



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX
Tagungsband 2024



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX

Tagungsband 2024

EIZ  Publishing

© 2026 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch),

Bellerivestrasse 49, 8008 Zürich, Schweiz

eizpublishing@europa-institut.ch

Herausgeber: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

ISBN:

978-3-03994-078-3 (Print – Softcover)

978-3-03994-079-0 (PDF)

DOI: <https://doi.org/10.36862/6WW-K0C9P>

Version: 1.01 – 20260305

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book (open access) in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL: <https://eizpublishing.ch/publikationen/der-kapitalmarkt-zwischen-flotation-boersengang-und-naufragium/>.

Vorwort

Die 20. EIZ-Tagung «Kapitalmarkt-Recht und Transaktionen» befasste sich schwergewichtig mit den vielen Facetten des Lebenszyklus einer börsenkotierten Gesellschaft. Aber auch die dynamische technologische Entwicklung und die dadurch ermöglichte Dezentralisierung des Kapitalmarktes waren ein wichtiges Thema der Tagung.

Der Lebenszyklus einer Publikumsgesellschaft beginnt mit dem Börsengang bzw. der «Flotation» oder, wenn der Vorgang mit einer erstmaligen öffentlichen Platzierung verbunden ist, mit einem IPO. Es ist daher von besonderer Wichtigkeit, bereits im Rahmen des IPO den Erwartungen der Investoren und der Öffentlichkeit gerecht zu werden. Bei kaum einem Thema gilt dies so ausgeprägt wie bei der Corporate Governance und bei ESG Aspekten der neuen Publikumsgesellschaft. Entsprechend wichtig ist es, diese Aspekte im Rahmen des IPO sorgfältig zu prüfen und insbesondere auch zu gestalten, um allfällige Problemfelder mit Investoren oder anderen Stakeholdern bereits im Vorfeld zu antizipieren und zu vermeiden. Der IPO ist jedoch nicht der einzige Weg an die Börse. Gerade in der Schweiz sieht man relativ häufig, dass vor allem kleinere private Gesellschaften den Status der Publikumsgesellschaft durch alternative Vorgehensweisen zu erreichen suchen, zumal der traditionelle Weg des IPOs mit erheblichen Risiken und Kosten verbunden ist. Oft wählen diese Gesellschaften den Weg über einen Reverse Merger. Dabei legen die Aktionäre der privaten Gesellschaft ihre Aktien in eine kleinere, bereits kotierte Gesellschaft ein und erhalten somit Aktien dieser bereits kotierten Gesellschaft. Rechtlich übernimmt die bereits kotierte Gesellschaft die private Gesellschaft, aus wirtschaftlicher Sicht ist es aufgrund der Grössenverhältnisse genau umgekehrt.

Ungeachtet der Art des Börsengangs gilt aber: Mit dem Betreten der Bühne der Publikumsgesellschaft geht naturgemäss eine erhöhte Transparenz einher. Dies betrifft einerseits die Anforderungen an die periodische Rechnungslegung bzw. Finanzberichterstattung, andererseits aber vor allem auch die ereignisbezogene Offenlegung von Tatsachen. Zu nennen sind hier vor allem die Ad-hoc-Publizität und die Offenlegung von Managementtransaktionen. Gerade die Ad-hoc-Publizität stellt kotierte Gesellschaften in der Praxis vor grosse Herausforderungen, insbesondere vor dem Hintergrund einer zunehmend strengeren Enforcement Praxis und einer abnehmenden Bereitschaft der SIX Exchange Regulation, in konkreten Fällen Auskünfte zu erteilen. Mit der geplanten Überführung von der Selbstregulierung der SIX Swiss Exchange

in ein revidiertes Finanzmarktinfrastrukturgesetz könnten diese Herausforderungen noch zunehmen.

Der Lebenszyklus einer kotierten Gesellschaft kennt leider immer öfter auch Zeiten der Krise bzw. des «Schiffbruchs» oder «Naufragiums». In einer solchen Zeit muss die Finanzierung der Gesellschaft auf neue und nachhaltigere Beine gestellt werden. Dafür ist oft auch die Restrukturierung kotierter Anleihen notwendig. Auch dieser Prozess ist in der Praxis reichlich komplex und weist viele Stolpersteine und schweizerische Besonderheiten auf, die es für eine erfolgreiche Umstrukturierung zu navigieren gilt. Gerade die Praxisbeispiele aus der jüngsten Vergangenheit zeigen dies eindrücklich auf.

Die EIZ-Tagung zu Kapitalmarktrecht war jedoch auch immer ein Forum für einen Austausch zu rechtlichen Themen des technologischen Wandels auf den Kapital- und Finanzmärkten. Nur wenn ein Finanzplatz diesen Wandel zulässt, kann er auf Dauer erfolgreich bestehen. Gleichzeitig stellen innovative Finanzmarktsysteme und -institute (insbesondere Fin-Techs) eine grosse Herausforderung für die Aufsichtsbehörden und den Anlegerschutz dar, insbesondere wenn sie dezentral aufgebaut sind und so das herkömmliche Modell einer zentralen Finanzmarktinfrastruktur in Bedrängnis bringen. So entbrennt ein Spannungsfeld zwischen Innovation und Regulierung, das der Schweizer Gesetzgeber sorgfältig auszutariieren hat, wenn das Land eine weiterhin wichtige Rolle auf den internationalen Finanzmärkten spielen will.

Mit diesem Tagungsband können die Beiträge einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden. Anna Peter beleuchtet die Aspekte der Governance und von ESG im Rahmen eines IPO. Philippe Weber und Matthias Zinniker geben einen Überblick über die Herausforderungen des Umgangs mit Ad-hoc-Publizität nach den Regeln der SIX Exchange Regulation. Michael Urwyler befasst sich mit der «Corporate Disclosure» von SIX kotierten Emittenten und geht dabei insbesondere auf die geplante Ablösung der Selbstregulierung der Emittentenpflichten unter einem revidierten Finfrag ein. Patrick Schärli und Kaan Saritas stellen die Herausforderungen bei der Restrukturierung von Anleihen dar. Thomas Müller und Jan Schmid befassen sich mit dem Spannungsfeld von Regulierung und Innovation auf dezentralisierten Finanzmärkten und Sandro Fehlmann und Thomas Reutter geben schliesslich einen Überblick über den Gang an die Börse via Reverse Merger und die damit verbundenen rechtlichen Fragestellungen.

Für das gute Gelingen dieser letzten von den beiden Herausgebern betreuten Tagung und der Veröffentlichung dieses Bandes möchten wir herzlich danken:

den Referenten und Verfassern von Beiträgen, Patricia Uellendahl Roth für die Durchführung der Veranstaltung sowie Sophie Tschalèr und Petra Bitterli für die Gestaltung des Tagungsbandes.

Zürich im Dezember 2024

Thomas Reutter / Thomas Werlen

Inhaltsübersicht

IPO: Governance und ESG 9

Dr. ANNA PETER, LL.M., Rechtsanwältin, Partnerin bei
Homburger AG, Zürich

Ad hoc Publizität – Lehren aus der Praxis und Ausblick 29

Dr. PHILIPPE WEBER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Niederer Kraft Frey AG, Zürich
MATTHIAS ZINNIKER, MLaw, Junior Associate bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich

Restrukturierung von Anleihen durch Gläubigerversammlungen 53

PATRICK SCHÄRLI, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich
KAAN SARITAS, LL.M., Rechtsanwalt bei Lenz & Staehelin, Zürich

De-Fi und Fintech – zwischen Regulierung und Innovation 83

Dr. THOMAS MÜLLER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Walder Wyss AG, Zürich
JAN SCHMID, LL.M., Walder Wyss AG, Zürich

Corporate Disclosure – Quo vadis? 105

MICHAEL URWYLER, Rechtsanwalt, Head Corporate Disclosure
SIX Exchange Regulation AG, Zürich

Reverse Merger einer kotierten Gesellschaft 121

Dr. SANDRO FEHLMANN, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Advestra AG, Zürich
Dr. THOMAS U. REUTTER, Rechtsanwalt, Partner bei Advestra AG, Zürich

IPO: Governance und ESG

Anna Peter*

Inhalt

I.	Einleitung	9
II.	Übersicht über die anwendbaren Rahmenbedingungen	11
III.	Aspekte der Governance	13
1.	Zur Umsetzung in den gesellschaftsrechtlichen Verfassungsdokumenten	13
2.	Kapitalstruktur und Aktionariat, Generalversammlung	14
3.	Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Vergütungen	15
a)	Verwaltungsrat: Grösse und Zusammensetzung	16
b)	Verwaltungsratsausschüsse	19
c)	Geschäftsleitung: Zusammensetzung	21
d)	Anpassungen im Bereich Vergütung	21
IV.	ESG-Aspekte	23
1.	ESG-Analyse als Teil der IPO-Vorbereitung	23
2.	ESG-Governance	23
3.	Rahmenbedingungen	24
V.	Aspekte der Offenlegung	25
VI.	Schlussbetrachtungen	26
VII.	Literaturverzeichnis	26

I. Einleitung

Ein IPO (*Initial Public Offering*) stellt eine Zäsur im «Lebenszyklus» einer Gesellschaft dar: es gibt ein Leben davor und ein Leben danach und der Übertritt ins Leben danach will sorgfältig geplant sein. Neben vielem anderen ist die Governance der IPO-Gesellschaft an die neuen Gegebenheiten – insbesondere die neuen rechtlichen und tatsächlichen Rahmenbedingungen – anzupassen. Der vorliegende Beitrag beleuchtet diesen Vorbereitungsprozess im Hinblick auf die Governance der IPO-Gesellschaft und ESG-Aspekte aus Praxissicht.

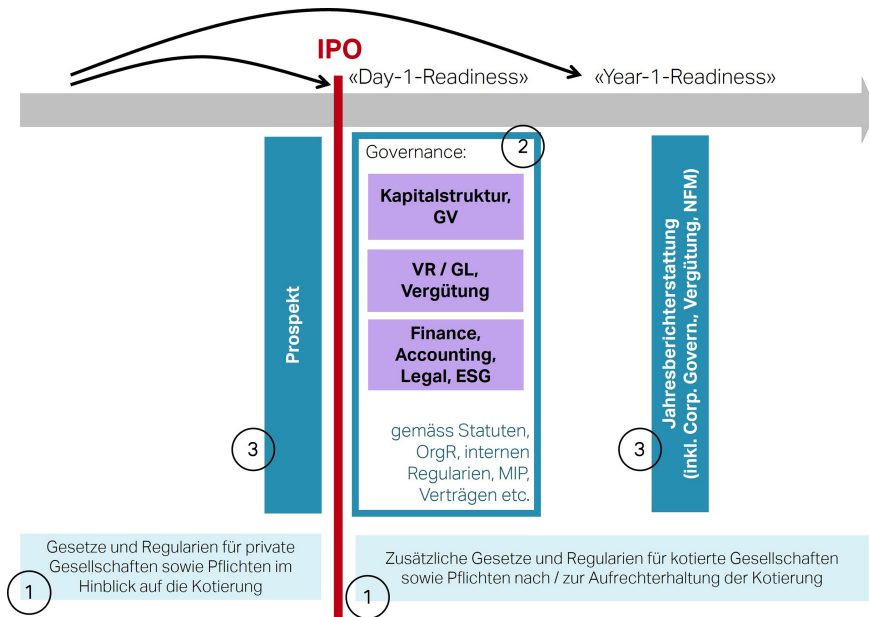
Bei der Vorbereitung auf den IPO ist zunächst die sog. *Day-1-Readiness* der Gesellschaft zu erreichen. Am Tag des IPO muss beim IPO-Kandidaten alles

* Der Vortragsstil wurde im vorliegenden Beitrag weitgehend beibehalten.

soweit bereit sein, dass die Gesellschaft als kotierte Gesellschaft «funktionieren» kann; darauf wird in der Vorbereitungsphase hingearbeitet. Idealerweise wird die IPO-Gesellschaft aber über die *Day-1-Readiness* hinaus auch bereits in der Vorbereitungsphase des IPO auf den nachfolgenden «Alltag» als kotierte Gesellschaft vorbereitet – man könnte hier in Anlehnung an die *Day-1-Readiness* von der *Year-1-Readiness* sprechen.

Im folgenden Schaubild sind verschiedene Aspekte der Governance der IPO-Gesellschaft und ihr Verhältnis zueinander graphisch dargestellt:

1. Gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen
2. Gesellschaftsrechtliche Verfassungsdokumente
3. Offenlegung



ad 1 (Gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen): Mit dem IPO erweitert sich das Universum der auf eine Gesellschaft anwendbaren gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen erheblich. Zu den für private Gesellschaften geltenden Regeln kommen die Vorgaben, die nur für kotierte Gesellschaften gelten, hinzu. Ebenso finden neu die Börsengesetzgebung und auch die Selbstregulierungsakte der Börse Anwendung, die u.a. zusätzliche Publizitäts- und Offenlegungspflichten enthalten (Ad hoc-Publizitätspflicht, Management-Transaktionen, Regelmeldepflichten wie auch zusätzliche An-

forderungen an Inhalt und Veröffentlichung der finanziellen und nicht-finanziellen Berichterstattung). Dazu mehr in [Ziff. II](#) und [III](#) unten.

ad 2 (Gesellschaftsrechtliche Verfassungsdokumente): Die Governance der IPO-Gesellschaft – will heissen Kapitalstruktur/Aktionärgovernance, Governance auf Ebene Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sowie Vergütung, aber auch Finance, Accounting, Legal und ESG – ist in den gesellschaftsrechtlichen Verfassungsdokumenten festzulegen. Die Grundzüge sind in Statuten und Organisationsreglement enthalten, dazu kommen weitere interne Regularien, Prozessabläufe, aber auch Verträge, usw. Dazu mehr in [Ziff. III](#) und [IV](#) unten.

ad 3 (Offenlegung): Die Governance der IPO-Gesellschaft ist zunächst im IPO-Prospekt summarisch zu beschreiben, und dann auch wieder in der jährlichen Berichterstattung abzubilden (hauptsächlich im Corporate Governance-Bericht, aber auch im Vergütungsbericht und ggf. im Bericht über nichtfinanzielle Belange). Zu dieser Wechselwirkung zwischen IPO-Prospekt und Jahresberichterstattung siehe [Ziff. V](#) unten.

Der Umfang, in welchem die Governance einer Gesellschaft im Hinblick auf einen IPO angepasst werden muss, variiert von Fall zu Fall, wie folgende Beispiele zeigen. So sind bei einem Spin-off, d.h. einer Abspaltung eines Geschäftsbereichs einer bereits kotierten Gesellschaft, die Abläufe und Rahmenbedingungen einer kotierten Gesellschaft zumindest auf Konzernebene bereits bekannt und können allenfalls für die IPO-Gesellschaft entsprechend repliziert werden, dafür sind oftmals auf Stufe Verwaltungsrat mehr Anpassungen erforderlich. Anders bei einem eigenständigen Konzern, der erfolgreich gewachsen und seinen steigenden Kapitalbedarf neu an der Börse decken möchte. Bei dieser Ausgangslage sind jegliche Abläufe und Dokumentationen für kotierte Gesellschaften neu zu erschaffen, dafür sind auf Stufe Verwaltungsrat und Geschäftsleitung allenfalls nur noch geringfügige Anpassungen erforderlich. Nochmals anders ist die Ausgangslage beim Sonderfall der Re-Domizierung einer kotierten ausländischen Gesellschaft in die Schweiz.

II. Übersicht über die anwendbaren Rahmenbedingungen

Bei der Ausgestaltung der Governance der IPO-Gesellschaft sind verschiedene Rahmenbedingungen – rechtliche wie auch quasi-rechtliche und rein faktische Rahmenbedingungen – zu beachten:

Neben den anwendbaren Gesetzen¹ sind die Selbstregulierungsakte der Börse² zu berücksichtigen.

Als sog. Soft Law besteht sodann der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* (im Folgenden: *Swiss Code*³), der auf einem *comply or explain*-Prinzip beruht. Erfahrungsgemäss folgen Schweizer Emittenten dem *Swiss Code* in der Regel zumindest in den wesentlichen Zügen, ohne dass allerdings Abweichungen im Detail offengelegt werden, auch wenn dies der *comply or explain*-Ansatz zumindest in strenger Lesart wohl erfordern dürfte.

In der Praxis fast wichtiger als der *Swiss Code* ist allerdings, sich als IPO-Gesellschaft auch mit den Empfehlungen der sog. Stimmrechtsberater (*proxy advisors*) vertraut zu machen. Die bekanntesten Stimmrechtsberater sind die globalen Player ISS⁴ und Glass Lewis⁵ sowie die Schweizer Ethos-Stiftung⁶. Da institutionelle Anleger oftmals den Empfehlungen von Stimmrechtsberatern folgen (bzw. aufgrund interner Richtlinien folgen müssen), können diese Emp-

¹ Insb. das Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220), aber auch das Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG, SR 958.1), das Schweizerische Strafbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0) sowie dazugehörige Ausführungsverordnungen, zudem Spezialgesetze bei regulierten Tätigkeiten (bspw. das Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 [Bankengesetz, BankG, SR 952.0] und das Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 [Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG, SR 961.01] mit Ausführungsverordnungen wie auch gew. FINMA-Rundschreiben).

² Bei Kotierung an der SIX Swiss Exchange (SIX) das Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation (Kotierungsreglement, KR) und die ausführenden Richtlinien, bei einer Kotierung an der BX Swiss das entsprechende Kotierungsreglement und die ausführenden Regularien (wobei im Folgenden der Einfachheit halber nur auf die Regularien der SIX Bezug genommen wird).

³ Version von 2023, abrufbar unter <https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/swisscode_d_web.pdf>. Für ESG-Belange gibt es diverse Standards wie bspw. GRI, SASB, UNGC, SDGs, CDP oder SBTi, um nur einige zu nennen.

⁴ ISS (Institutional Shareholder Services group of companies), Proxy Voting Guidelines, Benchmark Policy Recommendations, Continental Europe, published January 9, 2025, abrufbar unter <<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v=2025.1>> (zit. ISS Continental Europe Guidelines 2025).

⁵ Glass Lewis, 2025 Benchmark Policy Guidelines, Switzerland, abrufbar unter <[https://resources.glasslewis.com/hubfs/2025 Guidelines/2025 Switzerland Benchmark Policy Guidelines.pdf](https://resources.glasslewis.com/hubfs/2025%20Guidelines/2025%20Switzerland%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf)> (zit. Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025) und Continental Europe Benchmark Policy Guidelines, abrufbar unter <[https://resources.glasslewis.com/hubfs/2025 Guidelines/2025 Europe Benchmark Policy Guidelines.pdf](https://resources.glasslewis.com/hubfs/2025%20Guidelines/2025%20Europe%20Benchmark%20Policy%20Guidelines.pdf)> (zit. Glass Lewis Guidelines Continental Europe 2025).

⁶ Ethos Foundation, 2025 Proxy Voting Guidelines, Corporate Governance Principles, abrufbar unter <https://www.ethosfund.ch/sites/default/files/Lignes_directrices_de_vote_2025_EN_FINAL.pdf> (zit. Ethos Guidelines 2025).

fehlungen einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Abstimmungsergebnisse in Generalversammlungen kotierter Gesellschaften haben. Entsprechend empfiehlt es sich grundsätzlich, bei der Ausgestaltung der Governance der IPO-Gesellschaft deren Empfehlungen zu berücksichtigen. Das muss nicht heissen, dass allen Empfehlungen gefolgt wird, aber allfällige Abweichungen sollten bewusst gewählt werden.⁷ Stimmrechtsberater sind in der Schweiz noch weitgehend unreguliert, was aufgrund ihrer praktischen Relevanz problematisch ist.⁸

III. Aspekte der Governance

Im Folgenden sollen wesentliche Aspekte der Governance der IPO-Gesellschaft, die es im Hinblick auf den IPO anzupassen gilt, beleuchtet werden. Neben der Kapitalstruktur und der Ausgestaltung der Aktionärsrechte (Ziff. 2) ist dies die Governance von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung inkl. Aspekte der Vergütung (Ziff. 3). Umzusetzen ist die angepasste Governance in den Statuten und den weiteren gesellschaftsrechtlichen Dokumenten der IPO-Gesellschaft (Ziff. 1) sowie durch eine allfällige Änderung in der Zusammensetzung der Gremien im Hinblick auf den IPO.

I. Zur Umsetzung in den gesellschaftsrechtlichen Verfassungsdokumenten

Die angepassten Statuten⁹ werden in der Regel kurz vor dem IPO der Generalversammlung der in diesem Zeitpunkt noch nicht kotierten Gesellschaft vorgelegt und bedingt sowie mit Wirkung auf den IPO in Kraft gesetzt. In der Praxis werden die Statuten in der Regel vollumfänglich ersetzt, und nicht nur

⁷ Nicht abschliessend geklärt ist, welche Länder-Guidelines bspw. bei einer in Frankfurt kotierten Schweizer Gesellschaft zu beachten sind. Naheliegend wären die Empfehlungen des Kotierungsortes, also Deutschland; die Ausführungen gerade zur Governance machen hier aber aufgrund der unterschiedlichen Systeme – der deutsche Aufsichtsrat ist nur bedingt mit dem Schweizer Verwaltungsrat zu vergleichen, gerade etwa im Hinblick auf die Unabhängigkeit – nicht viel Sinn.

⁸ Im Nationalrat wurde 2019 die Motion «Stimmrechtsberater und börsenkotierte Aktiengesellschaften. Interessenkonflikte offenlegen und vermeiden» (Motion Nr. 19.4122) eingebracht, eine gesetzliche Regelung besteht allerdings nicht. Anders in der EU, wo bestimmte Transparenzpflichten für proxy advisors bestehen (vgl. Art. 3j Aktionärsrichtlinie (Richtlinie [EU] 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre). Kritisch auch Gaberthüel/Ehrsam, 232 ff., 235 f.

⁹ Art. 626 OR.

einer Teilrevision unterzogen. Ebenso wird das Organisationsreglement¹⁰ oftmals neu aufgesetzt, und für die VR-Ausschüsse werden neue eigene *Committee Charters* erstellt, die die Zuständigkeiten und die Verfahrensregeln für die Ausschüsse festlegen. Zudem sind interne Regularien bezüglich der neuen kapitalmarktrechtlichen Pflichten, denen die IPO-Gesellschaft und teilweise auch die Organpersonen und Angestellten persönlich unterstehen ab dem Börsengang, zu entwerfen, und es sind die dazugehörigen internen Zuständigkeiten und internen Abläufe zu schaffen. Dort sind im Wesentlichen die folgenden Themen abzudecken: Corporate Disclosure, also Finanzberichterstattung¹¹, Ad hoc-Publizität¹², Offenlegung von Management-Transaktionen¹³ und bedeutenden Aktionären¹⁴, interne Umsetzung des Insiderhandelsverbots¹⁵ sowie Regelmeldepflichten¹⁶ inkl. das Aufsetzen des Unternehmenskalenders, der auf der Website der Gesellschaft zu veröffentlichen ist. Neben der Erstellung der Regularien ist auch wesentlich, dass Schulungen der betroffenen Personen, die die neuen Pflichten innerhalb des Emittenten umzusetzen haben, erfolgen.

