt zu geben war.⁸¹ Neu bestimmt Satz 2 von Art. 4 Abs. 2 RLAhP was folgt:

„² [...] Abgesehen von Geschäfts- und Zwischenberichten gemäss Art. 49 und Art. 50 KR, die stets mit einer Ad hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR zu veröffentlichen sind, gibt es keine Tatsachen, deren Bekanntwerden als stets kursrelevant einzustufen ist.“

Die Per-se-Kursrelevanz wird somit auf die Bekanntgabe von Geschäfts- und Zwischenberichten beschränkt. Dies ist grundsätzlich zu begrüssen.⁸² Die zitierte Bestimmung ist jedoch *cum grano salis* zu nehmen, weil trotz der vordergründig abschliessenden Aufzählung der *per se* kursrelevanten Tatsachen in Art. 4 Abs. 2 Satz 2 RLAhP eine Reihe von Tatsachen faktisch regelmässig oder sogar definitionsgemäss kursrelevant sind. Beispiele sind die Gewinnwarnung, der Gewinnsprung und der Gewinneinbruch; die bisherige Praxis zu diesen Themen behält ihre Gültigkeit auch unter den neuen Regeln.⁸³ Weiter dürfte es auch unter der neuen Bestimmung schwerfallen zu argumentieren, dass eine Bekanntgabe der wichtigsten Finanzzahlen vor Veröffentlichung des Geschäfts- bzw. Zwischenberichts (*earnings release*) nicht kursrelevant ist, wird dies doch typischerweise genau deswegen gemacht, um Geschäfte zu ermöglichen, die bei Vorhandensein von Insiderinformationen nicht getätigt werden dürften.⁸⁴

Ein reines *trading update*, d.h. die Bekanntgabe neuer Finanzzahlen in regelmässigen Intervallen (z.B. quartalsweise, wenn Zwischenberichte nur halbjährlich veröffentlicht werden), ist auch unter den neuen Regeln nicht *per se* kurs-

⁷⁹ Vgl. Müller/Peter, 156.

⁸⁰ Müller/Peter, 157.

⁸¹ Kritisch Müller/Peter, 153.

⁸² Ebenfalls befürwortend Müller/Peter, 153; Rüttimann, 41.

⁸³ Vgl. Leitfaden AhP, Rz. 77 ff.

⁸⁴ Eine Per-se-Kursrelevanz annehmend Leitfaden AhP, Rz. 69; befürwortend Müller/Peter, 154.

relevant.⁸⁵ Wichtig scheint hier, dass die Emittentinnen diesbezüglich eine konsistente Praxis entwickeln. Es ist auch weiterhin zulässig, jedes Trading Update mit einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt zu geben.⁸⁶

In Bezug auf Wechsel in Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und gegebenenfalls weiteren Schlüsselpositionen⁸⁷ sind die Emittentinnen ebenfalls gut beraten, interne Beurteilungskriterien über die Kursrelevanz aufzustellen und eine konsistente Praxis zu entwickeln.⁸⁸ Auch diesbezüglich ist es weiterhin zulässig, jede personelle Änderung in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung mit einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt zu geben.⁸⁹

5. Organisatorische Massnahmen zur Verhinderung von Informationslecks

Während die Regeln zu den Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubs (Art. 54 KR SIX) und zu deren Wegfall unverändert bleiben, wurden die Pflichten der Emittentinnen im Zusammenhang mit der Verhinderung von Informationslecks verschärft. Art. 54 Abs. 2 KR SIX wurde wie folgt ergänzt (Einfügungen hervorgehoben):

² „Der Emittent muss mit angemessenen und nachvollziehbaren internen Regelungen oder Prozessen gewährleisten, dass die Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der gesamten Dauer des Bekanntgabeaufschubs gewährleistet ist. Der Emittent hat insbesondere organisatorische Massnahmen zu ergreifen, damit vertrauliche Tatsachen nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen. [...]“

Die Materialien betonen, dass der Emittent bei der Wahl der Instrumente zur Gewährleistung der Vertraulichkeit grundsätzlich Organisationsfreiheit geniesst.⁹⁰ Zugleich wird jedoch verlangt, dass sich die Emittenten am neusten Stand der Entwicklungen und der „best practice“ hinsichtlich der Wahrung der Vertraulichkeit orientieren, was in sich widersprüchlich ist, zu weit geht und abzulehnen ist.⁹¹

⁸⁵ A.M. Müller/Peter, 154, die im Lichte der bisherigen, allerdings etwas vagen Praxis von SER (siehe Leitfaden AhP, Rz. 69) von einer Per-se-Kursrelevanz von trading updates ausgehen.