2. Kapitalstruktur und Aktionariat, Generalversammlung

In Vorbereitung des Börsengangs ist die Kapitalstruktur der IPO-Gesellschaft zu prüfen und gegebenenfalls anzupassen. Zu klären ist zunächst die Höhe, Stückelung und Währung des Aktienkapitals¹⁷ ebenso wie die Aktienart; soll es nur Stammaktien geben, oder sollen allenfalls auch Stimmrechtsaktien¹⁸ oder Vorzugsaktien¹⁹ geschaffen werden.²⁰ Sodann ist festzulegen, ob ein Kapitalband²¹ und bedingtes Kapital²² geschaffen werden sollen, und falls ja, in wel-

¹⁰ Art. 716b Abs. 3 OR.

¹¹ Art. 49 ff. Kotierungsreglement der SIX (KR); SIX-Richtlinie betr. Rechnungslegung.

¹² Art. 53 f. KR; SIX-Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität.

¹³ Art. 56 KR; SIX-Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen.

¹⁴ Art. 120 ff. FinfraG; Art. 10 ff. der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111); Reglement der Offenlegungsstelle der SIX.

¹⁵ Art. 142 und 154 FinfraG.

¹⁶ Art. 52 und 54 KR; SIX-Richtlinie betr. Regelmeldepflichten.

¹⁷ Auch möglich ist, Partizipationsscheine (Art. 656a ff. OR) und/oder Genussscheine (Art. 657 OR) auszugeben und zu kotieren.

¹⁸ Art. 693 OR.

¹⁹ Art. 654 OR.

²⁰ Art. 626 Abs. 1 Ziff. 3 und 4 OR.

²¹ Art. 653s ff. OR.

²² Art. 653 ff. OR.

cher Höhe. Die gesetzlich zulässige Maximalhöhe von 50%²³ wird in der Praxis nur selten ausgeschöpft, was u.a. mit den Empfehlungen der Stimmrechtsberater zu tun hat, welche ein Kapitalband bzw. bedingtes Kapital mit Bezugsrechtsausschluss nur bis max. 10 bzw. 20% unterstützen.²⁴

Weiter ist im Hinblick auf den IPO allenfalls die Ausgestaltung der Aktionärsrechte anzupassen: zu entscheiden ist, ob eine allfällige Vinkulierung²⁵ und/oder eine Stimmrechtsbeschränkung²⁶ eingeführt werden soll. Je nach Aktionärsstruktur der IPO-Gesellschaft ist zudem die Einführung eines Opting-out oder Opting-up von der Angebotspflicht²⁷ erforderlich oder zumindest zu empfehlen.

Die Statuten der IPO-Gesellschaft enthalten schliesslich Vorgaben zum unabhängigen Stimmrechtsvertreter, der bei kotierten Gesellschaften von der Generalversammlung zu wählen ist.²⁸ Nicht abschliessend geklärt ist, ob die Generalversammlung kurz vor dem IPO – d.h. noch als nicht kotierte Gesellschaft – bereits einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter zu wählen hat (mit Wirkung auf den IPO), oder ob für die erste ordentliche Generalversammlung, die dann als kotierte Gesellschaft abgehalten wird, ein vom Verwaltungsrat bezeichneter unabhängiger Stimmrechtsvertreter wirken soll.

3. Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, Vergütungen

Auch in Bezug auf Verwaltungsrat und Geschäftsleitung wie auch das erweiterte Management sind diverse Vorbereitungshandlungen im Zuge der IPO-Vorbereitung erforderlich. Neben der Auswahl von geeigneten Persönlichkeiten für eine angemessene Zusammensetzung des Verwaltungsrates sind gewisse Anpassungen in der Governance wie bereits erwähnt²⁹ auch hier in den Statuten und den anderen gesellschaftsrechtlichen Dokumenten der IPO-Gesellschaft zu reflektieren.

²³ Art. 653a und 653s Abs. 2 OR.

²⁴ S. ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 19 und Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), 30.

²⁵ Art. 685d ff. OR.

²⁶ Art. 692 Abs. 2 OR.

²⁷ Art. 125 Abs. 3 FinfraG.

²⁸ Art. 689c OR.

²⁹ Vorne [Ziff. III.1.](#)

a) Verwaltungsrat: Grösse und Zusammensetzung

Im Schweizer Gesetzesrecht, d.h. dem OR und ggf. einschlägigen Spezialgesetzen³⁰, sind nur sehr wenige Vorgaben zu den spezifischen Anforderungen an die Zusammensetzung des Verwaltungsrates einer kotierten Gesellschaft enthalten. Aber sowohl der Swiss Code³¹ als insbesondere auch Stimmrechtsberater in ihren Empfehlungen³² haben eine eigene, sehr ausdifferenzierte Vorstellung von guter Corporate Governance bei der Zusammensetzung des Verwaltungsrates.

In der **folgenden Übersicht** sind verschiedene Parameter aufgelistet und die entsprechenden gesetzlichen Vorgaben sowie die Empfehlungen des Swiss Code sowie die wichtigsten Stimmrechtsberater summarisch dargestellt.

	OR (und allfällige Spezialgesetze)	Swiss Code (Empfehlungen)	Proxy Advisors (Guidelines)
VR-Grösse	Mindestgrösse: 1 ³³ (anders bei Banken und anderen regulierten Instituten ³⁴)	Klein (für effiziente Willensbildung), aber auch gross genug (Fähigkeiten, Erfahrung u. Wissen aus versch. Bereichen) ³⁵ ; Einzelfallbetrachtung ³⁵	<u>Glass Lewis</u> : keine allgemein gültige Grösse, min. 5 (small-cap 3), max. 20; <u>Ethos</u> : 5-7 (small) / 7-9 (medium) / 8-12 (large) ³⁶
Amtszeitbeschränkung	Keine Vorgabe	Keine Empfehlung	Keine Empfehlung
Kompetenzen und Erfahrungen	Keine (expliziten) Vorgaben ³⁷	Fähigkeiten u. Eigenschaften zur kompetenten Erfüllung der Aufgaben; Vielfalt von Perspektiven ³⁸	<u>Glass Lewis</u> : prozedurale Aspekte im Vordergrund; <u>Ethos</u> : breites Spektrum an Fähigkeiten ³⁹

³⁰ Bspw. das BankG und das VAG und entsprechende Ausführungsbestimmungen sowie FINMA-Rundschreiben.

³¹ Siehe Fn. 3.

³² Siehe Fn. 4 bis 6.

³³ Art. 707 Abs. 1 OR.

³⁴ Vgl. bspw. für Banken Art. 11 Abs. 1 der Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014 (Bankenverordnung, BankV, SR 952.02) (mind. 3 Mitglieder).

³⁵ Ziff. 13 Swiss Code (Fn. 3).

³⁶ Glass Lewis Guidelines Continental Europe 2025, S. 22; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 64.

³⁷ Implizit: Art. 754 i.v.m. Art. 717 OR.

³⁸ Ziff. 13 Swiss Code (Fn. 3).

³⁹ Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 13 f.; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 60 f.

	OR (und allfällige Spezialgesetze)	Swiss Code (Empfehlungen)	Proxy Advisors (Guidelines)
Gender	Soft-Quote: min. 30% beider Geschlechter ab 2026 (<i>comply of explain</i>) ⁴⁰	Verweis auf OR ⁴¹	ISS: Verweis auf lokale Usanz; generell aber min. 30%; <u>Glass Lewis</u> : SMI / SMIM mind. 30%, SPI min. 1 Vertreterin; <u>Ethos</u> : Verweis auf OR ⁴²
Alter	Keine Vorgaben	Angemessene Diversität auch hinsichtlich des Alters ⁴³	<u>ISS / Glass Lewis</u> : Keine Unterstützung zwingender Altersbegrenzungen; <u>Ethos</u> : Angemessene Diversität; max. 70 Jahre (Erstwahl) / 75 (Wiederwahl) ⁴⁴
Nationalität / Herkunft	Keine Vorgaben	Vertrautheit mit schweizerischen Gegebenheiten; ggf. auch Personen mit internationaler Erfahrung oder ausländische Mitglieder ⁴⁵	<u>Glass Lewis</u> : Repräsentative Abbildung der Belegschaft und der relevanten Regionen; <u>Ethos</u> : Erfahrung im Heimmarkt, aber auch Kenntnis anderer relevanter Regionen; Beziehungen ⁴⁶

⁴⁰ Art. 734f OR.

⁴¹ Ziff. 13 Swiss Code (Fn. 3).

⁴² ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 13; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 13; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 63.

⁴³ Ziff. 13 Swiss Code (Fn. 3).

⁴⁴ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 18; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 13; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 63, 72.

⁴⁵ Ziff. 13 Swiss Code (Fn. 3).

⁴⁶ Glass Lewis Guidelines Continental Europe 2025 (Fn. 5), S. 23; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 62 f.

	OR (und allfällige Spezialgesetze)	Swiss Code (Empfehlungen)	Proxy Advisors (Guidelines)
Unabhängigkeit ⁴⁷	Kein bestimmtes Mass an Unabhängigkeit vorgeschrieben (anders bei Banken und anderen regulierten Instituten ⁴⁸)	Die Mehrheit der Mitglieder soll unabhängig sein ⁴⁹	ISS: >1/3 unabhängig (Einzelprüfung für VRP); <u>Glass Lewis</u> : >50% unabhängig (inkl. VRP); <u>Ethos</u> : mind. 50% (>50% bei Doppelspitze) (Aussnahme bei Grossaktionären) ⁵⁰
Exekutive VR-Mitglieder	OR: keine (anders bei Banken und anderen regulierten Instituten ⁵¹)	Grundsatz: keine «Doppelspitze»; sofern eine solche aus unternehmensspezifischen Gründen angemessen ist, wird ein «lead independent director» empfohlen ⁵²	ISS: keine Doppelspitze bei Streubesitz; <u>Glass Lewis</u> : keine Doppelspitze; <u>Ethos</u> : min. 50% unabhängig und nicht-exekutiv, bei Doppelspitze >50% ⁵³
Aktionärsvertreter im VR	Keine Vorgaben (ausser bei untersch. Aktienkategorien ⁵⁴)	Keine Empfehlung	ISS: Vertreter gilt als nicht unabhängig; <u>Glass Lewis</u> : proportionale Vertretung; <u>Ethos</u> : keine Überrepräsentation ⁵⁵

Summarische (und damit nicht vollständige) Darstellung

⁴⁷ Der Begriff der Unabhängigkeit ist im OR nicht definiert. Demgegenüber enthält der Swiss Code zwar eine Definition (Ziff. 15 Swiss Code (Fn. 3)), die aber von den sehr umfangreichen, detaillierten Definitionen der Stimmrechtsberater abweicht (insb. betr. Verhältnis zu Grossaktionären; siehe ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 15 und Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025, S. 9 f.).

⁴⁸ Siehe bspw. für Banken das FINMA-RS 2017/1 (Corporate Governance – Banken): mind. 1/3 unabhängig.

⁴⁹ Ziff. 15 Swiss Code (Fn. 3).

⁵⁰ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 9 f.; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 10; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 61.

⁵¹ Siehe bspw. für Versicherungen Art. 13 der Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005 (Aufsichtsverordnung, AVO, SR 961.011) (keine Doppelfunktionen; Ausnahmen durch FINMA aber möglich).

⁵² Ziff. 18 Swiss Code (Fn. 3).

⁵³ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 10; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 12.

⁵⁴ Art. 709 OR.

⁵⁵ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 15; Glass Lewis Guidelines Continental Europe 2025 (Fn. 5), S. 15 f.; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 61.

Bemerkenswert ist, dass das Gesetz keine expliziten Vorgaben zu den Kompetenzen und Erfahrungen der Verwaltungsratsmitglieder enthält, die – so würde man denken – wichtiger für eine optimale Zusammensetzung eines Gremiums sein sollten als Attribute wie Geschlecht oder Herkunft. Sowohl im Swiss Code als auch bei den Stimmrechtsberatern finden sich detailliertere Empfehlungen, die im Ergebnis allerdings auch nur vage sind. Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass kotierte Gesellschaften in den vergangenen Jahren (nicht zuletzt auf Forderungen von Stimmrechtsberatern und Entwicklungen im europäischen Recht hin) immer häufiger eine sog. Kompetenzmatrix in ihren Corporate Governance Bericht aufnehmen, in welchem die Kompetenzen der einzelnen Verwaltungsratsmitglieder nach Sachgebieten in einer Übersicht oder einer Graphik dargestellt werden.

b) Verwaltungsratsausschüsse

Neben der Zusammensetzung des Gesamtgremiums des Verwaltungsrates ist auch zu bestimmen, welche Ausschüsse der Verwaltungsrat bilden soll und wie diese besetzt werden. Gesetzlich vorgeschrieben ist nur der Vergütungsausschuss (Art. 733 OR); die Bildung eines Prüfungsausschusses und auch eines Nominationsausschusses ist aber klar *best practice* bei kotierten Gesellschaften. Weitere ständige Ausschüsse können nach Bedarf gebildet werden, etwa für Corporate Governance, Nachhaltigkeit, Digitalisierung/Technologie, Innovation oder Risiko. Es ist zulässig und verbreitet, dass ein Ausschuss mehrere Themenbereiche abdeckt.

Bei der Besetzung der Ausschüsse sind wiederum die Kompetenzen und Erfahrungen der Verwaltungsratsmitglieder ausschlaggebend, aber auch die Unabhängigkeit bzw. der Status als sog. Nicht-*Insider* spielen eine wichtige Rolle. Angestrebt wird üblicherweise ein Verfahren, das institutionalisierte Interessenkonflikte vermeidet und gleichzeitig die Beiträge derjenigen berücksichtigt, die den Tatsachen am nächsten stehen – was oftmals die *Insiders* sind.

In der **folgenden Übersicht** sind wiederum die einschlägigen gesetzlichen Vorgaben und die Empfehlungen des Swiss Code sowie der wichtigsten Stimmrechtsberater bezüglich Verwaltungsratsausschüsse und ihrer Zusammensetzung summarisch dargestellt.

	OR (und allfällige Spezialgesetze)	Swiss Code (Empfehlungen)	Proxy Advisors (Guidelines)
Vergütungsausschuss	Zwingend; Wahl durch GV ⁵⁶	Alles unabhängige Mitglieder («or explain»), keine Kreuzverflechtungen, Vertreter von bedeutenden Aktionären möglich ⁵⁷	<u>ISS</u> : 50% unabhängige und nicht-exekutive Mitglieder; <u>Glass Lewis</u> : Mehrheit unabhängig, keine Insider; <u>Ethos</u> : nur nicht-exekutive und grsl. unabhängige Mitglieder ⁵⁸
Prüfungsausschuss	Keine Vorgaben (ausser für Banken und andere regulierte Institute)	Alles unabhängige und nicht-exekutive Mitglieder, Vorsitz ≠ VRP; Fachkenntnisse beim Vorsitz und/oder der Mehrheit der Mitglieder erforderlich ⁵⁹	<u>ISS</u> : mind. 50% und Vorsitz unabhängig (bei Streubesitz), nicht-exekutiv; <u>Glass Lewis</u> : Mehrheit und VRP unabhängig, keine Insider, Fachkenntnisse bei VRP und Mehrheit erforderlich; <u>Ethos</u> : nur unabhängige, nicht-exekutive Mitglieder, Fachkenntnisse ⁶⁰
Nominierungsausschuss	Keine Vorgaben	Mehrheitlich unabhängige Mitglieder ⁶¹	<u>Glass Lewis</u> : Mehrheit unabhängig (von GL), Insider und Aktionärsvertreter möglich; <u>Ethos</u> : grsl. nicht-exekutive, im Wesentlichen unabhängige Mitglieder ⁶²

Summarische (und damit nicht vollständige) Darstellung

Eine in der Praxis bewährte Zusammensetzung der Ausschüsse sieht bspw. wie folgt aus:

⁵⁶ Art. 733 OR.

⁵⁷ Ziff. 37 Swiss Code (Fn. 3).

⁵⁸ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 12; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 11, 15; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 67.

⁵⁹ Ziff. 22 Swiss Code (Fn. 3).

⁶⁰ ISS Continental Europe Guidelines 2025 (Fn. 4), S. 12; Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 11, 16; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 66.

⁶¹ Ziff. 25 Swiss Code (Fn. 3).

⁶² Glass Lewis Guidelines Switzerland 2025 (Fn. 5), S. 11; Ethos Guidelines 2025 (Fn. 6), S. 67.

- Nur nicht-exekutive Mitglieder im Vergütungsausschuss;
- Nur nicht-exekutive und (ganz oder mehrheitlich) unabhängige Mitglieder im Prüfungsausschuss;
- Mehrheitlich nicht-exekutive und unabhängige Mitglieder im Nominierungsausschuss.

c) Geschäftsleitung: Zusammensetzung

Noch weniger gesetzliche Vorgaben und auch deutlich weniger Empfehlungen als für den Verwaltungsrat enthalten der Swiss Code und die Richtlinien der Stimmrechtsberater für die Geschäftsleitung. Bei der Zusammensetzung gibt es abgesehen von der Soft-Quote (*comply or explain*) im OR, die ab 2031 gilt – mind. 20% beider Geschlechter⁶³ – keine Vorgaben.

Dennoch wird die Zusammensetzung und die Grösse der Geschäftsleitung im Hinblick auf den IPO in der Praxis regelmässig überprüft. Denn die Mitgliedschaft in der Geschäftsleitung einer kotierten Gesellschaft bringt gewisse Rechtsfolgen mit sich, wie bspw. die Pflicht, Managementtransaktionen offenzulegen, und auch bezüglich der Vergütung sind verschiedene Vorgaben einzuhalten (dazu sogleich).

d) Anpassungen im Bereich Vergütung

Neben der Anpassung der Governance auf Ebene Verwaltungsrat und Geschäftsleitung im Hinblick auf den IPO wird auch das Vergütungssystem in der Regel zumindest bezüglich Verwaltungsrat und Geschäftsleitung neu ausgestaltet. Für die restliche Belegschaft (oder einen Teil davon) werden in der Praxis mindestens die Mitarbeiterbeteiligungspläne per IPO üblicherweise mit neuen Plänen ersetzt.

Zum einen gilt es, die *Say-on-Pay*-Regeln und andere vergütungsbezogene Vorschriften im OR⁶⁴, die nur für kotierte Gesellschaften gelten, in den Statuten umzusetzen. So ist der Abstimmungsmodus, gemäss dem die Generalversammlung über die Gesamtvergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung abzustimmen hat, festzulegen. Zu entscheiden ist, ob prospektiv oder retrospektiv (oder in einer Kombination davon) über die Vergütung abgestimmt werden soll, und ob der Generalversammlung nur Genehmigungs- oder auch Abstimmungskompetenz zukommen soll.⁶⁵ Weiter ist für gewisse

⁶³ Art. 734f OR.

⁶⁴ Art. 732 ff. OR.

⁶⁵ Art. 735 OR.

Vergütungsarten eine statutarische Grundlage erforderlich; aktienbasierte Vergütungen oder auch die Vergabe von Krediten sind ohne entsprechende statutarische Grundlage unzulässig.⁶⁶ Schliesslich ist auch die maximal zulässige Anzahl externer Mandate und die maximal zulässige Dauer der Verträge von Mitgliedern von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in den Statuten festzuhalten.⁶⁷

Die zusätzlichen gesetzlichen Vorschriften gelten grundsätzlich ab dem Zeitpunkt der Kotierung der IPO-Gesellschaft; eine gesetzliche Vorwirkung gibt es nicht. Wie bei der Wahl des unabhängigen Stimmrechtsvertreters⁶⁸ ist auch hier nicht abschliessend geklärt, wie bei einem System mit prospektiver Vergütungsgenehmigung mit der Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung für die Periode zwischen dem IPO und der ersten ordentlichen Generalversammlung als kotierte Gesellschaft zu verfahren ist. Nach der hier vertretenen Meinung kann der Verwaltungsrat diese Vergütung bis zur ersten Generalversammlung in eigener Kompetenz festlegen; eine Genehmigung an der Generalversammlung vor dem IPO im Hinblick auf den IPO (in diesem Zeitpunkt ohne statutarische Grundlage) ist zwar möglich, aber nicht zwingend.⁶⁹

Sodann sind die Verträge mit den Geschäftsleitungsmitgliedern und allenfalls auch den Verwaltungsratsmitgliedern zu prüfen und ggf. anzupassen. Bei der Geschäftsleitung ist die Länge der Kündigungsfrist gesetzlich auf 12 Monate beschränkt (sofern nicht statutarisch weiter verkürzt)⁷⁰, gewisse Vergütungsarten wie bspw. Abgangsentschädigungen sind unzulässig⁷¹, und allfällige Konkurrenzverbote⁷² sind zu überprüfen. Zudem ist auch zu empfehlen, einen Vorbehalt der Genehmigung der Vergütung durch die Generalversammlung in die individuellen Arbeitsverträge der Geschäftsleitungsmitglieder aufzunehmen.

⁶⁶ Art. 735a, 735c Ziff. Ziff. 7 und 8 OR.

⁶⁷ Art. 626 Abs. 2 OR.

⁶⁸ Vorne [Ziff. III.2.](#)

⁶⁹ Gl. M. Müller/Oser, Art. 18, Praxiskommentar VegüV, Rz. 72b; a.M. Blaeser/Glanzmann, Art. 735, BSK OR II, Rz. 18.

⁷⁰ Art. 735b OR.

⁷¹ Art. 735c OR.

⁷² Siehe Art. 735c Ziff. 2: eine allfällige Karenzentschädigung darf maximal dem Durchschnitt der Vergütung der vergangenen drei Jahre entsprechen.

IV. ESG-Aspekte

Während die Ausgestaltung der Governance der IPO-Gesellschaft schon immer ein zentraler Bestandteil der IPO-Vorbereitung war, hat die Bedeutung von ESG (*Environmental, Social and Governance*) als relevantes Thema im Rahmen der IPO-Vorbereitung in jüngerer Zeit zugenommen. Zum einen hat sich der Rechtsrahmen geändert: Für kotierte Gesellschaften, die die Schwellenwerte erreichen, bestehen Offenlegungspflichten im Bereich nichtfinanzielle Berichterstattung ([Ziff. 3](#)). In diesem Zusammenhang gilt es in der IPO-Vorbereitung, die internen Prozesse für die Datensammlung und -aufbereitung sowie die Berichterstattung im Bereich ESG aufzusetzen (*Day-1-Readiness*) ([Ziff. 2](#)). Zum anderen scheinen ESG-Themen auch bei der Beurteilung der Equity Story von IPO-Kandidaten mehr Gewicht zu erhalten in jüngerer Zeit ([Ziff. 1](#)).

1. ESG-Analyse als Teil der IPO-Vorbereitung

ESG kann einerseits ein Element der Equity Story sein, das im Prospekt dargestellt wird. Es empfiehlt sich, ESG-bezogene Themen frühzeitig zu identifizieren und ein Screening bestehender ESG-Aktivitäten wie auch ein Benchmarking mit Peer-Group- und Marktstandards durchzuführen. Gestützt darauf kann dann die Festlegung oder allenfalls auch Schärfung von ESG-Zielen erfolgen.

Andererseits gibt es im Zusammenhang mit ESG allenfalls neue oder zumindest andersartige Risiken, die es zu beurteilen gilt. In erster Linie geht es um die Identifizierung von aktuellen und zukünftigen ESG-bezogenen Risiken, um die Abdeckung solcher Risiken in der Due Diligence und dann schlussendlich um die entsprechende Offenlegung im Prospekt.

2. ESG-Governance

Weiter ist im IPO-Vorbereitungsprozess auch im Hinblick auf ESG die erforderliche Governance aufzusetzen. Das heisst einerseits, dass ESG-Kompetenzen in den Führungsgremien angemessen abgedeckt sind, sei es direkt in der Geschäftsleitung oder sonst zumindest direkt unterhalb der Geschäftsleitung. Auch vom Verwaltungsrat wird erwartet, dass ESG-Kompetenzen vorhanden sind, teilweise wird ein separater ESG-Verwaltungsratsausschuss gebildet, teilweise werden einem bestehenden Ausschuss neue Wirkungsfelder im Bereich ESG zugeteilt (hierbei ist zu beachten, dass unter der CSRD zumindest gewisse Kompetenzen im Bereich ESG zwingend beim Prüfungsaus-

schuss anzusiedeln sind). Um der ab der Kotierung gesetzlich vorgeschriebenen nichtfinanziellen Berichterstattung und allenfalls zusätzlich gewählten Standards nachkommen zu können, gilt es sodann, die internen Prozesse für die Datensammlung und -aufbereitung sowie die Berichterstattung aufzusetzen bzw. die bestehenden Strukturen zu überprüfen und allenfalls anzupassen.

3. Rahmenbedingungen

Die anwendbaren rechtlichen und quasi-rechtlichen Rahmenbedingungen befinden sich in einem steten, raschen Wandel. Die gesetzlichen Vorschriften zur nichtfinanziellen Berichterstattung im OR⁷³ sind erst seit 2022 in Kraft, und bereits zwei Jahre später hat der Bundesrat einen Vorentwurf für eine Abänderung dieser Regeln in die Vernehmlassung geschickt⁷⁴, der – sehr vereinfacht gesagt – eine Angleichung an die in der EU geltenden Standards⁷⁵ mit sich gebracht hätte. Die Vorlage war umstritten⁷⁶, und in Anbetracht der zwischenzeitlich angekündigten Bestrebungen der EU, ihre Regeln zu vereinfachen, will der Bundesrat erst im kommenden Jahr über das weitere Vorgehen entscheiden.

⁷³ Art. 964a ff. OR.

⁷⁴ Der Bundesrat hat am 26. Juni 2024 die Vernehmlassung für entsprechende Änderungen im OR eröffnet (Vorentwurf und erläuternder Bericht können unter <<https://www.news.admin.ch/de/nsb?id=101585>> abgerufen werden).

⁷⁵ *Corporate Sustainability Reporting Directive* der EU (CSRD), die durch die *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) konkretisiert werden, und die ursprünglich spätestens ab 2028 auch auf Schweizer Konzerne mit wesentlicher EU-Tätigkeit Anwendung finden sollen.

⁷⁶ Die Vorlage wurde kontrovers beurteilt, siehe den Bericht vom 21. März 2025 über das Ergebnis der Vernehmlassungsverfahrens (abrufbar unter <<https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/92502.pdf>>).

V. Aspekte der Offenlegung

Im Anschluss an die eingangs aufgeführte Graphik, die verschiedene Aspekte der Governance aufzeigt, folgt zum Schluss eine Gegenüberstellung von Offenlegungspflichten im Bereich Governance und ESG *im Hinblick auf den IPO (1) zu solchen nach dem IPO (2).*



ad 1 (Offenlegung im Hinblick auf den IPO): Ausgangspunkt für die Offenlegung ist Art. 40 FIDLEG, der vorschreibt, dass «die für einen Entscheid [...] des Anlegers wesentlichen Angaben» im Prospekt zu machen sind. Anhang 1 der FIDLEV gibt die relevanten Sachbereiche vor, zu welchen diese «wesentlichen Angaben» zu machen sind. Das ist sehr vage; in der Praxis hat sich aber ein bestimmter Detaillierungsgrad an Offenlegung etabliert.

ad 2 (Offenlegung nach der Kotierung): Kotierte Gesellschaften unterliegen einer Vielzahl von Offenlegungspflichten auch in den Bereichen Corporate Governance, Vergütung und nicht-finanzielle Berichterstattung. Zumindest teilweise orientiert sich daher der Detaillierungsgrad der Offenlegung zu diesen Themenbereichen im Prospekt bereits an den nach dem IPO geltenden Offenlegungspflichten. Und zumindest teilweise können in den jeweiligen Berichten Teile der für den Prospekt entworfenen Abschnitte wieder verwendet werden. Das gilt insb. für die Abschnitte zur Zusammensetzung und Arbeitsweise des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung, oder auch der Beschrieb des Ver-

gütungssystems. Insofern kann man von einer Wechselwirkung zwischen den beiden Offenlegungssystemen sprechen.

VI. Schlussbetrachtungen

Die Erkenntnisse aus der Praxis bezüglich der Ausgestaltung der Governance einer IPO-Gesellschaft und ESG-Aspekten in der IPO-Vorbereitung würde ich in den folgenden drei Punkten zusammenfassen:

Erstens ist die Ausgangslage vor dem IPO für das Aufsetzen der post-IPO Governance entscheidend. Sowohl Prozess als auch Ergebnis können stark voneinander abweichen, wenn aus einem bereits kotierten, sich im Streubesitz befindlichen Konzern ein Geschäftsbereich abgespalten und an die Börse gebracht wird, oder aber wenn ein eigenständiges Unternehmen über die Jahre bis hin zum Börsengang wächst, und allenfalls noch einen oder mehrere Grossaktionäre an Bord hat, die auch nach dem Börsengang investiert bleiben.

Zweitens sind die gesetzlichen Vorgaben für die Ausgestaltung der Governance auf Ebene Verwaltungsrat und Geschäftsleitung sehr überschaubar, dafür gibt es umso detailliertere Empfehlungen im Swiss Code und – den in der Praxis relevanteren – Empfehlungen der Stimmrechtsberater. Wie stark diesen Empfehlungen gefolgt werden will (oder muss) hängt nicht zuletzt von der soeben beschriebenen Ausgangslage und entsprechenden Mehrheitsverhältnissen in der Generalversammlung ab.

Und schliesslich als letzter, *dritter* Punkt: ESG-Aspekte sind längst ein integraler Bestandteil der IPO-Vorbereitung. In welchem Mass im Hinblick auf den IPO zusätzlich Aufwand betrieben werden muss, hängt vom Einzelfall ab. Aber die Bedeutung dürfte auch in Zukunft nicht abnehmen.

Literaturverzeichnis

Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht II, 6. Aufl., Basel 2024.

Gaberthüel Tino/ Ehrsam Simone, Praktische Umsetzung der Aktienrechtsrevision, GesKR 2023, 232 ff.

Oser David/Müller Andreas (Hrsg.), Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, 2. A., Zürich 2018.

Bahar Rashid/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzdienstleistungsgesetz/Finanzinstitutsgesetz, Basel 2023.

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich 2022.

Bühler Christoph B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009.

Müller Roland/Plüss Adrian/Lipp Lorenz, Der Verwaltungsrat, 5. A., Zürich 2021.
Nikitine Alex/Bähler Marion, IPO Readiness – Stolpersteine auf dem Weg zum Börsengang,
in Reutter Thomas U./Werlen Thomas, Recht und Transaktionen XV, 9 ff.
Sehte Rolf et al. (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), Zürich
2017.
Sehte Rolf et al. (Hrsg.), Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz, Zürich 2021.
Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanz-
marktinfrastrukturgesetz, 3. A., Zürich 2019.

Ad hoc Publizität – Lehren aus der Praxis und Ausblick

Philippe Weber, Matthias Zinniker*

Inhalt

I.	Einführung	29
II.	Bekanntgabepflicht	31
1.	Wer?	31
2.	Was?	32
3.	Wann?	35
4.	Wie?	38
III.	Bekanntgabeaufschub	40
IV.	Einzelfragen	42
1.	Guidance und Gewinnwarnung	42
2.	Umgang mit Gerüchten	45
3.	Interne Untersuchungen und andere «protracted processes»	46
4.	Anleihen	47
V.	Ausblick auf den Vorentwurf des revidierten FinfraG	48
	Literaturverzeichnis	51

I. Einführung

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und die effiziente Allokation des Kapitals setzen voraus, dass zwischen Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager ein Informationsgleichgewicht herrscht. Treten bedeutende Tatsachen im Einflussbereich des Kapitalnachfragers ein, erlangt dieser naturgemäss zuerst Kenntnis davon. Um diesen Informationsvorsprung abzubauen, müssen Emittenten zeitverzugslos in wahrer, klarer und vollständiger Weise (vgl. Art. 1 der Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 28. Juni 2023 (RLAhP)) durch sog. Ad hoc-Meldungen darüber informieren.¹

Art. 35 Abs. 2 lit. b des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015

* Der Vortragsstil wurde weitgehend beibehalten.

¹ Siehe zum ökonomischen Hintergrund z.B. Appenzeller, 465 f.

(Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1) sieht eine Pflicht der Börsen zum Erlass eines Reglements über die Offenlegung von Informationen vor. SIX Swiss Exchange hat dies umgesetzt in Art. 53 und 54 des Kotierungsreglements vom 13. Mai 2024 (KR) sowie in der RLAhP. Beide wurden von der Regulierungsbehörde SIX Exchange Regulation AG (SER) vor wenigen Jahren überarbeitet und per 1. Juli 2021 bzw. 1. Oktober 2021 in Kraft gesetzt.²

Zweck der Ad hoc-Publizität ist einerseits, die Anleger durch Transparenz und Gleichbehandlung zu schützen. In materieller und zeitlicher Hinsicht müssen alle aktuellen und potentiellen Marktteilnehmer die Möglichkeit haben, von kursrelevanten Tatsachen Kenntnis zu nehmen (vgl. Art. 53 Abs. 3 KR, Art. 6 RLAhP), sodass eine informierte Anlageentscheidung möglich ist (*level playing field*).³ Andererseits dient die Ad hoc-Publizität auch dem Funktionsschutz für einen geregelten Markt⁴ und ist ein Instrument zur Insiderprävention.⁵ Aufgrund der unterschiedlichen Zweckrichtungen bestehen Ad hoc-Publizität, Meldungen nach Offenlegungsrecht (Art. 120 ff. FinfraG) und Bekanntmachungen nach Übernahmerecht (Art. 125 ff. FinfraG; vgl. Art. 7 Abs. 6 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1)) unabhängig und separat voneinander.⁶

Seit dem 1. Oktober 1996 sieht das Kotierungsreglement der SIX (damals SWX) vor, dass kursrelevante Tatsachen, die ein an der SIX kotiertes Unternehmen betreffen, veröffentlicht werden müssen.⁷ Nach fast 30 Jahren der Selbstregulierung und weitaus gut funktionierender Zusammenarbeit zwischen Regulierungsbehörde und Emittenten diskutiert Bundesbern nun über einen Paradigmenwechsel: Vom 19. Juni 2024 bis 11. Oktober 2024 wurde eine Vernehmlassung zur Änderung des FinfraG durchgeführt, die eine Überführung der Regeln zur Ad hoc-Publizität in das staatliche Recht vorsieht. Die Notwendigkeit eines solchen Paradigmenwechsels wurde in der Vernehmlassung – unseres Erachtens mit überzeugenden Argumenten – in zahlreichen und gewichtigen Stellungnahmen abgelehnt,⁸ weshalb noch unsicher ist, ob

² Siehe dazu SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 4/2022 vom 7. Juli 2022, Hinweise aus der Prüfung der Umsetzung der revidierten Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 4/2022); Müller/Peter, *passim*.

³ Bieri/Rüdlinger, 164; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 507; Harisberger, Rz. 573.

⁴ Appenzeller, 467; Peter, Rz. 62 ff.; Straub, Rz. 6.2.

⁵ Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 507; Pitschen, 172.

⁶ Bieri/Rüdlinger, 164; Peter, Rz. 75; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 125.

⁷ Bertschinger, 382.

⁸ Economiesuisse, Stellungnahme: Vernehmlassung zur Revision des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG) vom 11. Oktober 2024, abrufbar unter <https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/20240729_Stellungnahme_economiesuisse_Ver-

die Ad hoc-Publizität weiterhin im Bereich der Selbstregulierung verbleibt oder neu staatlicher Regelung und Aufsicht unterstellt wird. Vor diesem Hintergrund schauen wir zurück auf ausgewählte Rechts- und Praxisfragen der vergangenen Jahre im Bereich der Ad hoc-Publizität und wagen einen kritischen Ausblick auf die laufende FinfraG-Revision.

II. Bekanntgabepflicht

I. Wer?

Die Ad hoc-Publizitätspflicht findet auf alle Emittenten Anwendung, deren Effekten an der SIX Swiss Exchange kotiert sind und deren Gesellschaftssitz sich in der Schweiz befindet (Art. 2 Abs. 1 RLAhP). Emittenten mit ausländischem Gesellschaftssitz fallen in den Anwendungsbereich der Richtlinie, wenn ihre Effekten an der SIX, nicht aber im Heimatstaat kotiert sind (Art. 2 Abs. 2 RLAhP). Für sekundärkotierte Gesellschaften gilt die Rechtsordnung der Primärbörse, Ad hoc-Mitteilungen müssen aber zeitgleich den Schweizer Marktteilnehmern bekannt gemacht werden (Art. 21 RLAG).⁹

Die Zusatzreglemente für Anleihen (Art. 29 Abs. 1 ZRA)¹⁰, für Derivate (Art. 35 ZRD)¹¹ und für Exchange Traded Products (Art. 2 Abs. 1 ZRETP)¹² verweisen auf das KR. Sinngemäss finden Art. 53 f. KR und die RLAhP auch auf digitale Vermögenswerte Anwendung, die an der SDX (SIX Digital Exchange) kotiert sind (Art. 49-56 KR-SDX und Anhang B)¹³.

[Vernehmlassung_FinfraG_ohne_Unterschrift.pdf](#)>; Schweizerische Bankiervereinigung, Vernehmlassung zur Revision des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FinfraG), Stellungnahme vom 9. Oktober 2024, abrufbar unter <<https://www.swissbanking.ch/de/downloads>>; SwissHoldings, Vernehmlassung zur Änderung des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG), Stellungnahme vom 4. Oktober 2024, abrufbar unter <https://swissholdings.ch/wp-content/uploads/2024/10/20241004_Vernehmlassung_FinfraG.pdf>. Zu Recht kritisch auch Bösch et al., *passim*; Bohrer, 10 f.

⁹ SIX Richtlinie betr. Kotierung von ausländischen Gesellschaften vom 29. November 2023 (RLAG).

¹⁰ Zusatzreglement für die Kotierung von Anleihen vom 9. März 2020 (ZRA). Siehe zu den Besonderheiten bei Anleihen unten, IV.4.

¹¹ Zusatzreglement für die Kotierung von Derivaten vom 27. April 2022 (ZRD). Besteht neben dem Emittenten ein Sicherheitsgeber, dann unterliegt auch dieser der Bekanntgabepflicht (Art. 37 Abs. 1 ZRD).

¹² Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products vom 13. Mai 2024 (ZRETP).

¹³ Kotierungsreglement, SDX Trading AG, vom 23. August 2023.

2. Was?

Zu veröffentlichen sind kursrelevante Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind (Art. 53 Abs. 1 KR).

Tatsachen sind Ereignisse oder Zustände der Gegenwart oder der Vergangenheit, die dem Beweis zugänglich, d.h. objektiv nachprüfbar sind.¹⁴ Ideen, Planungsvarianten und Absichten des Emittenten fallen demgegenüber grundsätzlich nicht unter die Ad hoc-Publizität.¹⁵ In der Praxis ist die Abgrenzung aber oft schwierig und die Grenze fließend. Erforderlich ist eine Beurteilung im Einzelfall unter Berücksichtigung der Realisierungswahrscheinlichkeit: Je gewisser die Realisierung eines Projekts ist, desto eher bedarf es einer Bekanntgabe, während verfrühte Meldungen, die später korrigiert oder widerrufen werden müssen, das Vertrauen der Marktteilnehmer und die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigen können.¹⁶ Mithin entscheidend ist die Verlässlichkeit bzw. Überprüfbarkeit einer Information; für das Beweismass kann gemäss einem neueren Schiedsspruch auf den Grundsatz der überwiegenden Wahrscheinlichkeit (*«more likely than not»*) abgestellt werden.¹⁷ Unternehmensstrategien – auch wenn deren Verwirklichung nicht sicher ist – können als Tatsachen gelten.¹⁸

Zu veröffentlichen sind nur neue Tatsachen, d.h. solche, die der Öffentlichkeit nicht bekannt sind.¹⁹ Der Begriff der Öffentlichkeit ist praxismässig eng zu verstehen: Nur wenn eine Tatsache bereits durch den Emittenten selbst publiziert oder angekündigt wurde, ist sie nicht mehr als neu zu betrachten. Haben Analysten oder die Medien eine Information bereits aufgegriffen, entbindet dies nicht von der Ad hoc-Publizitätspflicht; der originären Äusserung des Emittenten wird gemeinhin grösseres Gewicht beigemessen.²⁰ Eine im

¹⁴ Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 1. November 2004, ZUL-AHP-II/04, Rz. 16; Leitfaden von SIX Exchange Regulation AG zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 1. Oktober 2021, 21. März 2022 (zit. Leitfaden RLhP), Rz. 31; Tschäni/Diem/Gabert-hüel, Rz. 126; ausführlich Peter, Rz. 206 ff.

¹⁵ Leitfaden RLhP, Rz. 32; Dalla Torre/Hasler, 191; Tschäni/Diem/Gabert-hüel, Rz. 127.

¹⁶ Appenzeller, 468; Bieri/Rüdlinger, 171; Straub, Rz. 6.31.

¹⁷ Entscheid des Schiedsgerichts der SIX Group AG vom 28. Februar 2025, Rz. 259, abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/publication/enforcement/issuers/sanction-decisions/2025/sako-iv-2023e.pdf>>; siehe auch Gerhard et al., 11.

¹⁸ Entscheid der Disziplinarkommission vom 15. Mai 2002, DK-AHP-I/02, Ziff. 2.1.b; Leitfaden RLhP, Rz. 33. Siehe zum Umgang mit Gerüchten unten, IV.2.

¹⁹ Bieri/Rüdlinger, 166; Rehm/Sigismondi, 248.

²⁰ Entscheid der Disziplinarkommission vom 22. Juli 2002, DK-AHP-II/02, Rz. 11; Leitfaden, RLhP, Rz. 52; Straub, Rz. 6.38; ausführlich Bieri/Rüdlinger, 166; kritisch dazu Rehm/Sigismondi, 248 f.

Grundsatz bekannt gemachte Tatsache, deren Einzelheiten sich noch verändern, muss im Regelfall nicht mehr publiziert werden.²¹

Ferner muss die Tatsache *im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten* sein. Betrifft sie zwar den Emittenten, hat sie ihren Ursprung allerdings ausserhalb des Unternehmens, wird keine Ad hoc-Mitteilungspflicht ausgelöst.²² Das gilt z.B. für allgemeine, wirtschaftspolitische oder gesamtwirtschaftliche Entwicklungen (z.B. Pandemie, Wechselkursschwankungen) oder die Lancierung eines neuen Produktes durch die Konkurrenz.²³ Hat ein Aussenereignis allerdings eine direkte Innenwirkung auf den Geschäftsgang des Emittenten, sodass innerhalb des Tätigkeitsbereichs eine kursrelevante Tatsache eintritt, unterliegt diese der Ad hoc-Publizitätspflicht.²⁴ Die RLAhP nennt als mögliche Beispiele Entscheide einer Wettbewerbs- oder Aufsichtsbehörde, die Kündigung eines bedeutsamen Vertrages durch einen wichtigen Vertragspartner oder dessen Konkurs.²⁵

Schliesslich muss die Tatsache *kursrelevant* sein. Dabei kommt es darauf an, ob die Tatsache geeignet ist, zu einer erheblichen Änderung des Kurses zu führen, d.h. eine Kursänderung zu bewirken, die das übliche Mass der Schwankungen übersteigt (Art. 53 Abs. 1 KR). Der Emittent muss sich die Frage stellen, ob das Bekanntwerden der fraglichen Tatsache den verständigen Marktteilnehmer²⁶ in seinem Anlageentscheid beeinflussen kann (Art. 53 Abs. 1^{bis} KR). Die Kursrelevanz einer Tatsache unterliegt damit einer Einzelfallbeurteilung anhand der konkreten Umstände. Es gibt keine fixen Grenzwerte. Zu berücksichtigen sind insbesondere die Volatilität des Titels und des Marktes generell.²⁷ Das gilt seit der Revision der RLAhP von 2021 auch für Personalveränderungen in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.²⁸ Relevante Kriterien für die Beurteilung der Kursrelevanz dürften die Position der fraglichen Person, ihre Rolle für den Geschäftserfolg des Emittenten sowie die Umstände des Wech-

²¹ Leitfaden RLAhP, Rz. 53.

²² Harisberger, Rz. 584; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 128; vgl. Peter, Rz. 174 ff.

²³ Leitfaden RLAhP, Rz. 44; Rehm/Sigismondi, 249.

²⁴ Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle vom 4. September 2006, ZUL-AHP-II/06, Ziff. 14 f.; Leitfaden RLAhP, Rz. 45; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 128; Peter, Rz. 180.

²⁵ Leitfaden RLAhP, Rz. 45; vgl. auch Bieri/Rüdinger, 165.

²⁶ Siehe zum Begriff des verständigen Marktteilnehmers das Issuers Committee Rundschreiben Nr. 1, Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität und der Corporate Governance (IC-RS1) vom 28. Juni 2023 (zit. IC-Rundschreiben), Rz. 7.

²⁷ IC-Rundschreiben, Rz. 6; Böckli, Aktienrecht, § 9 Rz. 510; Straub, Rz. 6.47. Für eine Übersicht über die in Literatur und Entscheiden diskutierten Prozentwerte, ab welchen eine Kursänderung die Kursrelevanz gegebenenfalls indiziert, siehe Böckli, Kursrelevanz, 7 f.