⁸⁶ Im Ergebnis gleich Müller/Peter, 154.

⁸⁷ Leitfaden AhP, Rz. 64.

⁸⁸ Ähnlich Rüttimann, 42; weiterführend Müller/Peter, 153.

⁸⁹ Rüttimann, 42.

⁹⁰ IC-RS 1, Rz. 17.

⁹¹ IC-RS 1, Rz. 17; ebenfalls ablehnend Müller/Peter, 158.

Als interne Regelungen kommen allgemeine Weisungen oder Reglement oder anlassbezogene Weisungen (etwa Publicity Guidelines im Zusammenhang mit einer Kapitalmarkttransaktion) in Frage.⁹² Darüber hinaus wurde das u.a. aus der Safe-Harbor-Bestimmung zur zulässigen Mitteilung von Insiderinformationen (Art. 128 FinfraV) bekannte Prinzip „Kenntnis nur wenn nötig“ explizit in den Regularien verankert.⁹³ Als mögliche organisatorische Massnahmen kommen Insiderlisten, (schriftliche) Vertraulichkeitserklärungen, Informationsbarrieren und technische Massnahmen wie Zugangsbeschränkungen zu elektronischen Systemen in Frage.⁹⁴

Die neue Regelung ist aus verschiedenen Gründen abzulehnen. Erstens liegt die Vermeidung von Informationslecks im ureigenen Interesse der Emittentinnen. Dies sollte jedem klar sein, der schon einmal die Aufregung erlebt hat, die ein mutmassliches Informationsleck insbesondere während der handelskritischen Zeit auslösen kann. Zweitens ist die Rechtsfolge eines Informationslecks die Pflicht zur sofortigen Bekanntgabe,⁹⁵ unabhängig von der Ursache des Informationslecks. Drittens sind die meisten auftretenden Informationslecks mutmasslich auf ausländische und deswegen nicht ans schweizerische Bankgeheimnis (Art. 47 BankG) gebundene Banker zurückzuführen, wogegen auch die besten internen Massnahmen der Emittentinnen nicht helfen. Im Inland – und bei Emittentinnen – treten Informationslecks so gut wie nie auf. Ein Durchsetzungsproblem, das die verschärzte Regelung erforderlich machen würde, ist nicht erkennbar.

Die Hauptfolge der neuen Vorschriften wird sein, dass die Sanktionsorgane der SIX neu auch Emittentinnen wegen ungenügender interner Regelungen, Prozesse und organisatorischer Massnahmen zur Verhinderung von Informationslecks sanktionieren können.⁹⁶ Theoretisch wäre dies selbst dann denkbar, wenn gar kein Informationsleck aufgetreten ist. Diese Vorschriften und Sanktionsmöglichkeit gehen auch über dieaufsichtsrechtlichen Vorschriften betreffend Insiderinformationen (Art. 142 FinfraG) hinaus, die zu Recht auf ein Mitteilungs- und Ausnützungsverbot limitiert sind. Dass die FINMA im Zuge der Genehmigung der revidierten Regularien nicht auf eine klare Aufgabenteilung zwischen ihr selbst und den Selbstregulierungsorganen der SIX bestanden hat, ist bedauerlich.

⁹² Ähnlich Müller/Peter, 158.

⁹³ Befürwortend Rüttimann, 42; die konkrete Ausgestaltung ablehnend Müller/Peter, 158 f.; zu den Gründen, warum die Verankerung dieses Prinzip in den Ad-hoc-Regularien prinzipiell abzulehnen ist, siehe sogleich im nächsten Absatz.

⁹⁴ Vgl. IC-RS 1, Rz. 17.

⁹⁵ Art. 54 Abs. 2 Satz 3 KR SIX.

⁹⁶ Art. 60 Abs. 1 i.V.m. Art. 54 Abs. 2 KR SIX.