²⁸ Siehe zur alten Praxis z.B. Entscheid der Sanktionskommission vom 31. Januar 2008, SaKo-AHP-VI/07, E. 6.

sels sein.²⁹ Auch Verschiebungen in der Aktionärsstruktur können kursrelevant sein, z.B. bei wesentlichen Änderungen der bedeutenden Aktionäre, die einen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft ausüben.³⁰

Aus dem Umstand, dass eine Tatsache wichtig ist, folgt nicht zwingend deren Kursrelevanz.³¹ Hat die Generalversammlung beispielsweise einen wegweisenden Beschluss über eine Umstrukturierung oder eine Fusion zu fällen, entspricht deren Resultat aber den Erwartungen, ist das Ergebnis in der Regel nicht kursrelevant. Weitere wichtige, aber nicht zwingend kursrelevante Ereignisse sind die Publikation und Aktualisierung des Finanzkalenders, die Einladung zur und die Resultate der Generalversammlung sowie Adressänderungen.³²

In jedem Fall bedarf es einer *ex ante*-Beurteilung durch den Emittenten. Nicht erforderlich ist, dass es anschliessend tatsächlich zu einer erheblichen Kursveränderung kommt.³³ Umgekehrt taugt eine solche nicht *per se* als Beweis für die Kursrelevanz. Der Entscheid über die Publikation einer Tatsache und deren Zeitpunkt kann in der Praxis schwierig sein. Aufgrund des dem Emittenten zustehenden Ermessensspielraums³⁴ kommt es insbesondere darauf an, ob ein funktionierender interner Entscheidungsfindungsprozess besteht und die Beurteilung konsistent erfolgte (vgl. Art. 4 Abs. 3 RLAP). In einem wegweisenden Urteil vom 28. Februar 2025 hat das Schiedsgericht der SIX die Konturen des von den Aufsichts- und Sanktionsbehörden zu beachtenden Ermessens des Emittenten konkretisiert und gleichzeitig den Umfang der nachträglichen Überprüfungsbefugnis begrenzt, um sogenannte Rückschaufehler («*hindsight bias*») zu vermeiden.³⁵ Vergleichbar mit der Rechtsprechung des Bundesgerichts zur «*Business Judgment Rule*» und deren Entsprechung für Rechtsanwendungsentscheide, der «*Legal Judgment Rule*», aber schliesslich in autonomer Auslegung von Art. 53 KR und Art. 4 Abs. 3 RLAP hält das Schiedsgericht fest, dass eine Emittentin ihr Ermessen grundsätzlich pflichtgemäss ausübt, «wenn sie (1) in formeller Hinsicht einem plausiblen Entscheidungsprozess folgt und (2) in materieller Hinsicht die verfügbaren Informationen berücksichtigt und die Beurteilung der Kursrelevanz aufgrund «tauglicher Kriterien» vornimmt. Bei der Beurteilung, ob bestimmte Kriterien «tauglich» bzw.

²⁹ Müller/Peter, 153; ausführlich Dalla Torre/Hasler, 193 f.

³⁰ Leitfaden RLAP, Rz. 63; vgl. Bieri/Rüdlinger, 177.

³¹ SER-Mitteilung 4/2022.

³² SER-Mitteilung 4/2022.

³³ Sanktionsbescheid von SIX Exchange Regulation vom 27. Januar 2021, SER-AhP-I/21/MP-I/21, Rz. 44; Leitfaden RLAP, Rz. 58; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 130.

³⁴ Appenzeller, 472; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 510; Ryser/Weber, 86.

³⁵ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 276.

sachgerecht sind, ist der Emittentin ebenso ein gewisses Ermessen zuzugestehen.»³⁶ Ein einmal festgelegtes Kriterium ist konsequent anzuwenden.³⁷ Um diesen Ermessensspielraum zu wahren, verbietet sich eine vollumfängliche materielle Nachprüfung der Kursrelevanz durch die Sanktionsbehörden: Eine Verletzung der Ad hoc-Meldepflicht liegt nur bei pflichtwidriger Ermessensausübung oder Ermessenüberschreitung vor, wenn also der Ermessensspielraum geradezu ausgehöhlt wurde.³⁸

Eine Ausnahme vom Grundsatz der Einzelfallbeurteilung stellen Geschäfts- und Zwischenberichte gemäss Art. 49 und 50 KR dar. Sie müssen von Emittenten mit primärkotierten Beteiligungsrechten immer mittels Ad hoc-Meldung bekannt gemacht werden (Art. 4 Abs. 2 RLAhP; sog. *Per se-Tatbestände*). Dies erfolgt am einfachsten mittels Links in einer Medienmitteilung und ist auch dann erforderlich, wenn vorgängig oder parallel meldepflichtige Zahlen aus dem Geschäftsbericht ad hoc bekannt gemacht werden.³⁹

3. Wann?

Der Emittent muss ad hoc informieren, sobald er Kenntnis von der Tatsache in den *wesentlichen Punkten* hat (Art. 53 Abs. 2 KR, Art. 5 RLAhP). Damit darf nicht zugewartet werden, bis alle Details vorliegen.⁴⁰ Sobald klar ist, dass die Tatsache vollumfänglich eintreten wird und sie ad hoc-relevant ist, muss informiert werden, auch wenn das genaue Ausmass der Kursrelevanz noch nicht bekannt ist.⁴¹ Die SER vertrat grundsätzlich die Ansicht, dass dies dazu führen kann, dass gerade bei Ereignissen mit komplexen Auswirkungen (z.B. interne Untersuchungen, Gerichtsfälle, Transaktionen oder Sanierungen mit wichtigen Meilensteinen) eine *mehrstufige Kommunikation* angezeigt ist. In einer ersten Mitteilung wird der Eintritt der Tatsache kommuniziert, in einer weiteren das konkrete Ausmass oder die Folgen davon.⁴² Das Schiedsgericht der SIX hat diese Praxis jüngst zumindest in Bezug auf interne Untersuchungen relativiert.⁴³ Ebenso hat es festgehalten, dass dem Emittenten für die Frage, ob er

³⁶ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 285 und Rz. 287; siehe auch Gerhard et al., 10.

³⁷ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 287.

³⁸ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 284 und 288.

³⁹ Straub, Rz. 6.50 ff.

⁴⁰ Straub, Rz. 6.69; vgl. im Zusammenhang mit Wechseln in der Unternehmensführung Dalla Torre/Hasler, 192.

⁴¹ Straub, Rz. 6.69; Peter, Rz. 265 ff.

⁴² Leitfaden RLAhP, Rz. 115; Harisberger, Rz. 579 ff.; vgl. im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 124. Als Ausnahme zu diesem Grundsatz gilt der Bekanntgabeaufschub nach Art. 54 KR, auf den nachstehend unter III. ausführlich eingegangen wird.

⁴³ Siehe dazu unten, [IV.3.](#)

von den wesentlichen Punkten einer Tatsache Kenntnis hat, ein Ermessensspielraum zuzugestehen ist.⁴⁴

Das erforderliche Wissen muss im Bereich der *Geschäftsleitung* oder bei einem *nicht exekutiven Verwaltungsratsmitglied* vorhanden sein.⁴⁵ Nach dem Leitfaden zur RLAP gehören zur Geschäftsleitung sämtliche Personen, die in massgeblicher Weise die Willensbildung des Emittenten bestimmen können (faktische Organe).⁴⁶ Sind die geschäftsleitenden Personen infolge mangelhafter interner Organisation nicht hinreichend informiert und erfolgt deshalb keine oder eine verspätete Ad hoc-Mitteilung, kann wegen Organisationsverschuldens eine Verletzung der Publizitätspflichten vorliegen.⁴⁷

Auch hier können sich im Einzelfall schwierige Abgrenzungsfragen stellen: Was gilt beispielsweise, wenn ein Verwaltungsratsmitglied *Aktionärsvertreter* ist und von möglicherweise kursrelevanten Plänen des Aktionärs Kenntnis hat? Löst dies eine umgehende Bekanntgabepflicht aus? Nach der hier vertretenen Ansicht kann das Verwaltungsratsmitglied nicht mittels Ad hoc-Publizitätspflicht gezwungen werden, jegliche kursrelevanten Pläne des Aktionärs umgehend nach Kenntnisnahme gegenüber dem Verwaltungsrat und der Öffentlichkeit offenzulegen. Es ist vielmehr anhand der gesetzlichen und gesellschaftsinternen Bestimmungen über die Pflichten der Verwaltungsratsmitglieder zu bestimmen, ob und wann der Aktionärsvertreter seine Verwaltungsratskolleginnen und -kollegen über die Pläne des Aktionärs zu informieren hat. Ab diesem Zeitpunkt und unabhängig davon, ob der Verwaltungsrat tatsächlich informiert wird, ist von der Kenntnis des Emittenten «in den wesentlichen Punkten» auszugehen.

Sobald die Ad hoc-Relevanz einer Tatsache festgestellt wurde, wird dem Emittenten noch eine kurze Frist eingeräumt, um, *erstens*, die zuständigen Organe zu informieren oder um eine Beschlussfassung zu erwirken und um, *zweitens*, eine Pressemitteilung zu erarbeiten.⁴⁸ Wie viel Zeit dem Emittenten verbleibt, ist einzelfallabhängig. Als angemessen gelten wohl drei bis fünf Kalendertage.⁴⁹ Unzulässig wäre es jedenfalls, bis zur nächsten bereits terminierten, aber mehrere Tage oder Wochen entfernten Sitzung des Verwaltungsrates zuzuwarten.⁵⁰

⁴⁴ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 287; Gerhard et al., 10.

⁴⁵ Entscheid der Sanktionskommission vom 14. April 2015, SaKo 2015-AhP-I/15, Rz. 11; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. November 2010, SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 9; Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 271; Bieri/Rüdlinger, 167; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 131.

⁴⁶ Leitfaden RLAP, Rz. 105.

⁴⁷ Leitfaden RLAP, Rz. 106; Bieri/Rüdlinger, 175; Pitschen, 184.

⁴⁸ Straub, Rz. 6.66 und 6.68.

⁴⁹ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 422.

⁵⁰ Straub, Rz. 6.66.

Für Geschäftsberichte und Finanzzahlen gilt nach dem Gesagten, dass diese zu publizieren sind, sobald der Entscheid des für die Genehmigung zuständigen Organs vorliegt, d.h. konkret, wenn der Verwaltungsrat diese zuhanden der Generalversammlung erstellt und finalisiert hat und das Testat der Revisionsstelle vorliegt.⁵¹ Nach der Erstellung und Finalisierung des Geschäftsberichts steht dem Emittenten eine «angemessene kurze Frist»⁵² zur Veröffentlichung der Zahlen zur Verfügung, sofern unternehmensintern ordnungsgemässe, zeitgerechte Prozesse sichergestellt sind und die Vertraulichkeit gewährleistet werden kann.⁵³ Die Länge dieser Frist ist im Einzelfall zu bestimmen; die Sanktionskommission hat in entsprechenden Urteilen zwölf,⁵⁴ 17⁵⁵ bzw. 34 Börsentage⁵⁶ als nicht angemessen kurz beurteilt. Nicht erforderlich und daher kein zulässiger Grund für (weitere) Verzögerungen ist das Drucken des Geschäftsberichts; die elektronische Publikation genügt.⁵⁷ Unzulässig wäre es auch, Berichte, die früher als erwartet vorliegen, erst an einem vorher festgelegten und angekündigten, anderslautenden Veröffentlichungstermin zu publizieren.⁵⁸

Die Sanktionsbehörden haben in Bezug auf kursrelevante personelle *Veränderungen im Verwaltungsrat* entschieden, dass eine Ad hoc-Mitteilung nicht erst nach der Wahl der GV, sondern bereits nach der Nomination des Kandidierenden durch den Verwaltungsrat und dessen Bereitschaft, sich zur Wahl zu stellen, erfolgen muss.⁵⁹ Bei Mitgliedern der Geschäftsleitung ist grundsätzlich der Zeitpunkt der Vertragsauflösung bzw. des Vertragsabschlusses publikationsauslösend.⁶⁰

Ferner ist in zeitlicher Hinsicht darauf hinzuweisen, dass Ad hoc-Mitteilungen grundsätzlich ausserhalb der handelskritischen Zeit, nämlich spätestens

⁵¹ Leitfaden RLhP, Rz. 112 f.; SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 1/2025 vom 14. Januar 2025, Hinweise zum Zeitpunkt der Verbreitung von Geschäftsberichten im Rahmen der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 1/2025); vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 24. Juni 2022, SaKo II/2022, Rz. 28 ff. Vorbehalten bleiben die Fälle der Gewinnwarnung, des Gewinneinbruchs oder des Gewinnsprungs (siehe dazu unten, [IV.1](#)).

⁵² SaKo II/2022, Rz. 29; SER-Mitteilung 1/2025.

⁵³ SaKo II/2022, Rz. 29; Leitfaden RLhP, Rz. 113; SER-Mitteilung 1/2025; ferner Rehm/Sigismondi, 247.

⁵⁴ SaKo II/2022, Rz. 32.

⁵⁵ Sanktionsbescheid von SER vom 18. März 2024, SB-AHP-I/24, Rz. 19.

⁵⁶ Sanktionsbescheid von SER vom 27. Juli 2023, SB-AHP-II/23, Rz. 19; siehe zum Ganzen auch SER-Mitteilung 1/2025.

⁵⁷ SER-Mitteilung 1/2025.

⁵⁸ Leitfaden RLhP, Rz. 110; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität; SER-Mitteilung 1/2025; kritisch Rehm/Sigismondi, 247 f.

⁵⁹ Sanktionsbescheid von SER vom 22. Dezember 2010, SER 2010-AHP-I/10, SER 2010-MP-I/10, Rz. 28.

⁶⁰ SER 2010-AHP-I/10, SER 2010-MP-I/10, Rz. 29 ff.

90 Minuten vor Handelsbeginn oder nach Handelsschluss zu publizieren sind (Art. 11 RLahP). Ist in besonderen Fällen eine Publikation während der handelskritischen Zeit unumgänglich, ist die SER nach den Vorgaben von Art. 12 Abs. 2 RLahP vorgängig zu informieren, um je nach Situation den Handel mit den betroffenen Wertpapieren vorübergehend einstellen zu können.⁶¹

4. Wie?

Die Modalitäten der Bekanntgabe von Ad hoc-Meldungen werden in Art. 5-14 RLahP relativ detailliert geregelt. Die Literatur begnügt sich in der Regel mit einer kurzen Umschreibung und einem Verweis auf die entsprechenden Bestimmungen. Ein Blick auf die Sanktionsentscheide der vergangenen fünf Jahre zeigt allerdings, dass häufig in diesem Bereich Fehler passieren und sich entsprechend die deutliche Mehrheit der Entscheide nicht mit der materiell viel diskutierten Frage der Kursrelevanz einer Tatsache, sondern mit den Modalitäten der Publikation befassen.⁶²

Seit der Revision der Ad hoc-Regularien von 2021 sieht Art. 53 Abs. 2^{bis} KR vor, dass eine Bekanntmachung einleitend und visuell deutlich erkennbar als «Ad hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR» zu klassifizieren ist (sog. *Flagging*).⁶³ Die einfache optische Erkennbarkeit soll zu einer Verbesserung der Transparenz beitragen.⁶⁴

Folge davon ist, dass Emittenten nun stets zwischen Mitteilungen, welche kursrelevante Tatsachen enthalten, und anderen unterscheiden müssen.⁶⁵ Was nicht ad hoc relevant ist, darf nicht als Ad hoc-Mitteilung publiziert werden. Dies gilt insbesondere für reine Marketingmeldungen und die Publikation bereits bekannter, ehemals kursrelevanter Tatsachen.⁶⁶ Auch eine Kombination von kursrelevanten Tatsachen mit reinen Marketingmeldungen ist unzulässig

⁶¹ Vgl. Leitfaden RLahP, Rz. 160 ff.; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 3 Praxis Ad hoc-Publizität; Entscheid der Sanktionskommission vom 30. Juli 2007, SaKo-AHP-II/07, Rz. 4.

⁶² Vgl. auch SIX Exchange Regulation, Mitteilung Nr. 2/2023 vom 16. Februar 2023, Feststellungen aus der Überprüfung der Publikationstätigkeit von Emittenten im Bereich der Ad hoc-Publizität (zit. SER-Mitteilung 2/2023), wonach Verstösse gegen die Ad hoc-Publizitätspflichten aufgrund unzureichender organisatorischer und/ oder technischer Schutzmassnahmen merklich zugenommen haben und so kursrelevante Tatsachen unbeabsichtigt zu früh und selektiv an die Öffentlichkeit gelangt sind.

⁶³ IC-Rundschreiben, Rz. 10; Müller/Peter, 159.

⁶⁴ IC-Rundschreiben, Rz. 10.

⁶⁵ Müller/Peter, 159.

⁶⁶ IC-Rundschreiben, Rz. 11.

und kann sanktioniert werden.⁶⁷ Allerdings muss bei der Beurteilung des *ex ante*-vorgenommenen Emittentenentscheids über die Kursrelevanz einer Tatsache und damit der Flagging-Pflicht dessen Ermessensspielraum berücksichtigt werden (vgl. Art. 4 Abs. 3 RLAhP).

Die Sanktionskommission hat klargestellt, dass eine wörtliche Übernahme des Flagging-Textes bei allen Adressaten der Mitteilung i.S.v. Art. 7 RLAhP zwingend ist; die blosse Bezeichnung als «Ad hoc-Mitteilung» genügt nicht.⁶⁸ Adressaten sind SIX Exchange Regulation, mind. zwei bei professionellen Marktteilnehmern verbreitete elektronische Informationssysteme, mind. zwei Schweizer Medien sowie jeder Interessierte, dem die Mitteilung über einen E-Mail-Verteiler zugesandt wird (sog. Push-System; Art. 7 RLAhP). Sämtliche Kanäle und Adressaten müssen zeitgleich und identisch bedient werden.⁶⁹

Der Emittent kann seinen Ad hoc-Publizitätspflichten nach Art. 10 Abs. 1 RLAhP entweder selber nachkommen oder diese durch Dritte erfüllen lassen; die volle Verantwortung verbleibt aber beim Emittenten (Art. 10 Abs. 2 RLAhP). Selbst wenn erstellt ist, dass ein Fehler bei einem beauftragten Dritten geschehen ist, kann sich der Emittent nicht mit dem Nachweis sorgfältiger und reglementskonformer Instruktion von der Verantwortung dispensieren, sondern die Handlungen des Dritten werden ihm zugerechnet.⁷⁰ Im Rahmen der Bemessung der Sanktionshöhe berücksichtigen die SER und die Sanktionskommission, ob und innert welcher Zeit der Emittent den technischen Fehler bei der Verbreitung der Ad hoc-Meldung selber identifiziert und behebt, insbesondere im Rahmen des Push-Systems. Erforderlich sind Prozesse zur Erkennung von Fehlern (Fallback-Szenario), damit bei Problemen die zeitnahe Erfüllung der Publikationspflicht gewährleistet ist.⁷¹ Zum Beispiel sollten sich die Verantwortlichen als Empfänger des Push-Systems registrieren, sodass sie realisieren, wenn trotz Publikation keine Push-E-Mail versendet wird.⁷²

Gegenstand zweier jüngerer Sanktionsverfahren waren sog. Webcrawler-Leaks, die jeweils mit Bussen gegen den Emittenten endeten.⁷³ Webcrawler sind z.B. von Medien eingesetzte Software, die mithilfe von Algorithmen Internetseiten durchsuchen und die Inhalte der besuchten Seiten analysieren und speichern. Sie gehen systematisch und hocheffizient vor. Sie können zwar

⁶⁷ IC-Rundschreiben, Rz. 13.

⁶⁸ Entscheid der Sanktionskommission vom 9. November 2023, SaKo-IX/2023, Rz. 40.

⁶⁹ SER-Mitteilung 2/2023.

⁷⁰ SaKo-IX/2023, Rz. 72; vgl. Entscheid der Sanktionskommission vom 10. August 2023, SaKo-VII/2023, E. 3.1.1; SER-Mitteilung 4/2022.

⁷¹ SER-Mitteilung 4/2022.

⁷² Siehe dazu SaKo-VII/2023, E. 3.1.1.

⁷³ Entscheid der Sanktionskommission vom 13. Februar 2024, SaKo-I/2024; SaKo-IX/2023.

nur auf Inhalte zugreifen, die nicht besonders gesichert sind (keine Passwörter, Codes oder ähnliche Sicherheitsmassnahmen), finden aber auch vermeintlich unveröffentlichte Informationen auf einem privaten Webseitenbereich.⁷⁴ Der Webcrawler kann also auch auf Bereiche zugreifen, die auf der Webseite des Emittenten nicht verlinkt oder im Navigationsbereich enthalten sind, solange für diese Bereiche keine besondere Sicherung besteht.⁷⁵ Wird bloss die Information an sich, z.B. der Geschäftsbericht, durch ein Passwort geschützt, hilft dies nicht, denn Webcrawler können auch verborgene Seiten etwa in einem Cache auffinden.⁷⁶ Wird also beispielsweise der Geschäftsbericht vor dem vorgesehenen Publikationszeitpunkt von einem Webcrawler aufgespürt und werden Zahlen daraus durch ein Medienunternehmen publiziert, liegt ein Verstoß gegen die Ad hoc-Regularien, insbesondere die Gleichbehandlungspflicht, vor.⁷⁷ Trotz grundsätzlicher Organisationsfreiheit bei der Wahl der Instrumente zur Gewährung von Vertraulichkeit empfiehlt die SER, dass sich Emittenten in Bezug auf die Informationssicherheit am jeweils aktuellen Stand der Entwicklungen orientieren.⁷⁸

Treten technische Probleme oder unerwartete Ereignisse auf, ist die SER umgehend zu kontaktieren. Allenfalls wird der Handel vorübergehend eingestellt (Art. 18 ff. RLAP).⁷⁹

III. Bekanntgabeaufschub

Tritt eine kursrelevante Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein, muss dann im Sinne einer Ausnahme von Art. 53 KR keine unmittelbare Ad hoc-Meldung gemacht werden, wenn die Voraussetzungen des Bekanntgabeaufschubs nach Art. 54 KR erfüllt sind. Die fragliche Tatsache muss auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen (Abs. 1 lit. a), ihre Verbreitung muss geeignet sein, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen (Abs. 1 lit. b) und der Emittent muss ihre umfassende Vertraulichkeit gewährleisten (Abs. 2).

Art. 54 Abs. 2 KR verankert, was nach Art. 4 Abs. 3 RLAP generell im Bereich der Ad hoc-Meldepflicht gilt: Die gesellschaftsinterne Entscheidungsfindung und Prozesse zur Einhaltung der Börsenpflichten werden durch die Ad hoc-Regularien nicht vorgegeben; es liegt vielmehr in der Autonomie des einzelnen

⁷⁴ Siehe zum Ganzen SaKo-IX/2023, Rz. 51; SER-Mitteilung 2/2023.

⁷⁵ SaKo-I/2024, Rz. 20 f.

⁷⁶ SaKo-IX/2023, Rz. 73.

⁷⁷ SER-Mitteilung 2/2023.

⁷⁸ SER-Mitteilung 2/2023.

⁷⁹ Leitfaden RLAP, Rz. 154.