6. Kennzeichnungs- und Klassifizierungspflicht für Ad-hoc-Mitteilungen

Zu den praktisch wichtigsten Neuerungen zur Ad-hoc-Publizität gehört, dass Ad-hoc-Mitteilungen als „Ad hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR“ zu kennzeichnen sind (sog. *Flagging*).⁹⁷ Die Kennzeichnung muss visuell deutlich als solche erkennbar sein.⁹⁸ In der E-Mail an die Medien, mit welcher eine Ad-hoc-Mitteilung verbreitet wird, muss der Vermerk dann zwingend angebracht werden, wenn der Mitteilungstext vollständig in der E-Mail wiedergegeben wird; ansonsten ist der Dateianhang, welcher die Ad-hoc-Mitteilung enthält, mit „Ad hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR“ zu kennzeichnen.⁹⁹

Zudem ist auf der Website der Emittentin in geeigneter Weise auf die Klassifikation als Ad-hoc-Mitteilung hinzuweisen.¹⁰⁰ Letzteres kann über eine separate Seite bewerkstelligt werden, die nur Ad-hoc-Mitteilungen enthält, oder über eine Filtermöglichkeit im Verzeichnis aller Medienmitteilungen.¹⁰¹

SER hat angekündigt, Missbräuche beim *Flagging* zu sanktionieren.¹⁰² Allerdings wird zugleich und zu Recht das Ermessen der Emittentinnen bei der Beurteilung der Kursrelevanz betont,¹⁰³ weshalb davon auszugehen und zu hoffen ist, dass die Sanktionsorgane einen Missbrauch zurückhaltend annehmen werden.¹⁰⁴ In diesem Sinne verwenden die Materialien zu den neuen Regeln den Begriff der „reinen Marketingmeldung“ zur Umschreibung dessen, was als Ad-hoc-Mitteilung nicht toleriert würde.¹⁰⁵

Daneben wurden die Pflichten betreffend Aufschaltung von Ad-hoc-Mitteilungen auf der Website der Emittentin leicht verschärft. Ad-hoc-Mitteilungen müssen chronologisch in einem leicht auffindbaren Verzeichnis und während dreier Jahre (vorher: zwei Jahre) abrufbar sein.¹⁰⁶

⁹⁷ Art. 53 Abs. 2^{bis} KR SIX; eingehend zum *Flagging* Müller/Peter, 159 f.; Bahar/Reutter, 2 ff.; Rüttimann, 39 ff.

⁹⁸ IC-RS 1, Rz. 11.

⁹⁹ SIX Exchange Regulation AG, Frequently Asked Questions (FAQ): Revidierte Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität und der Corporate Governance, abrufbar unter <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/publication/news/Mailings/faq_kr_rlahp_cg_de.pdf> (SER, FAQ), 3; a.M. Müller/Peter, 160.

¹⁰⁰ Art. 9 Abs. 1 Satz 2 KR SIX.

¹⁰¹ SER, FAQ, 4; weniger restriktiv Müller/Peter, 160.

¹⁰² Vgl. IC-RS 1, Rz. 13.

¹⁰³ Vgl. IC-RS 1, Rz. 13, sowie oben IV.3.

¹⁰⁴ Ebenso Müller/Peter, 159, und – mit Hinweisen auf die rechtlichen Grenzen und praktische Nachteile des overreporting – Bahar/Reutter, 4.

¹⁰⁵ IC-RS 1, Rz. 12.

¹⁰⁶ Art. 9 Abs. 1 KR SIX.

7. Übermittlung an SER nur noch via Connexor Reporting

Seit dem 1. Januar 2022 darf bei primärkotierten Beteiligungsrechten für die Übermittlung einer Ad-hoc-Mitteilung an SER nur noch die elektronische Meldeplattform „Connexor Reporting“ benutzt werden.¹⁰⁷ SER macht hierfür Sicherheits- und Vertraulichkeitsgründe geltend.¹⁰⁸ Auf diese Weise zu übermitteln ist die Ad-hoc-Mitteilung als PDF-Dokument in sämtlichen Sprachversionen zusammen mit bestimmten weiteren Angaben.¹⁰⁹ Das Hochladen auf Connexor Reporting muss spätestens zeitgleich mit der Information der Öffentlichkeit erfolgen.¹¹⁰

8. Obligatorischer Anruf bei SER während handelskritischer Zeit

Die Regelung betreffend Publikation von Ad-hoc-Mitteilungen während der handelskritischen Zeit (d.h. 90 Minuten vor Beginn der Handelszeit bis zum Ende der Handelszeit)¹¹¹ wurde im Grundsatz beibehalten. Neu wird explizit verlangt, was schon bisher Usus war, nämlich dass bei beabsichtigter Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung während der handelskritischen Zeit SER unverzüglich telefonisch benachrichtigt werden muss. Weiterhin ist diesfalls die zur Veröffentlichung vorgesehene Ad-hoc-Mitteilung spätestens 90 Minuten vor der geplanten Publikation an SER per E-Mail zu übermitteln.

9. Black-out-Perioden im Corporate-Governance-Bericht

Eine wesentliche Neuerung ausserhalb von Art. 53 f. KR SIX und der Richtlinie Ad-hoc-Publizität ist die neue Pflicht, „Angaben zu generellen Handelssperrzeiten (z.B. Fristen, Adressaten, Umfang, Ausnahmen)“ im Corporate-Governance-Bericht bekannt zu geben.¹¹² Diese Angaben können genereller Natur

¹⁰⁷ Art. 12a Abs. 1 RLAhP; bei sekundärkotierten Beteiligungsrechten sowie anderen kotierten Effekten und falls Connexor Reporting aus technischen Gründen nicht zur Verfügung steht, können Ad-hoc-Mitteilungen weiterhin per E-Mail übermittelt werden; Art. 12a Abs. 1 Satz 2 und Abs. 2 RLAhP; siehe auch die Hinweise auf praktische Probleme bei Müller/Peter, 160 f.

¹⁰⁸ SER, FAQ, 5; zu Recht kritisch Müller/Peter, 160.

¹⁰⁹ Art. 12a Abs. 3 RLAhP.

¹¹⁰ Art. 12 Abs. 1 RLAhP.

¹¹¹ Dazu und zum Folgenden Art. 12 Abs. 2 RLAhP.

¹¹² Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 18. Juni 2021 (RLCG), Anhang Ziff. 10; dazu eingehend Müller/Peter, 161 f.

sein.¹¹³ Insbesondere besteht keine Pflicht, die genauen Daten der Handels-sperrzeiten, allenfalls konkret gewährte Ausnahmen sowie Bekanntgabeauf-schübe und deren Daten bekannt zu geben.¹¹⁴

Auch diese Vorschrift unterliegt – zumindest theoretisch – dem Comply-or-Explain-Prinzip (Art. 7 RLCG).¹¹⁵ Da es schlecht vorstellbar ist, dass eine Emittentin ein überwiegendes Interesse an der Nichtoffenlegung dartun könnte, ist dieses Prinzip, auf vorliegende Vorschrift angewandt, etwas illusorisch.¹¹⁶

V. Ausblick

Nachdem das Jahr 2021 sehr viele Änderungen in Bezug auf die Emittentenregulierung der SIX mit sich brachte, wird das laufende Jahr 2022 diesbezüglich ruhiger werden. Es ist auf weitere Kotierungen an der SDX und im Sparks-Segment zu hoffen, und man darf auch gespannt sein auf mögliche erste Sanktionsentscheide auf Grundlage der revidierten Regeln zur Ad-hoc-Publizität.

Literaturverzeichnis

Bahar Rashid/Reutter Thomas, To flag or not to flag – A few thoughts regarding the new obligation to flag ad hoc announcements under the Listing Rules of SIX Swiss Exchange AG, CapLaw-2021-48.

Baker & McKenzie (Hrsg.), Stämpfli's Handkommentar, The SIX Swiss Exchange Listing Rules, Bern 2014 (zit. SHK LR-Bearbeiter/in, Art. YY, N YY)

Kuert Matthias/Zingg Olivia, A few thoughts concerning Sparks and its chances of success, CapLaw-2022-3.

Müller Andreas/Peter Anna, Revidierte Regularien zur Ad hoc-Publizität, GesKR 2021, 149 ff.
Rüttimann Andrea, Ad Hoc Publicity – New Rules and Their Consequences for SIX Listed Issuers, CapLaw-2021-34.

Schneiter Christian/Kühn Peter, Sparks – The new SIX equity segment for SMEs, CapLaw-2021-59.

¹¹³ Müller/Peter, 161.

¹¹⁴ Ähnlich Rüttimann, 43.

¹¹⁵ So ausdrücklich IC-RS 1, Rz. 18.