Emittenten, durch entsprechende Ausgestaltung der Statuten, des Organisationsreglements und der internen Weisungen für eine zeitnahe Erfüllung der Informationspflichten zu sorgen.⁸⁰ Im Kontext der Gewährleistung der Vertraulichkeit bedeutet dies, dass sich der Emittent hinsichtlich seiner internen Regelungen, Prozesse und Massnahmen jeweils am neusten Stand der Entwicklungen und der «best practice» betreffend Wahrung der Vertraulichkeit orientiert und seine getroffenen Regeln dem jeweiligen «Standard einer börsenkotierten Unternehmen» entsprechen. Dazu gehören z.B. ein sog. Leak Contingency Plan, d.h. ein Plan, wie Rahmen eines Informationslecks vorzugehen ist (inkl. vorbereiteter Medienmitteilung),⁸¹ eine beschränkte Verbreitung der kursrelevanten Tatsache nach dem «need to know»-Prinzip, eine Beschränkung sowie Sicherung des Zugangs zu Informationen, das Einholen von Vertraulichkeitserklärungen von allen Informationsträgern (intern sowie extern) und das Führen einer Insiderliste.⁸² Ein Leck an sich bedeutet noch nicht, dass die Ad hoc-Pflichten verletzt wurden. Hingegen liegt ein Verstoß vor, wenn der Emittent nicht darlegen kann, dass er adäquate Massnahmen zur Verhinderung und – nach Auftritt des Lecks – zur umgehenden Information der Öffentlichkeit getroffen hat.⁸³

Während die Gewährleistung der Vertraulichkeit und die von Art. 54 Abs. 1 lit. b KR geforderte Interessenabwägung⁸⁴ nachvollziehbar und im internationalen Vergleich üblich⁸⁵ sind, ist die Voraussetzung, wonach die aufgeschobene, kursrelevante Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruhen muss, eine verschiedentlich kritisierte Schweizer Besonderheit.⁸⁶

Einem bereits einige Jahre zurückliegenden Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle (Vorgängerin der SER) lag ein Sachverhalt zugrunde, der die Problematik dieser Voraussetzung exemplarisch aufzeigte: Die kotierte X. Hol-

⁸⁰ Vgl. Leitfaden RLAP, Rz. 39; IC-Rundschreiben, Rz. 17.

⁸¹ Siehe dazu auch unten, [IV.2.](#)

⁸² IC-Rundschreiben, Rz. 18; Leitfaden RLAP, Rz. 195; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 140.

⁸³ Appenzeller, 476; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 140. Siehe dazu insbesondere die Entscheide der Disziplinarkommission vom 30. Juli 2004, DK-AHP-I/04, Rz. 13 und 15 (ungenügende Organisation, um auf ein Leck reagieren zu können) und vom 29. Juni 2005, DK-AHP-II/05, Rz. 10 (Fehlen eines Leak Contingency Plans als Verstoß gegen die Ad hoc-Regeln).

⁸⁴ Dalla Torre/Hasler, 196; vgl. Leitfaden RLAP, Rz. 203; Straub, Rz. 6.78.

⁸⁵ Siehe z.B. Art. 17 Abs. 4 der Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, ABl L 173 vom 12. Juni 2014, wonach für einen Bekanntgabeaufschub erforderlich ist, dass (i) die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, (ii) die Aufschiebung der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irrezuführen und (iii) der Emittent die Geheimhaltung der Information sicherstellen kann.

⁸⁶ Dalla Torre/Hasler, 195; Müller/Peter, 159; Peter, Rz. 57. Vgl. kritisch gegenüber der vorausgesetzten Interessenabwägung Böckli, Kursrelevanz, 13 f.

ding AG wurde von ihrem Geschäftspartner W., mit dem sie über eine Tochtergesellschaft eine gemeinsame Joint Venture-Gesellschaft Y. führte, informiert, dass W. überschuldet sei. In der Folge führten X. Holding AG und W. diverse Gespräche über eine mögliche Sanierung von W. sowie die Übernahme der Beteiligung von W. an Y.⁸⁷ In diesem Zusammenhang stellte sich die Frage, ob die X. Holding AG die Bekanntgabe der Sanierungsbedürftigkeit ihres Geschäftspartners aufschieben durfte.⁸⁸ Weder die eigene Sanierungsbedürftigkeit noch jene eines Geschäftspartners beruht auf einem Plan oder Entscheid des Emittenten. Andererseits ist offensichtlich, dass eine umgehende Information der Überschuldung die Sanierungsmöglichkeiten im dargelegten Fall vereitelt hätte.⁸⁹ Der Ausschuss der Zulassungsstelle entschied, dass «ausnahmsweise»⁹⁰ ein Bekanntgabeaufschub zulässig war. Zwar haben die Sanktionsbehörden eine Aufweichung der genannten Voraussetzung nie weiter in Erwägung gezogen,⁹¹ es scheint aber plausibel, dass berechnete Geheimhaltungsinteressen des Emittenten sowohl in Sanierungssituationen aber auch in anderen Konstellationen trotz fehlender eigener Initiative des Emittenten überwiegen können.⁹²

IV. Einzelfragen

1. Guidance und Gewinnwarnung

Nicht selten wollen Emittenten ihre aktuellen Aktionäre und Investoren mittels Aussagen zum zukünftigen Geschäftsverlauf informieren. Diese sog. Guidance, die als Ad hoc-Meldung zu erfolgen hat, kann aus wirtschaftlich-strategischer Sicht sinnvoll sein, hat aber Auswirkungen auf die Ad hoc-Pflichten: Positive sowie negative Abweichungen von der eigenen Prognose müssen mittels erneuter Ad hoc-Meldung transparent gemacht werden (sog. Gewinnwarnung).⁹³ Zwar können auch sich abzeichnende Veränderungen des Jahresergebnisses im Vergleich zum Gewinn bzw. Verlust der Vorjahresperiode eine Informationspflicht auslösen (sog. Gewinnsprung/ Gewinneinbruch),⁹⁴ die Er-

⁸⁷ Zum Ganzen siehe ZUL-AHP-II/06, Rz. 1 ff.

⁸⁸ ZUL-AHP-II/06, Rz. 18.

⁸⁹ Vgl. ZUL-AHP-II/06, Rz. 20.

⁹⁰ ZUL-AHP-II/06, Rz. 20; vgl. auch Leitfaden RLÄhP, Rz. 210 ff.

⁹¹ Sanktionsbescheid von SER vom 22. Dezember 2010, SER-AHP-I/10, SER-MP-I/10, E. 63; Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle, Fall Nr. 2 Ad hoc-Publizität.

⁹² Siehe dazu auch Ryser/Weber, 91 ff.

⁹³ ZUL-AHP-II/04, Rz. 21; Rehm/Sigismondi, 246 f. Die Pflicht zur Gewinnwarnung ergibt sich aus dem Grundsatz von Treu und Glauben (Leitfaden RLÄhP, Rz. 79).

⁹⁴ Rehm/Sigismondi, 247; Straub, Rz. 6.59.

heblichkeitsschwelle wird von SIX allerdings unterschiedlich hoch angesetzt. Während bereits «voraussichtlich nennenswerte Abweichungen»⁹⁵ von der früheren Prognose eine Pflicht zur Gewinnwarnung auslösen, bedarf es «erheblicher»⁹⁶ Abweichungen vom Vorjahresergebnis, damit der Emittent einen Gewinnsprung bzw. Gewinneinbruch anzukünden hat. Die Ad hoc-Relevanz von Veränderungen im Vergleich zum Vorjahresergebnis sowie zur Guidance sind einzelfallabhängig, weshalb es – obwohl die Frage in der Praxis regelmäßig gestellt wird – keine allgemeingültigen prozentualen Schwellenwerte gibt; zu berücksichtigen sind insbesondere die Markterwartungen, Trends, Volatilität der Gewinnentwicklung in den Vorjahren sowie der Umstand der Einmaligkeit bzw. Regelmässigkeit solcher Abweichungen.⁹⁷ Darüber hinaus ist jeweils zu prüfen, ob der Emittent bestimmte kursrelevante Ereignisse, welche die Finanzzahlen beeinflusst haben, bereits früher publiziert hat. Wurde beispielsweise während des Jahres eine Geschäftseinheit mit Gewinn oder Verlust veräussert und enthielt die betreffende Ad hoc-Mitteilung Angaben zu den Auswirkungen auf das Finanzergebnis, ist die daraus resultierende Abweichung des Jahres- vom Vorjahresergebnis grundsätzlich nicht mehr ad hoc-relevant.

Eine in der Praxis schwierige Frage ist die Kursrelevanz von Halbjahreszahlen, die vom Ergebnis der Vergleichsperiode im Vorjahr abweichen. In der Regel geben Emittenten keine Guidance für Halbjahreszahlen. Hat ein Emittent Guidance für das gesamte Jahr gegeben und weicht das Halbjahresergebnis erheblich vom Ergebnis der Vergleichsperiode im Vorjahr ab, ist dies noch nicht zwingend kursrelevant, insbesondere wenn der Emittent bei Bekanntgabe der Halbjahreszahlen an seiner Guidance für das Gesamtjahr festhält.

Keine Bekanntgabepflicht wird ausgelöst durch nicht erfüllte Erwartungen, die von Dritten geweckt wurden.⁹⁸ Es kann aber sinnvoll sein, diesen Gerüchten korrigierend entgegenzuwirken.⁹⁹

Bei der Beurteilung, ob ein Gewinneinbruch bzw. Gewinnsprung vorliegt, fokussiert die SIX primär auf den voraussehbaren Reingewinn und Umsatz und vergleicht diese Werte mit den Ergebnissen des Vorjahres.¹⁰⁰ Beide Kennzahlen sind – je nach Unternehmen – aber starken Schwankungen ausgesetzt,

⁹⁵ SaKo 2015-AhP-I/15, Rz. 10.

⁹⁶ SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 7; vgl. Fall Nr. 4 Praxis Ad hoc-Publizität. Siehe auch Rehm/Sigismondi, 247.

⁹⁷ Vgl. Straub, Rz. 6.59. Siehe zum Ganzen Leitfaden RLAhP, Rz. 77 ff.

⁹⁸ Leitfaden RLAhP, Straub, Rz. 6.57 f.

⁹⁹ Leitfaden RLAhP; siehe auch unten, [IV.2.](#)

¹⁰⁰ Vgl. SaKo 2010-AHP-II/10, SaKo 2010-CG-IV/10, Rz. 7; Leitfaden RLAhP, Rz. 83; Rehm/Sigismondi, 247.

ohne dass diese auch mit einer entsprechenden Veränderung der Leistung oder des Erfolgs eines Unternehmens einhergehen. So kann der Reingewinn durch einmalige Effekte und ausserordentliche Ereignisse (z.B. Pandemie, Krieg) erheblich beeinflusst werden und der Umsatz vergrössert sich gerade bei stark wachsenden Gesellschaften laufend. Dies kann Ad hoc-Meldepflichten auslösen, obwohl sich allenfalls die von einem Unternehmen selber definierten Key Performance Indicators (KPIs) nicht gleichermassen entwickelt haben. Indem eine Gesellschaft Guidance publiziert, kann sie die aus ihrer Sicht relevanten KPIs selber definieren und die Latte für eine Ad hoc-Mitteilungspflicht selber ansetzen. Der mit Guidance einhergehenden Verengung des Spielraums, innerhalb welchem Abweichungen keine Ad hoc-Publizitätspflicht auslösen, kann Abhilfe geschaffen werden, indem die prognostizierten KPIs als Bandbreiten ausgewiesen werden (z.B. EBITDA-Marge von 16-20%). Weniger geeignet sind volatile KPIs wie z.B. Free Cash Flow und daran angeknüpfte Dividendenprognosen. Auch bei Prognosen hinsichtlich einer Vielzahl von Kennzahlen ist Vorsicht geboten. In der Praxis sind Emittenten im Zusammenhang mit Guidance jedenfalls mit einer Vielzahl von Fragen konfrontiert. Was gilt zum Beispiel, wenn die aktuellen Ergebnisse nur zum Teil von den prognostizierten KPIs abweichen bzw. sich teils positiver teils negativer als erwartet entwickeln? Muss ein Gewinn- bzw. Umsatzsprung oder -einbruch (wofür keine Guidance besteht) im Falle einer erheblichen Abweichung vom Vorjahresergebnis auch dann ad hoc publiziert werden, wenn die KPI-Werte, für welche Guidance besteht, der Prognose entsprechen? Wie ist zu verfahren, wenn – wie üblich – nur für das volle Jahr Guidance abgegeben wurde und das Halbjahresresultat erheblich vom Vorjahresergebnis abweicht, der Emittent sich aber in Bezug auf die Jahresguidance auf Kurs sieht? Abstrakt lassen sich diese Fragen kaum beantworten; es bedarf vielmehr einer – häufig unter Zeitdruck zu erfolgenden – gesamtheitlichen Einzelfallbeurteilung, ob eine Abweichung bzw. ein Ereignis kursrelevant ist.

Wird auf Guidance zum Jahresbeginn verzichtet, können die Erwartungen des Marktes im Falle von Gewinn- und Umsatzveränderungen durch Ad hoc-Mitteilungen zum relevanten Ereignis, das Ursache davon ist, oder durch Trading-Updates gesteuert werden. Hat beispielsweise der Verkauf eines Betriebsteils oder der Ausgang eines wichtigen Gerichtsverfahrens ad hoc-relevante finanzielle Auswirkungen, kann es von Vorteil sein, im Rahmen der Ad hoc-Meldung zu diesem Ereignis die finanziellen Implikationen auf das Jahresergebnis publik zu machen, anstatt zusätzlich oder vorgängig eine zu Jahresbeginn abgegebene Guidance korrigieren zu müssen, bei welcher diese Entwicklungen nicht berücksichtigt wurden.

2. Umgang mit Gerüchten

Gerüchte und Gewinnschätzungen Dritter müssen vom Emittenten grundsätzlich nicht kommentiert werden.¹⁰¹ Handelt es sich allerdings um Zahlen oder Tatsachen, die zwar nicht vollständig mit den später publizierten übereinstimmen, die aber auch nicht offensichtlich aus der Luft gegriffen sind, sondern auf ein Informationsleck innerhalb des Emittenten zurückzuführen sind, bedarf es einer umgehenden Ad hoc-Meldung.¹⁰² Die Abgrenzung zwischen Gerücht und Informationsleck kann im Einzelfall schwierig sein: Der Emittent muss sich fragen, ob die zirkulierenden Informationen derart detailliert und konkret bzw. spezifisch sind, dass sie bei objektiver Betrachtung nicht (nur) auf einem Gerücht, sondern auf einem Informationsleck basieren müssen.¹⁰³ Jedenfalls wird der Bekanntgabeaufschub nicht erst dann hinfällig, wenn der Emittent über Belege verfügt, dass Informationen an Dritte weitergegeben wurden.¹⁰⁴

Wird ein Gerücht auf freiwilliger Basis kommentiert und ist dessen Inhalt ad hoc relevant, empfiehlt die SER, die Stellungnahme in Form einer Ad hoc-Mitteilung vorzunehmen.¹⁰⁵ Allgemein ist unseres Erachtens bei einer freiwilligen öffentlichen Mitteilung als Reaktion auf Gerüchte Vorsicht geboten, unter anderem weil man damit möglicherweise unerwünschte Erwartungen für das eigene Informationsverhalten in der Zukunft setzt.

Aus Sicht der Praxis empfiehlt es sich, im Falle eines berechtigten Bekanntgabeaufschubs einen Leak Contingency Plan inkl. einer regelmässig aktualisierten Ad hoc-Mitteilung bereitzuhalten und den Markt auf Gerüchte und Lecks zu überwachen, um gegebenenfalls möglichst verzugsfrei der Pflicht zur Bekanntgabe der kursrelevanten Tatsachen nachkommen zu können, sofern die relevanten Umstände auf ein Leck hindeuten.

¹⁰¹ Leitfaden RLAP, Rz. 35; Appenzeller, 468; Bieri/Rüdlinger, 164; Entscheid des SIX Swiss Exchange Schiedsgerichts vom 22. März 2016 im Zusammenhang mit dem Entscheid der Sanktionskommission, SaKo-2014-AhP-I/14, Rz. 101; DK-AHP/I/02, Ziff. 2.1; Entscheid der Sanktionskommission vom 15. Dezember 2009, SaKo 2009-AHP I/09, Rz. 4.

¹⁰² DK-AHP-I/04, Rz. 12; vgl. Appenzeller, 477 f.

¹⁰³ Bieri/Rüdlinger, 168 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 126; ausführlich Appenzeller, 476 ff.

¹⁰⁴ Bieri/Rüdlinger, 169.

¹⁰⁵ Straub, Rz. 6.39; Leitfaden RLAP, Rz. 36.

3. Interne Untersuchungen und andere «*protracted processes*»

Das Schiedsgericht der SIX hatte in einem am 28. Februar 2025 ergangenen Urteil¹⁰⁶ die Rechzeitigkeit einer Ad-Mittelung im Zusammenhang mit einer komplexen internen Untersuchung der Finanzberichterstattungspraktiken zu beurteilen. Mit Bezug auf ihre Praxis der mehrstufigen Information bei gestreckten oder komplexen Sachverhalten («*protracted processes*»)¹⁰⁷ warf die SER dem Emittenten vor, bereits die als vorläufig bezeichneten Zwischenergebnisse, welche unschlüssig blieben, ob wesentliche Verstösse gegen Rechnungslegungsstandards vorlagen, hätten ad hoc veröffentlicht werden müssen. Das Schiedsgericht befand indes, dass zur Verhinderung einer vorzeitig falschen Information, die später allenfalls hätte korrigiert oder zurückgezogen werden müssen, und damit zur Vermeidung von Unsicherheiten und Kollateralschäden für das Unternehmen und den Kapitalmarkt der Unternehmensleitung eine angemessene Abklärungszeit zuzugestehen war, um weitere Abklärungen vorzunehmen, bevor die im Raum stehenden Vorwürfe mittels Ad-hoc Meldung veröffentlicht werden müssen. Entscheidend sei, wann nach dem Kriterium der überwiegenden Wahrscheinlichkeit vom Vorliegen einer bestimmten Tatsache ausgegangen werden könne. Diese internen Abklärungen müssen mit der gebotenen Eile vorgenommen werden, können je nach Komplexität und Umfang aber auch eine längere Zeitperiode in Anspruch nehmen.¹⁰⁸ Eine Ad hoc-Pflicht ist mit anderen Worten nicht bereits anzunehmen, wenn der Eintritt des Ereignisses bloss möglich, d.h. im tieferen Wahrscheinlichkeitsbereich liegt. Im Interesse des Funktionsschutzes des Marktes ist der Emittent vielmehr verpflichtet, weitere Abklärungen zu treffen, um die Verdachtsmomente entweder zu entkräften oder hinreichend erhärtete Informationen zu gewinnen, und erst wenn diese abgeschlossen oder wesentlich gefördert sind, muss der Markt informiert werden.¹⁰⁹

Allein der Umstand, dass eine interne Untersuchung läuft, kann nach Ansicht des Schiedsgerichts klarerweise keine Ad-hoc Pflicht auslösen. Sie dient als Mittel gerade dazu, um zu prüfen, ob eine kursrelevante Tatsache vorliegt, weshalb die Untersuchung selbst nicht meldepflichtig sein kann. Massgeblich ist einzig, ob gestützt auf die gewonnenen Erkenntnisse und der konkreten Umstände das Unternehmen im beschriebenen Sinne mit überwiegender Wahrscheinlichkeit Kenntnis vom Vorliegen einer ad-hoc pflichtigen Tatsache hat.¹¹⁰

¹⁰⁶ Siehe dazu insbesondere Gerhard et al., *passim*.

¹⁰⁷ Siehe dazu oben, [II.3](#).

¹⁰⁸ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 272 f.; siehe dazu auch Gerhard et al., 6 f.

¹⁰⁹ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 274 f.

¹¹⁰ Schiedsspruch vom 28. Februar 2025, Rz. 415 f.

4. Anleihen

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob sich der Entscheid des Schiedsgerichts auch auf andere «*protracted processes*» wie laufende Gerichts- und Behördenverfahren (z.B. Zivilklagen, WEKO- und FINMA-Verfahren) übertragen lässt, mithin, ob bis zum Entscheid des Spruchkörpers zugewartet werden kann, bis eine ad hoc-pflichtige Tatsache vorliegt. Die in der EU am 5. Juni 2026 in Kraft tretende Änderung der EU-Marktmissbrauchsverordnung und die dazu veröffentlichten Erläuterungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA sehen vor, dass bei gerichtlichen Verfahren erst nach Erhalt des Urteils bzw. des Sanktionsbescheids eine Ad hoc-Meldung erfolgen muss.¹¹¹ In der Schweiz ist diesbezüglich aber Vorsicht geboten und für ein pauschales Zuwarten bis zum abschliessenden Entscheid in jeglichen Verfahren fehlt wohl eine entsprechende Grundlage in den geltenden Ad hoc-Regularien. Während eine interne Untersuchung erst der Sachverhaltsabklärung dient, zielt ein behördliches oder gerichtliches Verfahren bereits auf die Anwendung börsenrechtlicher oder staatlicher Regeln ab, was voraussetzt, dass der zugrunde liegende Sachverhalt bereits in den wesentlichen Zügen bekannt ist oder zumindest hinreichende Verdachtsmomente bestehen. Das vom Schiedsgericht in Bezug auf interne Untersuchungen entwickelte Argument, der Markt würde mittels verfrühter Information, bevor die zu ermittelnden Umstände die Schwelle der überwiegenden Wahrscheinlichkeit überschreiten, mehr in die Irre geführt als in wahrer, klarer und vollständiger Weise informiert (vgl. Art. 1 RLAhP), gilt bei staatlichen oder behördlichen Verfahren nicht in gleicher Weise: Hat z.B. die FINMA oder die WEKO ein Verfahren gegen einen Emittenten initiiert, liegt darin bei entsprechender Bedeutung des Verfahrensgegenstands möglicherweise bereits eine kursrelevante Tatsache, selbst wenn der Verfahrensausgang noch nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit absehbar ist. Mit anderen Worten liegt in der Eröffnung eines «externen Verfahrens» ein Umstand, der zwar nicht völlig unabhängig vom zugrunde liegenden Sachverhalt, aber doch individuell auf seine Kursrelevanz zu prüfen ist. Zu beachten ist weiter, dass bei vielen gerichtlichen oder behördlichen Verfahren der Kreis der involvierten Personen grösser ist und sich diese Verfahren nicht selten über mehrere Monate bis Jahre hinziehen, während bei internen Untersuchungen bei Anwendung der gebotenen Eile bereits innert weniger Wochen genügend Informationen gesammelt werden könne, um über die Ad hoc-Relevanz der untersuchten Abläufe zu entscheiden. All dies erhöht bei einem Zuwarten auf den behördlichen oder gerichtlichen Entscheid

¹¹¹ European Securities and Markets Authority, Final Report, Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM, 7. Mai 2025, 77.

die Gefahr einer Ungleichbehandlung der Marktteilnehmer, was im Einzelfall eine gestaffelte Ad hoc-Publizität nahelegen kann, d.h. in einer ersten Meldung wird diesfalls über das Verfahren und in einer zweiten Meldung über dessen Ausgang informiert. Wesentlich bleibt unseres Erachtens aber eine Beurteilung im Einzelfall.

Die Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität (und zu anderen Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung) gelten auch für Emittenten von Anleihen (Art. 29 ZRA i.V.m. Art. 53 f. KR). Einzuhalten sind sie grundsätzlich sowohl durch den Emittenten als auch durch den Sicherheitsgeber (Art. 30 Abs. 1 ZRA). Falls der Emittent eine in die Vollkonsolidierung des Sicherheitsgebers eingeschlossene Tochtergesellschaft ist, treffen die Ad hoc-Publizitätspflichten nur den Sicherheitsgeber (Art. 30 Abs. 2 ZRA). Ausnahmen können gewährt werden, wenn der Emittent oder der Sicherheitsgeber selber sämtliche Kotierungserfordernisse erfüllt (Art. 30 Abs. 4 ZRA).

Mit Ausnahme dieser gesetzlichen Regelung, die grösstenteils auf das KR und die RLahP verweist, besteht weder ausführliche Literatur noch umfangreiche Praxis zur Ad hoc-Meldepflicht im Zusammenhang mit Anleihen. Klar ist, dass Art. 53 Abs. 1^{ter} KR – die «per se» Regel, wonach Geschäfts- und Zwischenberichte stets mit einer Ad hoc-Mitteilung zu publizieren sind – nur für primär-kotierte Beteiligungsrechte, d.h. nicht für Anleihen, gilt.

Als Faustregel, ob eine Tatsache relevant für den Kurs einer an der SIX kotierten Anleihe ist, dürfte die Frage dienen, ob sich die betreffende Tatsache auf die Fähigkeit des Emittenten auswirken wird, fristgemäss die Zinsen zu zahlen und den Kapitalbetrag zurückzuzahlen. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn man davon ausgehen muss, dass eine Tatsache das Rating der Anleihe bzw. des Emittenten (positiv oder negativ) beeinflussen wird oder würde. Im Sinne einer weiteren Faustregel ist unseres Erachtens davon auszugehen, dass die Schwelle der Kursrelevanz bei Anleihen im Vergleich zu Beteiligungsrechten allgemein höher liegt. Ausdruck davon ist auch der Umstand, dass, wie vorstehend ausgeführt, Finanzzahlen bei Anleihen nicht per se ad hoc publiziert werden müssen.

V. Ausblick auf den Vorentwurf des revidierten FinfraG

Per Medienmitteilung vom 19. Juni 2024 kündigte der Bundesrat die Eröffnung der Vernehmlassung zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes an,

die bis am 11. Oktober 2024 dauerte.¹¹² Der Erläuternde Bericht nennt als Ziele der Revision die Anpassung des FinfraG an die technologischen Weiterentwicklungen, die internationalen Standards und die ausländischen Rechtsordnungen.¹¹³

Im Rahmen dieser Gesetzesänderung sollen die Pflichten zur Ad hoc-Publizität (Art. 37b VE-FinfraG) und zur Veröffentlichung von Management-Transaktionen zur Vermeidung von Insiderhandel (Art. 37c VE-FinfraG) in das staatliche Recht überführt werden. Der Bundesrat schreibt: «Angesichts der Bedeutung dieser Pflichten für die Verhinderung und Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation erscheint es nicht angemessen, diese Pflichten der Selbstregulierung der Börsen zu überlassen.»¹¹⁴ Eine nähere Begründung, weshalb die Emittenten-Selbstregulierung abzuschaffen sei, bleibt der Erläuternde Bericht allerdings schuldig.¹¹⁵ Die Umsetzung dieses Vorschlags käme einem eigentlichen Paradigmenwechsel gleich: Selbst wenn Art. 37b VE-FinfraG inhaltlich an den Grundzügen von Art. 53 f. KR festhält, gemäss Bundesrat die bestehende Rechtsprechung und Praxis übernommen werden sollen¹¹⁶ und sich die Anpassung an der Finanzmarktinfrastrukturverordnung an der RLAhP orientieren soll,¹¹⁷ sind die Folgen dieser Verstaatlichung weitreichend:¹¹⁸

Erstens würde die Zuständigkeit bei Verstössen tendenziell nicht mehr bei der SER liegen, sondern es würde zu einer Aufspaltung kommen zwischen einem aufsichtsrechtlichen Verfahren der FINMA inkl. dem entsprechend anwendbaren Enforcement-Instrumentarium (Art. 29 ff. des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1)), und einem strafrechtlichen Verfahren des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD). Die organisatorische Umsetzung, insbesondere die Rollenverteilung zwischen und die Zuständigkeiten von SIX, FINMA und EFD sind in wesentlichen Punkten (noch) unklar.

¹¹² Medienmitteilung des Bundesrates vom 19. Juni 2024, Bundesrat eröffnet Vernehmlassung zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes.

¹¹³ Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 19. Juni 2024 (zit. Erläuternder Bericht), 2.

¹¹⁴ Erläuternder Bericht, 19.

¹¹⁵ Vgl. Bohrer, 8.

¹¹⁶ Erläuternder Bericht, 31.

¹¹⁷ Erläuternder Bericht, 32.

¹¹⁸ Siehe zum Ganzen auch Bohrer, 8 ff. Zur hier nicht weiter behandelten Frage, ob gestützt auf Art. 37b Abs. 1 VE-FinfraG eine Haftung des Emittenten bzw. seines Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung für falsche oder unterlassene Ad hoc-Mitteilung begründet werden kann, siehe Gericke/Kneubühl, *passim*.

Zweitens würde der Vorentwurf ein strafrechtliches Vorgehen direkt gegen meldepflichtige Personen und nicht nur gegen den Emittenten ermöglichen. Nach Art. 149a VE-FinfraG kann mit Busse bestraft werden, wer die Pflichten nach Art. 37a-37c VE-FinfraG verletzt – bei Vorsatz drohen Geldbussen bis zu CHF 500'000, bei Fahrlässigkeit bis zu CHF 100'000. Unter geltendem Sanktionsrecht der SIX sind Bussen bis zu CHF 10 bzw. 1 Million möglich, wobei sich diese aber nur gegen den Emittenten richten können.¹¹⁹ Die Kriminalisierung der meldepflichtigen Personen steht im Widerspruch zum Wesen der Ad hoc-Publizitätspflicht: Nicht selten müssen Emittenten beim Eintritt kaum voraussehbarer und somit auch kaum planbarer Informationen innert kurzer Zeit *ex ante* über deren Kursrelevanz entscheiden. Wird der dabei bestehende Ermessensspielraum verlassen – eine *ex post* ohnehin schwierig zu beantwortende Frage – droht unmittelbar die persönliche Strafbarkeit, auch bei blosser Fahrlässigkeit. Auch die letztjährigen Entwicklungen hin zu einer Flagging-Pflicht und zur Praxisverschärfung der SIX, wonach nur nach ad hoc zu publizieren ist, was ad hoc-relevant ist, deutete in die entgegengesetzte Richtung. Gut möglich, dass zur Verhinderung der eigenen Strafbarkeit bei Umsetzung des Vorentwurfs wieder der Grundsatz «im Zweifelsfall ad hoc» gelten würde.¹²⁰

Drittens ist aus praktischer Sicht die kritische Frage zu stellen, ob die Zusammenarbeit mit den Behörden unter neuem Recht ähnlich gut funktionieren würde wie mit der SIX. So wird beispielsweise der Leitfaden zur RLAHP als sehr hilfreich empfunden, genauso wie die Möglichkeit, in kritischen Situationen (z.B. Sanierungsfall) das Vorgehen in Sachen Ad hoc-Publizität mit der SER abzusprechen. Würde dies auch unter neuem Recht und veränderter Zuständigkeitsverteilung noch möglich sein? Oder würde es wie im Bereich der Offenlegung gemäss Art. 120 ff. FinfraG dazu kommen, dass rechtssuchende Emittenten von der SIX auf den formellen Rechtsweg verwiesen werden (müssen) und von allfälligen Rechtsverletzungen erst nach Jahren erfahren, wenn sie vom EFD über die Eröffnung eines Verwaltungsstrafverfahrens informiert werden? Es bleibt abzuwarten, welche Ergebnisse die Vernehmlassung gebracht hat und wie der Bundesrat auf die von einigen Kreisen geäusserte Kritik¹²¹ reagieren wird. Das bestehende System der Selbstregulierung aufzuheben,¹²² würde jedenfalls bedeuten, neue, grundlegende Rechtsunsicherheiten zu schaffen in einem Bereich, der stark von der über Jahre gewachsenen Zusammenarbeit und dem konstruktiven Dialog beider Seiten abhängt.

¹¹⁹ Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 142; Böckli, Aktienrecht, §9 Rz. 515.

¹²⁰ Siehe zur früheren Praxis SaKo-2010-AHP-II/10, SaKo-CG-IV/10, Rz. 23; vgl. Bieri/Rüdlinger, 165; Böckli, Kursrelevanz, 15 f.

¹²¹ Siehe oben, Fn. 8.

¹²² Siehe ausführlich zur Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil in verschiedenen Bereichen Bohrer, *passim*.

Literaturverzeichnis

- Appenzeller Hansjürg, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 2009, 463 ff.
- Bertschinger Peter, Konzernrechnungslegung und -prüfung in dynamischem Umfeld, Der Schweizer Treuhänder 1997, 375 ff.
- Bieri Noël/Rüdlinger Katharina, Börsenrechtliche Meldepflichten bei Unternehmensübernahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIV, Zürich/Basel/Genf 2012, 135 ff.
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich/Genf 2022 (zit. Böckli, Aktienrecht).
- Böckli Peter, Ad hoc-Publizität: Kursrelevanz als Kernkriterium der Bekanntgabepflicht, SZW 2014, 2 ff. (zit. Böckli, Kursrelevanz).
- Bohrer Andreas, Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil, GesKR 1/2025, 1 ff.
- Bösch René et al., Note from the Editors, The draft bill for revised Financial Market Infrastructure Act: A shift of paradigm without basis, CapLaw 5/2024, 2 f.
- Dalla Torre Luca/Hasler Daniel, Ad hoc-Publizität bei Wechseln in der Unternehmensführung, GesKR 2010, 186 ff.
- Gerhard Frank et al., The Demise of Staggered Ad Hoc Disclosure: the «more likely than not» Test and Issuer Discretion in Evolving Factual Situations, CapLaw 4/2025, 2 ff.
- Gericke Dieter/Kneubühl Oliver, Haftungsrechtliche Folgen einer gesetzlichen Regelung der Ad hoc-Publizität, SZW 2024, 518 ff.
- Harisberger Severin, Die Mitwirkung des Emittenten bei Sekundärplatzierungen und gemischten Platzierungen von Aktien im schweizerischen Recht, Zürich/St. Gallen 2021.
- Müller Andreas/Peter Anna, Revidierte Regularien zur Ad hoc-Publizität, GesKR 2021, 149 ff.
- Peter Anna, Die kursrelevante Tatsache, Zürich/St. Gallen 2015.
- Pitschen Gilles, Börse und Unternehmen, Zürich/St. Gallen 2014.
- Rehm Christian/Sigismondi Laurent, Ad hoc-Publizität aus Emittentensicht, GesKR 2012, 244 ff.
- Ryser Marc/Weber Rolf H., Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR, SZW 2012, 85 ff.
- Straub Rodolfo, Kapitel 6: Ad hoc-Publizität, in: Lengauer Daniel/Eggen Mirjam/Straub Rodolfo (Hrsg.), Fachhandbuch Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2021, 501 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2020.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.

Restrukturierung von Anleihen durch Gläubigerversammlungen

Patrick Schärli, Kaan Saritas

Inhalt

I.	Einleitung	54
1.	Ausgangslage	54
2.	Rechtsgrundlagen	55
II.	Vor der Versammlung	56
1.	Die Einberufung der Anleihegläubigerversammlung	56
a)	Festlegung des Versammlungstermins bei Antrag auf Einberufung durch die Anleihegläubiger	57
b)	Richterliche Ermächtigung der Anleihegläubiger	59
c)	Weitere formelle Voraussetzungen rund um die Einberufung	60
2.	Status und Bilanz	62
a)	(Schutz-)Zweck der Norm	63
b)	Aktualität des Status	64
c)	Gerichtliche Anordnung der Erstellung einer Bilanz bzw. eines aktuellen Status	65
III.	Die Versammlung der Anleihegläubigerversammlung	65
1.	Teilnahme- und Stimmberechtigung	65
a)	Physische Teilnahme	66
b)	Stimmrechtsausübung durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter	67
c)	Stimmausübung über Corporate Actions Enhanced Services («CAES») der SIX SIS AG	68
2.	Vorsitz	69
3.	Beschlussfassung: Mögliche Restrukturierungsmassnahmen	69
a)	Ausgangslage: Zweiseitigkeit des Anleihevertrags	69
b)	Massnahmen und Quoren	70
IV.	Nach der Versammlung	73
1.	Nachträgliches Beibringen von Stimmen	73
a)	Aktivlegitimation	73
aa)	Variante: Anleihegläubigerversammlung wird von Gläubigern verlangt	73
bb)	Variante: Notwendiges Quorum grundsätzlich vertreten	74
b)	Nachträgliche Stimmen und weitere formelle Voraussetzungen	75
2.	Gerichtlicher Genehmigungsprozess	76
a)	Prozessuales / Aktivlegitimation	76

b)	Verweigerungsgründe	77
aa)	Allgemein	77
bb)	Spezialfall: Consent Fee	78
c)	Widerruf	80
d)	Abgrenzung zu Art. 1182 OR	80
V.	Fazit	80
VI.	Literaturverzeichnis	81

I. Einleitung

I. Ausgangslage

Das Institut der Versammlung der Anleihegläubiger¹ ist im Verhältnis zur grossen Anzahl ausgegebener Anleihen doch eher ein Exot auf dem Schweizer Anleihenmarkt. Wenn ein Unternehmen mit wirtschaftlich schwierigen Zeiten konfrontiert wird, kommt es jedoch durchaus vor, dass eine Versammlung der Anleihegläubiger durchgeführt wird respektive durchgeführt werden muss.² Zu denken ist hier beispielsweise an Idorsia oder GZO Spital Wetzikon,³ die beide im Verlauf von 2024 bzw. 2025 Anleihegläubigerversammlungen durchgeführt haben. Jedoch unterscheiden sich diese Anleihegläubigerversammlungen in ihrem Zustandekommen: Während die Versammlungen der Anleihegläubiger der Idorsia jeweils von der Emittentin aus eigenem Antrieb einberufen wurden, wurde das GZO Spital Wetzikon von einer Gruppe von Anleihegläubiger zur Einberufung der Versammlung aufgefordert. Letzteres stellt wiederum einen Sonderfall dar: Die Anleihegläubigerversammlungen der letzten Jahre – abgesehen von der GZO AG – wurden jeweils von der Emittentin aus eigenem Antrieb einberufen.⁴

¹ Soweit nicht weiter spezifiziert, ist mit «Versammlung», «Gläubigerversammlung» oder «Anleihegläubigerversammlung» stets die Versammlung der Anleihegläubiger im Sinne von Art. 1164 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Obligationenrecht, OR, SR 220) gemeint.

² Daeniker, 82, führt aus, dass die Anleihegläubigerversammlung und die entsprechenden Regelungen in Art. 1157 ff. OR in erster Linie eine Notlage des Emittenten im Auge haben. So ist ihr Zweck, dem Schuldner, der in Zahlungsschwierigkeiten geraten ist, eine Sanierung zu ermöglichen, anstatt das Unternehmen liquidieren zu müssen.

³ Zu denken ist beispielsweise aber auch an die Versammlung der Anleihegläubiger von Meyer Burger im Februar 2025, wobei die dortige Anleihe von deren deutschen Tochterunternehmen emittiert wurde und die Anleihegläubigerversammlung entsprechend anderen Regeln folgt.

⁴ Die Anleihegläubigerversammlung der Santhera Pharmaceuticals Holding AG im März 2021, der UBS Group AG im Juli 2022 und der Idorsia Ltd. im Mai 2024 und Februar 2025 wurden allesamt auf Initiative der Emittentin durchgeführt.

Die Gründe für die eher selten vorkommenden Anleihegläubigerversammlungen sind vor allem zweierlei: Zum einen ist der schweizerische Anleihemarkt durch wirtschaftlich solide Emittenten geprägt (sogenannte Investment Grade)⁵ und andererseits ist das Institut der Anleihegläubigerversammlung in seiner jetzigen Form eher schwerfällig und geprägt durch einen umfassenden Minderheitenschutz, einschliesslich hohen und regelmässig schwer zu erreichenden Zustimmungsquoren.⁶

Dieser Beitrag bietet einen Überblick über die möglichen Restrukturierungsmassnahmen, welche mit Anleihegläubigerversammlungen erreicht werden können und über die dafür notwendigen Quoren. Dabei wird ein besonderer Fokus auf die rechtlichen Herausforderungen rund um die Durchführung der Gläubigerversammlung gelegt, insbesondere auch hinsichtlich dem oben erwähnten Sonderfall, wenn die Versammlung von den Anleihegläubigern verlangt wird (und die Emittentin grundsätzlich kein Interesse an einer Massnahme hat). Nicht Thema dieses Beitrages sind die generelle Möglichkeit der Restrukturierung von Anleihen, die Restrukturierung innerhalb eines speziellen Verfahrens der Nachlassstundung und börsenrechtliche Fragen rund um kotierte Anleihen.⁷

2. Rechtsgrundlagen

Die rechtlichen Grundlagen rund um die Anleihegläubigerversammlung finden sich in mehreren Quellen. Das Obligationenrecht regelt in den Art. 1157 ff. OR das Thema der Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen, mit besonderem Fokus auf die Bestellung zum Anleihevertreter und zu den im Rahmen einer Anleihegläubigerversammlung zulässigen Massnahmen und den dafür notwendigen Beschlussquoren. Die Gläubiger einer Anleihe bilden gemäss Konzeption des Obligationenrechts zwingend eine Gläubigergemeinschaft (und somit sind die Bestimmungen des Obligationenrechts zur Anleihegläubigerversammlung zwingend anwendbar), wenn es sich um eine Schweizer

⁵ Dies hat unter anderem auch damit zu tun, dass sich Anleihen nach Schweizer Recht im Vergleich zu anderen Rechtsordnungen, z.B. in England oder im U.S.-Bundesstaat New York, nicht ganz so gut für die bei weniger finanzstarken Unternehmen notwendigen Besicherungen eignen und überdies eine Emission von hochverzinsten Anleihen (High Yield Bonds) durch eine schweizerische Gesellschaft für ausländische Investoren aufgrund der anfallenden Verrechnungssteuer wenig attraktiv ist. Dies führt dazu, dass solche Non-Investment Grade Anleihen regelmässig durch nicht-schweizerische Gruppengesellschaften ausgegeben werden und nicht-schweizerischem Recht unterstehen.

⁶ Siehe zu den notwendigen Quoren hinten, Ziff. [III.3.b](#).

⁷ Für einen vertieften Überblick über weitere Möglichkeiten der Restrukturierung von Anleihen ausserhalb der Anleihegläubigerversammlung, siehe Roesler.

Emittentin handelt respektive um eine Emittentin, die eine Niederlassung in der Schweiz hat und die Anleihen durch öffentliche Zeichnung ausgegeben wurden.⁸ Weiter legt das Obligationenrecht einige grundlegende Verfahrensregeln zur Gläubigerversammlung fest und bestimmt unter anderem das Verhältnis der Anleihegläubigerversammlung zum Konkurs und zu der Nachlassstundung.⁹ Die Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anlehensobligationen («GGV») regelt die weiteren formellen Voraussetzungen rund um die Einberufung und Durchführung der Versammlung der Anleihegläubiger. Jedoch kennt das Schweizer Recht keine generelle Gesetzesregelung von Anleiheobligationen.¹⁰

Nebst den obgenannten Rechtsgrundlagen sind primär die vertraglich vereinbarten Anleihebedingungen massgeblich.¹¹ Die fehlende generelle Gesetzesregelung in Kombination mit teilweise veralteten Bestimmungen¹² führen in der Praxis regelmässig zu Fragen, die vom Gesetzgeber nicht oder nur unbefriedigend beantwortet werden. Insbesondere hinsichtlich kotierten Anleihen mit einer kleineren Stückelung und entsprechend weiter Streuung der Anteile führt die veraltete Gesetzgebung teilweise zu unbefriedigenden Situationen. Dieser Beitrag versucht praktikable Lösungen für einige dieser Fragen anzubieten. Er gliedert sich in drei Abschnitte – entsprechend den zeitlichen Phasen des Ablaufs einer Anleihegläubigerversammlung – und in die sich in den jeweiligen Phasen stellenden Fragen.

II. Vor der Versammlung

1. Die Einberufung der Anleihegläubigerversammlung

Grundsätzlich sieht Art. 1165 OR vor, dass die Emittentin die Versammlung der Anleihegläubiger einberuft.¹³ Daneben steht das Einberufungsrecht auch den Gläubigern zu, hält doch Art. 1165 Abs. 2 OR fest, dass Anleihegläubiger, die zu-

⁸ Art. 1157 Abs. 1 OR; gemäss Abs. 3 sind Anleihen der öffentlichen Hand von dieser zwingenden Regelung ausgeschlossen.

⁹ Die Regelung des Verhältnisses zu den Regeln des Konkurs- bzw. Nachlassstundungsrecht ist von hoher praktischer Bedeutung, haben doch die Bestimmungen zur Anleihegläubigerversammlung schon konzeptionell die Notlage des Emittenten im Auge (vgl. Daeniker, 82) und daher die Anleihegläubigerversammlung nicht selten in Situationen mit einer gewissen Insolvenznähe des Emittenten einberufen werden.

¹⁰ Schoch/Sieber/Hoti, 198.

¹¹ Subsidiär sind auch die Darlehensbestimmungen nach Art. 312 ff. OR anwendbar (vgl. Schoch/Sieber/Hoti, 198 m.w.H.).

¹² Die GGV ist seit 1950 in Kraft und wurde seither nicht mehr aktualisiert.

¹³ Siehe hierzu Reutter/Steinmann, Art. 1165 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1 oder auch Ziegler, Art. 1165, BK OR, Rz.1 m.w.H.

sammen mindestens den zwanzigsten Teil, d.h. 5% des im Umlauf befindlichen Kapitals halten (das Gesetz spricht von «zustehen»), die Emittentin schriftlich und unter Angabe des Zweckes und der Gründe verpflichten können, eine Versammlung der Anleihegläubiger einzuberufen; das Einberufungsrecht der Anleihegläubiger ist somit zunächst ein mittelbares¹⁴ Recht, d.h. die Gläubiger können nicht direkt zu einer Versammlung einberufen, sondern müssen die Emittentin zur Einberufung auffordern.¹⁵ Ein direktes Einberufungsrecht steht hingegen der Anleihevertreterin zu und die Anleihebedingungen sehen in Verzugsfällen (Events of Default) regelmässig vor, dass die Anleihevertreterin in solchen Fällen eine Anleihegläubigerversammlung einberufen kann¹⁶. Im Regelfall wird die Anleihegläubigerversammlung jedoch von der Emittentin einberufen¹⁷ und die gesetzliche Regelung ist auch weitgehend bzw. fast ausschliesslich auf diesen Regelfall ausgerichtet. Wird ausnahmsweise – soweit aufgrund der limitierten Praxis überhaupt von einer Ausnahme gesprochen werden kann – das mittelbare Einberufungsrecht durch die Anleihegläubiger beansprucht, stellen sich verschiedene Fragen, für die das Gesetz keine bzw. keine praktikablen Regelungen vorsieht.

a) Festlegung des Versammlungstermins bei Antrag auf Einberufung durch die Anleihegläubiger

Für den Fall, dass die Anleihegläubiger eine Einberufung einer Anleihegläubigerversammlung fordern, mithin von ihrem mittelbaren Einberufungsrecht Gebrauch machen, setzt das Gesetz der Emittentin in Art. 1165 Abs. 2 OR eine Frist von 20 Tagen ab schriftlichem und begründetem Begehren der Anleihegläubiger an, um die Einberufung der Versammlung (erstmalig¹⁸) zu publizieren. Keine Vorgaben macht das Gesetz jedoch hinsichtlich der eigentlichen Festsetzung des Versammlungstermins. Die Emittentin ist damit grundsätzlich frei in der Bestimmung des Termins und ihr steht ein gewisser Ermessensspielraum zu, der seine Grenzen jedoch im Rechtsmissbrauchsverbot findet.¹⁹

¹⁴ Beim Einberufungsrecht der Aktionäre zu einer Generalversammlung spricht man von einem «mittelbaren» Einberufungsrecht.