¹¹⁶ Müller/Peter, 161.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 212 **Schwachstelle Mensch – Prävention gegen alte und neue Formen der Kriminalität**
12. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2021
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Stefan Giger, Oliver Hirschi, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Rutger Leukfeldt, Mirjam Loewe-Baur, Nora Markwalder, Rick van der Kleij, Steve G.A. van der Weijer, Susanne van't Hoff-de Goede, 2022 – CHF 39.90.
- Band 213 **Hotspots des Sanierungsrechts**
12. Fachtagung zur Sanierung und Insolvenz von Unternehmen – Tagungsband 2021
THOMAS SPRECHER (Hrsg.), mit Beiträgen von Linus Cathomas, Hubert Gmünder, Daniel P. Oehri, Marina Schwizer, Roman Sturzenegger, Alexander von Jeinsen, 2022 – CHF 39.90.
- Band 214 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**
Überblick und Kommentar 2021/2022
ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, Benjamin Bergau, André S. Berne, Eliane Braun, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Brigitta Kratz, David Mamane, Michael Mayer, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trütten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, Laura P. Zilio, 2022 – CHF 49.90.
- Band 215 **Europa in turbulenten Zeiten**
Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2020/21
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Jean Asselborn, Tatevik Baghdassarian, Michel Barnier, Paul Bulcke, Bundesrat Ignazio Cassis, Michail Chodorkowski, Prof. Kathleen Claussen, Dr. Henri Gétaz, Bundesverfassungsrichter Prof. Dr. Peter M. Huber, Prof. Michael Ignatieff, Prof. Dr. Günter Krings, Dr. Romeo Lacher, S.D. Erbprinz Alois von und zu Liechtenstein, Michel M. Liès, Petros Mavromichalis, Prof. Dr. Nils Melzer, Ambassador Jacques Pitteloud, Hon. Jed S. Rakoff, Dr. Norbert Riedel, Dr. Artem Rybchenko, 2022 – CHF 49.90.
- Band 216 **30 Jahre Europa Institut an der Universität Zürich**
Auswahl öffentlicher Vorträge aus den letzten 30 Jahren
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Hon. Samuel Alito, Lord Paddy Ashdown, Hon. Ruth Bader Ginsburg, The Rt Hon John Bercow MP, The Rt Hon Tony Blair, Zoran Djindjic, Dr. Andrzej Duda, Joachim Gauck, Dr. Peter Gauweiler, Dr. Hans-Dietrich Genscher, Valéry Giscard d'Estaing, Dr. Gregor Gysi, Jean-Claude Juncker, Dr. Helmut Kohl, Prof. Dr. Norbert Lammert, Enrico Letta, Michel M. Liès, Friedrich Merz, Adolf Muschg, Jean-Claude Trichet, Lord Christopher Patten of Barnes, Prof. Dr. Romano Prodi, Hon. Jed S. Rakoff, Anders Fogh Rasmussen, Mark Rutte, Hon. Antonin Scalia, Herman Van Rompuy, Fürst Hans-Adam II. von und zu Liechtenstein, Dr. Richard Freiherr von Weizsäcker, Prof. Dr. Andreas Voßkuhle, 2022 – CHF 49.90.

- Band 217 **Gefährdung durch psychisch auffällige Personen**
Fachtagung Bedrohungsmanagement – Tagungsband 2021
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Biberstein, Reinhard Brunner, Ladina Cavelti, Elmar Habermeyer, Corinne Kauf, Werner Schmid, Catharina Schmidt, Daniel Treuthardt, Andreas Werner, Ruedi Winet, 2022 – CHF 39.90.
- Band 218 **Jugendliche und junge Erwachsene im urbanen Umfeld als Fokus der Kriminalprävention**
13. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2022
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Dirk Baier, Thomas Hestermann, Nicole Holderegger, Bernadette Schaffer, Martina Schneider, Simone Walser, Michael Wirz, Sven Zimmerlin, 2022 – CHF 39.90.
- Band 219 **Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts**
Tagung zu Konzernrecht – Tagungsband 2020
ALEXANDER VOGEL (Hrsg.), mit Beiträgen von Christoph B. Bühler, Thomas Geiser, Lukas Glanzmann, Karl Hofstetter, Alexander Vogel, 2022 – CHF 39.90.
- Band 220 **Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis**
23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2020
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Nicolas Birkäuser, Brice Bolinger, Hans-Jakob Diem, Dieter Gericke, Thomas Karg, Marcel Meinhardt, Frank Röhling, Franziska Stadtherr-Glättli, Marco Superina, Philippe A. Weber, 2022 – CHF 39.90.
- Band 221 **Rechnungswesen und Kapitalschutz im Strafrecht**
12. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2021
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Garland, Lukas Glanzmann, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Christian Krämer, Stefan Maeder, Nora Markwalder, David Zollinger, 2022 – CHF 39.90.
- Band 222 **Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis**
24. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2021
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Aegerter, Hans-Jakob Diem, Frank Gerhard, Lorenz Lehmann, Alex Nikitine, Patrick Schmidt, 2022 – CHF 39.90.
- Band 223 **A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen**
8. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2022
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Valeria Ceccarelli, Dieter Gericke, Nathan Kaiser, Margrit Marti, Frédéric Rochat, Matthias Staehelin, Kevin Vangehr, Christian Wenger, 2022 – CHF 44.90.
- Band 224 **VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?**
HANSJÜRG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Daniel Bell, Petra Ginter, Olivier Hirsbrunner, Peter Ch. Hsu, Michel Kähler, Irene Klauer, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Katja Roth Pellanda, Rolf H. Weber, 2023 – CHF 39.90.