¹⁵ Siehe zum Rechtsbehelf bei Weigerung der Emittentin sogleich in [Ziff. II.1.b](#).

¹⁶ An einer solchen Anleihegläubigerversammlung würde beispielsweise darüber entschieden, ob die jeweilige Anleihe als Folge des Eintritts eines Verzugsfalls frühzeitig fällig gestellt werden soll.

¹⁷ Siehe Fn. 4.

¹⁸ Art. 1 Abs. 1 der Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen vom 9. Dezember 1949 (GGV, SR 221.522.1) sieht vor, dass die Einberufung der Anleihegläubigerversammlung mindestens zweimal öffentlich ausgerufen werden muss, zweimalig mindestens zehn Tage vor dem Versammlungstermin.

¹⁹ Reutter/Steinmann, Art. 1165 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 5; Lang/Klöti, Art. 1165, OFK OR, Rz. 5.

Ab welcher Zeitspanne die Grenzen des Rechtsmissbrauchsverbots strapaziert respektive überschritten werden, lässt sich weder aus der Rechtspraxis noch aus der Lehre (im Hinblick auf die Anleihegläubigerversammlung) entnehmen.

Es bietet sich hier an, analog die Lehre und die Rechtsprechung zum mittelbaren Einberufungsrecht der Aktionäre zu einer (ausserordentlichen) Generalversammlung beizuziehen. Grundsätzlich sieht Art. 699 Abs. 5 OR vor, dass der Verwaltungsrat dem Begehren der Aktionäre (auf Einberufung der Generalversammlung) innert 60 Tagen nachzukommen hat. Hier handelt es sich erneut nur um eine Frist zur Publikation der Generalversammlungseinberufung. Art. 700 Abs. 1 OR sieht sodann vor, dass die Einberufung mindestens 20 Tage vor dem Versammlungstag stattzufinden hat. Eine wesentlich über diese 20-tägige liegende Einberufungsfrist sollte nur dann zugelassen werden, wenn entweder die Statuten eine solche vorsehen oder ein anderer sachlicher Grund vorliegt,²⁰ wobei hier angemerkt sei, dass es bei kotierten Gesellschaften nicht unüblich ist, die Einladung zur Generalversammlung mehrere Wochen vor der effektiven Durchführung zu publizieren.²¹

Angewendet auf die Versammlung der Anleihegläubiger würde das bedeuten, dass die Anleihebedingungen grundsätzlich den Richtwert für die angemessene Zeitspanne zwischen Publikation und effektivem Durchführungszeitpunkt der Versammlung vorgeben sollten, was aber regelmässig nicht der Fall ist. Sofern die Anleihebedingungen keine solche Bestimmung vorsehen, bietet es sich an – analog zu Art. 700 OR – von einem Richtwert von mindestens 20 Tagen ab Publikation der Einladung auszugehen. Bei Vorliegen von sachlichen Gründen kann, nach der hier vertretenen Ansicht, auch eine wesentlich längere Zeitspanne im Rahmen des Ermessens der Emittentin unproblematisch sein.²² Es ist daher jeweils im Einzelfall zu entscheiden, ob die Grenzen

²⁰ Dubs/Truffer, Art. 700, BSK OR II, Rz. 10; Dubs, Art. 698–706b, BK OR, Rz. 57; Tanner, Art. 700, CHK OR, Rz. 2.

²¹ Circa einen Monat vor effektiver Durchführung der Generalversammlung veröffentlichen folgende kotierte Gesellschaften die entsprechende Einladung: Holcim AG, Sika AG, Geberit AG, Nestlé AG und Roche Holding AG. On Holding AG hat im Jahr 2024 die Einladung zur Generalversammlung circa sieben Wochen vor der effektiven Durchführung der Generalversammlung publiziert.

²² Zu berücksichtigen ist dabei insbesondere auch die Tatsache, dass Anleihegläubigerversammlungen eher selten durchgeführt werden und daher – im Vergleich zu Generalversammlungen von Aktiengesellschaften – deutlich weniger Erfahrungswerte betreffend die logistischen Aspekte und die Vorbereitungsarbeiten für solche Versammlung bestehen; dies ist gerade bei weitgestreuten Anleihen mit grossem Interesse von Kleinobligationären nicht unbedeutend. Weitere mögliche sachliche Gründe für eine spätere Ansetzung können etwa in parallellaufenden Insolvenzverfahren begründet sein, d.h. das Bedürfnis der Emittentin, eine Anleihegläubigerversammlung zeitlich mit relevanten Verfahrensschritten oder -phasen abzustimmen.

des Rechtsmissbrauchs bei der Ansetzung des Versammlungstermins überschritten sind oder nicht. In dieser Beurteilung ist auch Art. 1166 Abs. 1 OR zu beachten. Dieser hält fest, dass die fälligen Ansprüche der Anleihegläubiger gegenüber der Emittentin im Sinne einer Spezial-Stundung bis zum rechtskräftigen Abschluss, einschliesslich des Genehmigungsprozesses durch die obere kantonale Nachlassbehörde,²³ gestundet sind.²⁴ Diese gesetzlich vorgesehene Spezial-Stundung stellt bereits einen erheblichen Eingriff in die Gläubigerrechte dar und ist daher bei der Frage der Rechtsmissbräuchlichkeit der Zeitspanne zwischen Einberufung und Versammlungstermin zu berücksichtigen.²⁵

b) Richterliche Ermächtigung der Anleihegläubiger

Sollte die Emittentin einem (formell gültigen)²⁶ Begehren auf Einberufung der Anleihegläubigerversammlung nicht Folge leisten, sieht Art. 1165 Abs. 3 OR vor, dass das Gericht am Sitz der Emittentin die Anleihegläubiger ermächtigen kann, selbstständig eine Anleihegläubigerversammlung einzuberufen. Wird ein Anleihegläubiger (oder Gruppe von Anleihegläubigern) zur Einberufung einer Anleihegläubigerversammlung ermächtigt, hat diese, wie die Emittentin, die Vorschriften über die Einberufung zu beachten. Die Kosten sind bei einer solchen gerichtlich erstrittenen Anleihegläubigerversammlung nichtsdestotrotz von der Emittentin zu übernehmen.²⁷

Nicht ausdrücklich im Gesetz geregelt ist hingegen, wie vorzugehen wäre, wenn die Emittentin zwar einem Einberufungsbegehren der Anleihegläubiger grundsätzlich Folge leistet, jedoch zwischen der Einberufung und dem festgelegten Versammlungstermin (und damit der effektiven Durchführung der Versammlung) eine derart lange Zeitspanne liegt, dass sie als rechtsmissbräuch-

²³ Siehe zum gerichtlichen Genehmigungsprozess unten in [Ziff. IV.2.](#)

²⁴ Siehe hierzu auch Daeniker, 96 f., 107 f. jeweils m.w.H.

²⁵ Zumindest soweit die Emittentin ansonsten noch finanziell aufrechtstehend ist. So ist dieser Aspekt etwa bei einer Emittentin, welche sich in einem Nachlassstundungsverfahren befindet, von untergeordneter Bedeutung, da in solchen Fällen kraft Gesetzes sowieso Art. 293c Abs. 1 des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG, SR 281.1) gilt; siehe zur Stundungswirkung im Nachlassverfahren Bauer/Luginbühl, Art. 293c, BSK SchKG II, Rz. 3 ff., m.w.H.).

²⁶ Siehe hierzu Kuhn, Art. 1165, CHK OR, Rz. 2 f., wonach die Emittentin nicht gehalten sein kann eine Anleihegläubigerversammlung einzuberufen, wenn das Begehren der Anleihegläubiger nicht den formellen Anforderungen entspricht, beispielsweise, falls Massnahmen beantragt werden, welche über den abschliessenden Massnahmenkatalog in Art. 1170 OR gehen.

²⁷ Reutter/Steinmann, Art. 1165 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 12.

lich qualifiziert werden könnte.²⁸ In einer solchen Konstellation stellt sich insbesondere die Frage, ob und in welchem Umfang ein Rechtsschutzinteresse der Anleihegläubiger vorliegt, welches ein gerichtliches Vorgehen stützen könnte. Ein in einem solchen Fall (wohl analog auf Basis von Art. 1165 Abs. 3 OR) angerufenes Gericht dürfte aber wohl nicht zuletzt aufgrund einer fehlenden gesetzlichen Regelung über die Durchführungsfrist kaum vorschnell von einem rechtswidrigen Verhalten der Emittentin ausgehen.

c) Weitere formelle Voraussetzungen rund um die Einberufung

Die GGV regelt die meisten der eher formellen Voraussetzungen rund um die Einladung und die Durchführung der Versammlung der Anleihegläubiger. Art. 1 GGV schreibt vor, dass die Einladung zur Versammlung mindestens zweimalig öffentlich im Handelsamtsblatt und in den durch die Anleihebedingungen angegebenen öffentlichen Blättern publiziert werden muss. Die zweite Publikation hat mindestens zehn Tage vor dem Versammlungstermin zu erfolgen.²⁹ Grundsätzlich spricht nichts dagegen (und es entspricht auch der Praxis), dass die erstmalige und zweimalige Publikation direkt aufeinander folgen, unabhängig davon, ob der Versammlungstermin selbst noch weit über 10 Tage entfernt liegt. Bei kotierten Anleihen ist es nicht unüblich, dass gemäss den Anleihebedingungen sämtliche die Anleihe betreffenden Mitteilungen und somit auch die Einladung zur Anleihegläubigerversammlung auf der Webseite der SIX Swiss Exchange mittels sogenannter offizieller Mitteilung publiziert werden müssen.³⁰

Gesetzlich nicht geregelt ist hingegen der Mindestinhalt der Einladung zur Versammlung. Es bietet sich hier an, analog die Regelung der Einladung zur Generalversammlung heranzuziehen. Die Einladung hat mindestens folgende Angaben zu enthalten:

²⁸ Siehe dazu oben in [Ziff. II.1.a\)](#).

²⁹ Art. 1 Abs. 1 GGV.

³⁰ Grund für eine dahingehende Regelung in den Anleihebedingungen ist, dass die Einladung zur Anleihegläubigerversammlung zumindest gemäss Annex 2, Ziff. 2.09 der bis zum 31. August 2024 gültigen Richtlinie betr. Regelmeldepflichten (RLRMP) der SIX Exchange Regulation AG eine Regelmeldepflicht auslöste. Die aktuell gültige Fassung der RLRMP listet die Einladung zur Anleihegläubigerversammlung allerdings nicht mehr als meldepflichtigen Inhalt. Siehe auch Schoch/Sieber/Hoti, 199, die festhalten, dass Anleihebedingungen manchmal in der Praxis auch vorsehen, dass die Mitteilungen an die Anleihegläubiger in einer Tageszeitung mit schweizweiter Reichweite publiziert werden müssen. Nach der Erfahrung der Autoren findet sich das Erfordernis der Publikation in Tageszeitungen oft nur noch bei Anleihen, die bereits vor einer langen Zeit ausgegeben wurden (z.B. bei «ewig» laufenden Anleihen, sogenannten Perpetual Bonds).

- die Identifikation der Anleihe (ISIN, Valorennummer);³¹
- das Datum, den Beginn und den Ort der Anleihegläubigerversammlung;
- die Traktanden inkl. der beantragten Massnahmen; sowie
- gegebenenfalls die Anträge der Anleihegläubiger.

Die Traktanden³² sind gemäss Art. 2 Abs. 1 GGV nicht zwingend bereits in der Einladung zur Versammlung selbst bekanntzugeben, sondern können separat – aber doch nach den für die Einberufung geltenden Vorschriften, d.h. durch Publikation im Handelsamtsblatt – mindestens 10 Tage vor der Versammlung bekannt gegeben werden. Es mutet daher sinnvoll an (und scheint auch in der Praxis so gehandhabt zu werden), die Traktanden mit der Einladung (zumindest aber in der zweiten Publikation) bekanntzugeben.³³

Da bei kotierten Anleihen der Emittentin regelmässig die Visibilität über den Kreis der Anleihegläubiger fehlt, bietet es sich an, in der Einladung bereits die Modalitäten betreffend die Teilnahme- und Abstimmungsberechtigung festzulegen, damit die Anleihegläubiger die entsprechende Dokumentation rechtzeitig organisieren können. Sollte die Emittentin zusätzliche Abstimmungsmöglichkeiten vorsehen, um auch denjenigen Anleihegläubigern, die nicht physisch an der Versammlung teilnehmen können, die Stimmabgabe zu ermöglichen, beispielsweise die Stimmabgabe über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter oder als *Corporate Actions* über die SIX SIS AG,³⁴ ist es sinnvoll, dass auch diese Alternativmöglichkeiten bereits in der Einladung detailliert umschrieben werden. Solche zusätzlichen Abstimmungsmöglichkeiten und -modalitäten sind zwar gesetzlich nicht vorgesehen,³⁵ doch in der Praxis aber weit verbreitet.³⁶

Grundsätzlich gestalten Emittenten die Teilnahme- und Abstimmungsmodalitäten grosszügig, um die gesetzlich vorgesehenen hohen Quorenanforderun-

³¹ Schoch/Sieber/Hoti, 199.

³² Siehe Schoch/Sieber/Hoti, 198 f. für Ausführungen zu einem vor der Einberufung der Anleihegläubigerversammlung durchzuführenden *Market Sounding*, um die Bereitschaft der wichtigsten / grössten Anleihegläubiger zu eruieren.

³³ So auch Schoch/Sieber/Hoti, 199; davon abweichend: Idorsia hat die Traktanden für die Anleihegläubigerversammlung im Februar 2025 rund einen Monat nach der Einladung zur Versammlung separat publiziert. Die Publikation der Traktandenliste erfolgte zweimal (jeweils in den gleichen Publikationsmedien wie die Einladung), wobei die zweite Publikation mind. 10 Tage vor der Versammlung erfolgte.

³⁴ Siehe für Ausführungen zur Stimmabgabe über die SIX SIS AG unten in [Ziff. III.1.](#)

³⁵ Grund hierfür ist die veraltete Rechtsgrundlage. Es darf wohl davon ausgegangen werden, dass die Abstimmungsmöglichkeiten, die für die Generalversammlung vorgesehen sind, grundsätzlich analog auch Anwendung auf die Anleihegläubigerversammlung finden.

³⁶ Beispielsweise hat Idorsia für ihre Anleihegläubigerversammlungen im Mai 2024 und Februar 2025 eine unabhängige Stimmrechtsvertretung zur Verfügung gestellt.

gen erreichen zu können. Sollte die Emittentin hingegen ein eher geringeres Interesse am gültigen Zustandekommen einer Massnahme haben – zu denken ist etwa an Konstellationen, in welchen aktivistische Anleihegläubiger eine Anleihegläubigerversammlung erzwingen – werden die Teilnahme- und Abstimmungsmodalitäten entsprechend strenger, respektive nahe den gesetzlichen Mindestvorgaben, ausfallen: So sieht Art. 3 GGV nämlich lediglich vor, dass die Stimmausübung persönlich durch Vorweis der Stimmberechtigung oder über einen Stellvertreter durch zusätzlichen Vorweis einer schriftlichen Vollmacht wahrgenommen werden kann.³⁷

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die sorgfältige Emittentin die Einberufungsunterlagen hinsichtlich beantragter Massnahmen, Teilnahme- und Abstimmungsmöglichkeiten und finanzieller Situation der Gesellschaft möglichst detailliert und transparent gestalten wird, um die Anleihegläubiger von der Anleiherestrukturierung überzeugen zu können; das zumindest in denjenigen Fällen, in welchen die Emittentin am gültigen Zustandekommen der Restrukturierung interessiert ist.³⁸

2. Status und Bilanz

Gemäss Art. 1175 OR können Eingriffe in die Gläubigerrechte im Sinne von Art. 1170 OR durch die Versammlung der Anleihegläubiger nur auf Grund eines *«auf den Tag der Gläubigerversammlung aufgestellten Status oder einer ordnungsgemäss errichteten und gegebenenfalls von der Revisionsstelle als richtig bescheinigten Bilanz»* in Beratung gezogen werden.

Im Falle der Vorlage einer Bilanz verlangt das Gesetz, dass diese geprüft und maximal zu einem zum Zeitpunkt der Versammlung der Anleihegläubiger maximal sechs Monate zurückliegenden Zeitpunkt abgeschlossen wurde. Beim Status handelt es sich ähnlich der Bilanz um eine Aufstellung der Vermögenslage der Emittentin, jedoch hat sie den Nachteil der mangelnden Neubewertung der Aktiven, des Fehlens eines Revisionsberichts und der Unzuverlässigkeit in Bezug auf die transitorischen Passiven.³⁹

³⁷ Siehe für Ausführungen zu den physischen Teilnahmen an der Versammlung unten in [Ziff. III.1.a\).](#)

³⁸ Vgl. Schoch/Sieber/Hoti, 199 f. m.w.H. auf Schenker, 221 hinsichtlich der notwendigen Überzeugungsarbeit, um die Anleihegläubiger davon zu überzeugen, inwiefern die Restrukturierung der Anleihe vorteilhafter ist als das Fortführen der gegenwärtigen Lage (die potentiell auch in einem Konkurs mündet).

³⁹ Reutter/Steinmann, Art. 1175 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 2.

a) (Schutz-)Zweck der Norm

Die Ratio legis von Art. 1175 OR besteht darin, dass die Anleihegläubiger in Kenntnis der aktuellen wirtschaftlichen Verhältnisse des Schuldners allfällige Massnahmen beschliessen respektive auf Massnahmen verzichten. Damit bezweckt diese Gesetzesbestimmung grundsätzlich den Schutz der Anleihegläubiger.⁴⁰ Sollte ein Status oder eine geprüfte (Zwischen-)Bilanz nicht zur Verfügung gestellt werden, ist die Konsequenz die Verweigerung respektive der Widerruf der Genehmigung der entsprechenden Beschlüsse durch die obere kantonale Nachlassbehörde.⁴¹ Das Vorliegen des Status respektive der Bilanz (sowie das Fehlen von Einsprüchen dagegen) wird im Sinne einer Feststellung der Anleihegläubigerversammlung in der öffentlichen Urkunde festgehalten.⁴²

Da Art. 1175 OR grundsätzlich die Anleihegläubiger vor einer Übervorteilung durch die Emittentin aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrie hinsichtlich der wirtschaftlichen Situation der Emittentin schützt, stellt sich die Frage, ob der Schutzbedarf der Anleihegläubiger auch dann besteht und somit die Erstellung eines Status und/oder einer Bilanz gerechtfertigt ist, wenn Anleihegläubiger selbst Massnahmen nach Art. 1170 OR vorschlagen. Dabei ist einerseits zu beachten, dass das mittelbare Einberufungsrecht bereits denjenigen Anleihegläubigern zusteht, die alleine oder zusammen mindestens 5% des im Umlauf befindlichen Kapitals halten, weshalb grundsätzlich nicht einzusehen ist, weshalb die restlichen Anleihegläubiger nicht trotzdem möglichst in Kenntnis der aktuellen wirtschaftlichen Verhältnisse der Emittentin die Anträge der «einberufenden» Anleihegläubiger beurteilen sollen. Andererseits ist die Ausgangslage eine andere: Wenn die Emittentin eine Anleihegläubigerversammlung einberuft und sie in ihrem Interesse entsprechende Massnahmen beantragt, besteht eine Informationsasymmetrie, welche das Gesetz zu schliessen versucht. Wird die Versammlung jedoch von den Anleihegläubigern gewünscht und werden entsprechende Massnahmen verlangt, kann die Emittentin durch die Offenlegung der wesentlichen Finanzzahlen einen Informationsgleichstand zwischen den womöglich besser informierten einberufenden Anleihegläubiger und den restlichen Anleihegläubigern herstellen und dabei auch darlegen, inwiefern die Massnahmen sinnvoll oder aber aufgrund der finanziellen Situation der Emittentin gerade nicht angezeigt sind. Aus den genannten Gründen muss für die Vornahme einer Massnahme nach Art. 1170 OR, unabhängig von der Konstellation des Zustandekommens der Anleihegläubi-

⁴⁰ Kuhn, Art. 1175, CHK OR, Rz. 1; Lang/Klöti, Art. 1175, OFK OR, Rz. 4; Reutter/Steinmann, Art. 1175 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1.

⁴¹ Siehe unten [Ziff. IV.2.](#)

⁴² Schoch/Sieber/Hoti, 201.

gerversammlung, jeweils durch die Emittentin entweder ein Status oder eine geprüfte (Zwischen-)Bilanz zur Verfügung gestellt werden.

b) Aktualität des Status

Grundsätzlich ist der Wortlaut von Art. 1175 OR hinsichtlich der Aktualität des Status klar: Dieser hat «*auf den Tag der Gläubigerversammlung*» ausgestellt zu sein, ansonsten die Konsequenz der Verweigerung respektive des Widerrufs der Genehmigung der entsprechenden Beschlüsse durch die obere kantonale Nachlassbehörde droht.⁴³

Nach Ansicht der Autoren zeugt der Wortlaut der Bestimmung jedoch von Kurzsicht beziehungsweise geht die Bestimmung immer noch von einer rein physisch stattfindenden Versammlung mit unmittelbarer Meinungsbildung aus. Der Zweck der Offenlegung des Finanzstatus besteht darin, den Anleihegläubigern vor Abgabe ihrer Stimme Kenntnis von der wirtschaftlichen Lage der Emittentin zu verschaffen, sodass diese einen informierten Entscheid treffen können. Hierbei geht der Gesetzgeber davon aus, dass sämtliche Stimmen physisch an der Versammlung selbst ausgeübt werden (entweder persönlich oder über die physische Teilnahme eines bevollmächtigten Vertreters). Sollte die Emittentin sich aber dazu entscheiden, die Stimmausübung auch über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter (was heutzutage das Standard-Verfahren bei grösseren Aktiengesellschaften darstellt respektive bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom Aktienrecht sogar zwingend vorgesehen ist⁴⁴) beziehungsweise als *Corporate Actions* über die SIX SIS AG via Instruktionen an die Depotbanken⁴⁵ zuzulassen, würde der von Art. 1175 OR verankerte Schutzzweck nicht greifen bzw. ins Leere laufen, denn diesfalls muss der Anleihegläubiger seine Instruktionen frühzeitig – meist spätestens bis Mitternacht des der Versammlung vorangehenden Arbeitstages – erteilen. Da nicht davon ausgegangen werden kann, dass der Gesetzgeber die Stimmrechtsausübung über einen Vertreter verunmöglichen wollte, muss Art. 1175 OR, entgegen seinem klaren Wortlaut, dem Sinn und Zweck nach weit ausgelegt werden. Nach einer solchen teleologischen Auslegung muss es u.E. ausreichen, wenn die Emittentin hinsichtlich einer bevorstehenden Versammlung der Anleihegläubiger einen angemessenen aktuellen Status zur Verfügung stellt. Was als angemessen gilt, ist im Einzelfall zu entscheiden und allenfalls empfiehlt es sich auch, bei grösseren finanziellen Abweichungen oder Verwerfungen ab Datum des Status (oder auch im Falle einer auf früheren Datums zurückliegenden Bi-

⁴³ Siehe zum Genehmigungsprozess unten [Ziff. IV.2.b](#)).