Weitere Publikationen und Monografien

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 NOELLE 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.

«Vielfalt in der Einheit» am Ende?

JÜRG MARCEL TIEFENTHAL, 2021 – CHF 54.90.

Kommentar zur Schaffhauser Verwaltungsrechtspflege

Verwaltungsrechtspflegegesetz (VRG) – Justizgesetz (JG)

KILIAN MEYER, OLIVER HERRMANN, STEFAN BILGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Andreas Baeckert, Cristina Baumgartner-Spahn, Stefan Bilger, Susanne Bollinger, Nina Dajcar, Alfons Fratschöl, Natalie Greh, Nicole Heingärtner, Oliver Herrmann, Natascha Honegger, Basil Hotz, Beat Keller, Arnold Marti, Kilian Meyer, Beatrice Moll, Alexander Rihs, Christian Ritzmann, Patrick Spahn, Beat Sulzberger, Daniel Sutter, Nihat Tektas, Konrad Waldvogel, Dina Weil, 2021 – CHF 79.00/99.00.

Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts

THOMAS JUTZI, DAMIAN SIERADZKI, 2022 – CHF 39.90/59.90.

25 Jahre Kartellgesetz – ein kritischer Ausblick

HENRIQUE SCHNEIDER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von Jean-Pierre Bringhen, Daniel Emch, Andreas Kellerhals, Pranvera Kellezi, Laura Müller, Cristina Schaffner, Henrique Schneider, Markus Saurer, Anne-Cathrine Tanner, Nina Zosso, 2022 – CHF 39.90/59.90.

Der Empfang der Sakramente der Busse, der Eucharistie oder der Krankensalbung durch katholische Gläubige in einer nichtkatholischen Kirche oder kirchlichen Gemeinschaft

Rechtsgeschichtliche Entwicklung der kanonischen Normen
ANDREA G. RÖLLIN, 2022 – CHF 39.90/59.90.

Recht und Evidenz in der Pandemie

Juristische Analysen aus zwei Jahren der Covid-19-Bekämpfung
KASPAR GERBER, 2022 – CHF 39.90/59.90.

Der Beitritt der Schweiz zur Europäischen Union

Voraussetzungen, Verfahren, Ausnahmen, Staatsleitung, Volksrechte
MATTHIAS OESCH, DAVID CAMPI, 2022 – CHF 49.90/69.90.

Der vorliegende Tagungsband „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“ legt den Schwerpunkt wie jedes Jahr auf aktuelle Entwicklungen im Finanz- und Kapitalmarktrecht unter besonderer Berücksichtigung von Transaktionen in diesem Bereich. Das Jahr 2021 stand noch immer unter dem Eindruck der Corona-Pandemie, war aber auch geprägt durch dynamische technologische Weiterentwicklung sowie die noch immer fortschreitende Zunahme der Regulierung. Die Beiträge im vorliegenden Tagungsband befassen sich mit dem für die Schweiz neuen Phänomen der SPACS (special purpose acquisition companies), Lombardkrediten und Margin Calls, Streitigkeiten mit ESG-Bezug, der FIDLEG-Umsetzung im Bereich Corporate Finance, Neuerungen bei der Emittentenregulierung, der LIBOR Ablösung sowie dem neuen Institut des Kapitalbandes im revidierten Aktienrecht.

Mit Beiträgen von:

Olivier Buff
Matthias Courvoisier
Sandro Fehlmann
Daniel Häusermann
Patrick Hünerwadel
Urs Kägi

Camilla Kehler-Weiss
Dominique Müller
Oliver Seiler
Philip Spoerlé
Matthias Tanner
Simon Vorburger