⁴⁴ Art. 689c OR.

⁴⁵ Siehe dazu unten in [Ziff. III.1](#).

lanz) eine Aktualisierung kurz vor der Anleihegläubigerversammlung vorzunehmen.

Schon aus einer rein praktischen Perspektive wird es regelmässig so sein, dass grössere Emittentinnen nicht bzw. nur mit unverhältnismässig grossem Aufwand in der Lage sein werden, einen aussagekräftigen und tagesaktuellen Status aufzustellen, denn in solchen Fällen wären regelmässig auch die Beziehungen zwischen der Emittentin und dem Konzern (etwa mit Blick auf die Bewertung von Beteiligungen an Tochtergesellschaften oder konzerninterner Darlehen) zu berücksichtigen.

c) Gerichtliche Anordnung der Erstellung einer Bilanz bzw. eines aktuellen Status

Die Frage, was zu tun wäre, wenn die Einladung zur Anleihegläubigerversammlung von den Anleihegläubigern erzwungen wird und die Emittentin sich weigert, einen Status respektive eine Bilanz zur Verfügung zu stellen, wird vom Gesetz im Sinne einer echten Gesetzeslücke nicht beantwortet. Die gesetzlich vorgesehene Konsequenz der Verweigerung respektive des Widerrufs der Genehmigung der entsprechenden Beschlüsse durch die obere kantonale Nachlassbehörde⁴⁶ hilft den Anleihegläubigern in solchen Situationen gerade nicht weiter, da dadurch das gesetzeswidrige Handeln der Emittentin belohnt wird und das gültige Zustandekommen eines Beschlusses einer Anleihegläubigerversammlung von vornherein vereitelt würde. Es wäre daher denkbar, dass in einem solchen Falle das angerufene Gericht Art. 1165 Abs. 3 OR analog zur Anwendung gelangen lässt und den Emittenten anweisen könnte, die für die Einberufung der Anleihegläubigerversammlung notwendigen Schritte, wozu eben die Erstellung der geprüften Bilanz oder eines Status gehört, vorzunehmen.

III. Die Versammlung der Anleihegläubigerversammlung

1. Teilnahme- und Stimmberechtigung

Als Ausgangspunkt für die Bestimmung des Einlasses und die Stimmberechtigung sieht der Gesetzgeber in Art. 3 Abs. 1 GGV vor, dass an den Beratungen und den Abstimmungen lediglich diejenigen Anleihegläubiger teilnehmen können, welche sich gegenüber der Urkundsperson entsprechend ausweisen. Bei Inhaberanleihen sieht Abs. 2 überdies vor, dass dessen Vorlegung respektive der Verweis auf die Hinterlegungsstelle ausreicht. Bei allen weiteren Anleihen

⁴⁶ Siehe zum Genehmigungsprozess unten in [Ziff. IV.2.](#)

muss vom Anleihegläubiger das Eigentum (oder Nutzniessungsrecht oder Pfandrecht) nachgewiesen werden. Der Stellvertreter eines Stimmberechtigten hat überdies, sofern die Stellvertretung nicht auf dem Gesetz beruht, eine schriftliche Vollmacht vorzulegen.⁴⁷

Es wird klar, dass der Gesetz- bzw. Verordnungsgeber beim Erlass von Art. 3 GGV grundsätzlich davon ausgegangen ist, dass der Anleihegläubiger entweder persönlich oder über einen Stellvertreter physisch an der Versammlung teilnimmt und seine Stimmberechtigung wahrnimmt. Jedoch zeigt sich in der Praxis, dass die Emittenten jeweils auch die Möglichkeit vorsehen, dass Anleihegläubiger über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter – ähnlich wie bei einer kotierten Aktiengesellschaft – ihr Stimmrecht ausüben. Ebenfalls in der Praxis zu sehen ist die Möglichkeit, das Stimmrecht über das SIX SIS Bankeninstruktionssystem auszuüben.

a) Physische Teilnahme

In der Praxis – soweit bei der limitierten Anzahl effektiv durchgeführter Anleihegläubigerversammlung überhaupt von einer etablierten Praxis gesprochen werden kann – hat sich etabliert, dass für den Nachweis der Stimmberechtigung nebst der Vorlegung der Inhaberanleihe respektive des Verweises auf die Hinterlegungsstelle (d.h. eine Depotbestätigung der Depotbank) auch eine sogenannte «Blockierungsbestätigung» und (soweit die Stimmabgabe über das SIX SIS Bankeninstruktionssystem zugelassen wird) eine sogenannte «SIX-Bestätigung» der Urkundsperson vorgelegt werden muss.⁴⁸ Der Zweck dieser beiden Bestätigungen besteht darin, sicherzustellen, dass ein Anleihegläubiger respektive das mit einer spezifischen Anleihe verbundene Stimmrecht, nicht fälschlicherweise doppelt stimmberechtigt ist.

Bei einer «Blockierungsbestätigung» handelt es sich um eine Bestätigung der Depotbank, dass die im Namen des Anleihegläubigers gehaltenen Anleihen ab Ausstellung der Bestätigung bis und mit Durchführung der Anleihegläubigerversammlung gesperrt werden und somit keine Handänderung vorgenommen werden kann.

Bei der «SIX-Bestätigung» handelt es sich ebenfalls um eine Bestätigung der Depotbank, wonach keine Instruktionen zur Stimmrechtsausübung via dem SIX SIS Bankeninstruktionssystem entgegengenommen wurden und bis und mit Ende der Durchführung der Anleihegläubigerversammlung auch keine (mehr) entgegengenommen (und an die SIX SIS übermittelt) werden.

⁴⁷ Art. 3 Abs. 3 GGV.

⁴⁸ Siehe hierzu auch Daeniker, 94 f. m.w.H.

Schliesslich ist über diejenigen Anleihegläubiger, die mit Stimmrecht an die Versammlung zugelassen wurden, ein Teilnehmerverzeichnis durch die Urkundsperson zu erstellen.⁴⁹

b) Stimmrechtsausübung durch den unabhängigen Stimmrechtsvertreter

Obschon gesetzlich nicht vorgesehen, kommt es in der Praxis vor, dass Emittenten den Anleihegläubigern jeweils einen unabhängigen Stimmrechtsberater für die indirekte Stimmabgabe zur Verfügung stellen. So können die Rahmenbedingungen für die Willensbildung verbessert und eine unverfälschte und effiziente Willenskundgabe der Anleihegläubiger gewährleistet werden.⁵⁰ Es soll denjenigen Anleihegläubigern, die nicht an der Versammlung teilnehmen können oder wollen, ein Mittel zur Verfügung gestellt werden, um ihr Stimmrecht auszuüben.⁵¹ Diese Vereinfachung der Stimmabgabe ist auch im Interesse der Emittentin, insbesondere im Hinblick auf die hohen Quoren, die für einen gültigen Beschluss von Massnahmen notwendig sind.⁵²

Da das Gesetz die Stimmausübung über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter für die Anleihegläubigerversammlung nicht vorsieht, stellt sich die Frage des rechtlichen Rahmens respektive der Freiheit der Emittentin bei der Ausgestaltung der Stimmausübung. Erneut bietet es sich hier an, das Aktienrecht analog zur Hilfe zu ziehen. Grundsätzlich sieht Art. 689c OR vor, dass die Generalversammlung den unabhängigen Stimmrechtsvertreter jährlich an der Generalversammlung für eine Dauer bis zum Abschluss der nächsten Generalversammlung wählt. Art. 689c Abs. 3 OR sieht sodann im Sinne einer Auffangkompetenz für den Fall, dass kein unabhängiger Stimmrechtsvertreter gewählt wurde, vor, dass der Verwaltungsrat einen solchen für die nächste Generalversammlung ernennt.

Die Anleihegläubigerversammlung stellt im Gegensatz zur jährlichen (ordentlichen) Generalversammlung eine Ausnahmeerscheinung dar. Entsprechend erscheint es nicht sinnvoll, dass ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter auf Reserve durch die Anleihegläubiger gewählt wird oder ein solcher Stimmrechtsvertreter schon in den Anleihebedingungen festgelegt wird. Hingegen

⁴⁹ Art. 4 GGV; das Verzeichnis hat den Namen und den Wohnort der Stimmberechtigten und gegebenenfalls ihrer Stellvertreter sowie den Betrag der durch jeden Teilnehmer vertretenen Anleihen anzugeben. Es empfiehlt sich dabei auch, die per SIX SIS instruierten Stimmen (als Sammelmeldung) aufzuführen.

⁵⁰ Sowohl die Idorsia Ltd. als auch die Santhera Pharmaceuticals Holding AG haben einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter zur Verfügung gestellt.

⁵¹ Siehe auch Ausführungen zur unabhängigen Stimmrechtsvertretung bei kotierten Gesellschaften: Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. 4.

⁵² Siehe zu den Beschlussquoren unten [Ziff. III.3.b\).](#)

bietet es sich aus Praktikabilitätsgründen an, dass für den Fall, dass eine Anleihegläubigerversammlung notwendig wird, die Emittentin selber einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter bestimmt. Dabei ist durch die Emittentin sicherzustellen, dass der Vertreter in qualifizierter Hinsicht unabhängig ist, was bedeutet, dass die Unabhängigkeit des unabhängigen Stimmrechtsvertreters weder tatsächlich noch dem Anschein nach beeinträchtigt sein darf.⁵³

Die Einberufung und somit auch die Vorbereitung der Anleihegläubigerversammlung liegt grundsätzlich in der Kompetenz der Emittentin.⁵⁴ Entsprechend ist es auch die Aufgabe der Emittentin – falls sie sich für die Stimmabgabe über einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter entscheidet – die Ausgestaltung eines Prozesses für die korrekte Erfassung der Willensbildung der vertretenen Anleihegläubiger sicherzustellen. Die Emittentin hat folglich auf die Erstellung der Vollmachts- und Weisungsformulare bedacht zu sein und diese entsprechend in der Einladung zur Versammlung bekanntzugeben.⁵⁵ Dabei hat die Emittentin sicherzustellen, dass die Anleihegläubiger zu sämtlichen Anträgen konkrete Weisungen erteilen können.⁵⁶ Nicht notwendig ist, dass die Anleihegläubiger generelle Weisungen zu nicht angekündigten Verhandlungsgegenständen erteilen können; Art. 2 Abs. 3 GGV sieht nämlich vor, dass nicht angekündigte Beschlüsse nur dann gültig zustande kommen, wenn sämtliche (und nicht nur die vertretenen) Anleihegläubiger (respektive deren Vertreter) zustimmen.⁵⁷

c) Stimmübung über *Corporate Actions Enhanced Services* («CAES») der SIX SIS AG

Für alle von der SIX SIS AG verwahrten und verwalteten Wertpapiere können *Corporate Actions* (mithin auch Stimmabgaben) über die SIX SIS AG vorgenommen werden. In der Praxis wird diese Möglichkeit jeweils von den Emittenten in Anspruch genommen. Hierfür werden von der Emittentin Weisungsformulare erstellt, welche durch die Anleihevertreterin (häufig die federführende Bank) über das Bankeninstruktionssystem (mittels Bankenschreiben) an sämtliche Depotbanken zugesandt werden. Die Depotbanken wiederum müssen diese Unterlagen den Anleihegläubigern zukommen lassen. Die so ausgeübten Stimmrechte werden durch die Depotbanken über die CAES an die SIX SIS weitergeleitet, wel-

⁵³ Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. 11; Art. 689b Abs. 4 OR.

⁵⁴ Siehe oben [Ziff. II.1](#) und Art. 1165 OR.

⁵⁵ Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. 33. Zu den Modalitäten der Einladung, siehe oben [Ziff. II.1.c](#).

⁵⁶ Art. 689c Abs. 4 OR; Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. 50.

⁵⁷ Davon abzugrenzen ist eine vorformulierte Generalanweisung als Auffanganweisung, die zum Ziel hat die Weisungslosigkeit auszuschliessen. Zur Debatte der Zulässigkeit einer Auffanganweisung m.w.H. Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. 42 ff.

che sämtliche Stimmrechtsausübungen sammelt und in einer Sammelmeldung vereint. Diese Sammelmeldung wird dann durch einen Vertreter der SIX SIS an der Anleihegläubigerversammlung «ausgeübt».

2. Vorsitz

Für die Bestimmung der Leitung der Anleihegläubigerversammlung sieht das Gesetz folgende Kaskadenordnung vor: Zunächst gehen Parteivereinbarungen in den Anleihebedingungen vor. Sollten diese keinen Vorsitz bestimmen (was regelmässig nicht der Fall sein dürfte), wird der Vorsitz von der Versammlung selbst bestimmt.⁵⁸ Bis zur Konstituierung der Versammlung, einschliesslich der Wahl eines Vorsitzenden, liegt der vorläufige Vorsitz bei der Anleihevertreterin. In Ermangelung einer solchen Anleihevertretung liegt der vorläufige Vorsitz bei der Urkundsperson, welche dann aber von der Anleihegläubigerversammlung nicht als definitiver Vorsitz gewählt werden darf.⁵⁹

3. Beschlussfassung: Mögliche Restrukturierungsmassnahmen

a) Ausgangslage: Zweiseitigkeit des Anleihevertrags

Ausgangspunkt für die Durchführung einer Anleihegläubigerversammlung und somit der Erhebung von möglichen Restrukturierungsmassnahmen ist die Tatsache, dass eine Anleihe respektive der Anleihevertrag einen zweiseitigen Vertrag (bzw. eine Vielzahl solcher Verträge) zwischen der Emittentin einerseits und den Anleihegläubiger anderseits darstellt. Entsprechend können Anleihegläubiger und die Emittentin – jenseits von den durch die Versammlung der Anleihegläubiger beschlossenen Massnahmen – bilaterale Massnahmen und Änderungen der Anleihebedingungen (sowie dem zugrundeliegenden Anleihevertrag) treffen.⁶⁰ Allerdings bedürfen Änderungen – abgesehen von geringfügigen Anpassungen der Anleihebedingungen – grundsätzlich der Zustimmung derjenigen Partei, zu deren Ungunsten sie getroffen wurden.⁶¹ Entsprechend

⁵⁸ Art. 5 Abs. 1 GGV. Das dafür notwendige Beschlussquorum richtet sich dabei nach Art. 1181 OR (andere Beschlüsse, welche nicht in Gläubigerrechte eingreifen oder den Gläubigern zusätzliche Pflichten auferlegen), d.h. die absolute Mehrheit der an der Anleihegläubigerversammlung vertretenen Stimmen.

⁵⁹ Art. 5 GGV.

⁶⁰ Reutter/Steinmann, Vorbemerkungen zu Art. 1170–1182 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 13; Reutter/Steinmann, Art. 1173 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 3.

⁶¹ Reutter/Steinmann, Art. 1170 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 3 m.w.H. So zählen als Beschlüsse, die in die Rechte des Schuldners eingreifen und entsprechend seine Zustimmung benötigen, die Änderungen von Bestimmungen betreffend Verhältnis ausstehender Obliga-

sieht das Gesetz vor, dass bei Vermehrung der Gläubigerrechte die Zustimmung der Emittentin⁶² – und umgekehrt bei Eingriffen in die Gläubigerrechte die Zustimmung der Gläubiger – notwendig ist.⁶³ Konsequenterweise ist die Zustimmung der jeweiligen Gegenpartei bei einem einseitigen Verzicht auf Rechte nicht notwendig.⁶⁴

Theoretisch könnte eine Emittentin mit sämtlichen Anleihegläubigern eine bilaterale Vereinbarung treffen. Bei einer Vielzahl von Anleihegläubigern (und identischen Vertragsbeziehungen) ist dies in der Praxis nicht (bzw. nicht mit vernünftigem Aufwand) möglich. Entsprechend ist wohl ein (gleiches) Angebot an sämtliche Anleihegläubiger durch die Emittentin der gangbare Weg. Nachteilig ist hier jedoch, dass jeder einzelne Anleihegläubiger das Angebot annehmen muss und es keine Möglichkeit gibt, diese Annahme zu erzwingen, selbst dann nicht, wenn eine grosse Mehrheit der Anleihegläubiger bereit ist, das Angebot anzunehmen.⁶⁵ Um diese praktischen Schwierigkeiten zu lösen und dem Bedürfnis nach Anpassungen von Anleihebedingungen nachzukommen, hat der Gesetzgeber eine Reihe von Massnahmen vorgesehen, über welche die Anleihegläubigerversammlung mit Mehrheitsbeschluss befinden kann. Bei der Anleihegläubigerversammlung handelt es sich somit um ein gesetzlich geregeltes Instrument der Vertragsanpassung. Die Emittentin muss lediglich die im Gesetz vorgesehene Mehrheit der Anleihegläubiger von ihrem Angebot überzeugen; die Minderheit der Anleihegläubiger wird mit einem gültigen Beschluss der Anleihegläubiger an die gefasste Abmachung oder Massnahme gebunden.⁶⁶

b) Massnahmen und Quoren

Das Gesetz unterscheidet zwischen folgenden Massnahmen:⁶⁷

- **Art. 1170 OR:** Massnahmen mit Eingriffen in die Gläubigerrechte;
- **Art. 1173 Abs. 1 OR:** Massnahmen mit Eingriffen in die Gläubigerrechte, die weder in Art. 1170 Abs. 1 OR noch in den Anleihebedingungen vorgesehen sind;

tionen zum Aktienkapital oder betreffender Umwandlung von Anleiheobligationen in Aktien.

⁶² Art. 1173 Abs. 2 OR.

⁶³ Art. 1170 ff. OR.

⁶⁴ Reutter/Steinmann, Art. 1170 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 3 zählt für solche Beschlüsse, die nicht die Zustimmung des Schuldners benötigen exemplarisch den einseitigen Verzicht auf gewisse Gläubigerrechte wie die Stundung, die Ermässigung oder der Erlass von Zinsen auf.

⁶⁵ Roesler, 158.

⁶⁶ Roesler, 157 f.

⁶⁷ Reutter/Steinmann, Vorbemerkungen zu Art. 1170–1182 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1; siehe auch Ziegler, Vorbemerkungen zu Art. 1170, BK OR, Rz. 1 ff.

- **Art. 1181 OR:** Massnahmen ohne Eingriffe in die Gläubigerrechte; sowie
- **Art. 1180 OR:** Massnahmen bezüglich der Vollmacht des Anleihevertreters.

Das Gesetz nennt in Art. 1170 Abs. 1 OR eine abschliessende Liste von Massnahmen, deren gültiger Beschluss eine Mehrheit von mindestens zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals erfordert.⁶⁸ Für Massnahmen, deren Quoren sich auf Basis des im Umlauf befindlichen Kapitals errechnen, schreibt Art. 1167 Abs. 2 OR vor, dass diejenigen Anleihen, die durch die Emittentin (oder einer ihrer Tochtergesellschaften) selbst gehalten werden, nicht mitgerechnet werden dürfen. Um zu verhindern, dass eine Gläubigermehrheit der Minderheit eine für diese ungünstige Massnahme aufzwingen kann, ist in Art. 1174 Abs. 1 OR der Grundsatz der Gleichbehandlung verankert, welcher vorschreibt, dass sämtliche Anleihegläubiger von einer beschlossenen Massnahme (i.S.v. Art. 1170 OR) gleichermassen betroffen sein müssen.

Die Massnahmen in Art. 1170 OR können grob in drei Kategorien eingeteilt werden:⁶⁹

- **Abänderung der Zahlungsmodalitäten:** betrifft die Stundung von Zinsen (Ziff. 1); die Verlängerung der Amortisationsfrist (Ziff. 4), die (teilweise) Stundung der Anleihe selbst (Ziff. 5) und die Ermächtigung zur vorzeitigen Rückzahlung. Gemäss einem Urteil des Zürcher Obergerichts ist die Ver-

⁶⁸ Gemäss Art. 1186 Abs. 1 OR können jedoch durch die Anleihebedingungen oder durch besondere Abreden zwischen den Anleihegläubigern und der Emittentin die Rechte, die das Gesetz der Gläubigergemeinschaft zuweist (also insbesondere auch die Voraussetzungen von Art. 1170 OR betreffend die notwendigen Quoren) «ausgeschlossen, geändert oder beschränkt werden, wenn eine Mehrheit der Gläubiger weiterhin die Anleihebedingungen anpassen kann.» Diese Liberalisierung wurde per 1. Januar 2023 vor dem Hintergrund der heutigen Verhältnisse – insbesondere auch hinsichtlich der Tatsache, dass systemrelevante Schweizer Banken nicht ohne Weiteres Bail-in-Instrumente im Ausland platzieren konnten – vorgenommen (vgl. Botschaft des Bundesrates vom 19. Juni 2020 zum Bundesgesetz zur Änderung des Bankengesetzes (BankG), BBl 2020, 6411 f.). Siehe auch Bösch/Leisinger, Art. 1186, KuKo OR, Rz. 2, wonach die einzige zwingende Grenze der Zulässigkeit darin bestehe, dass weiterhin eine Mehrheit der Anleihegläubiger die Anleihebedingungen anpassen können muss. Siehe auch Ziegler, Art. 1186, BK OR, Rz. 4, der die Meinung vertritt, dass Art. 1186 OR die Möglichkeit ausschliesst, dass für Massnahmen nach Art. 1170 Abs. 1 OR durch die Anleihebedingungen ein Einheitsbeschluss sämtlicher Anleihegläubiger vorgeschrieben werden kann. Seine Begründung, dass bei Anleihen (und insbesondere so bei kotierten Anleihen) jeweils von einer gewissen Anzahl «verschollener» Anleihen auszugehen ist, erscheint plausibel. Unklar bleibt jedoch, ob die Liberalisierung, die Art. 1186 Abs. 1 mit sich gebracht hat, sich auch auf den – soweit nicht durch die Anleihebedingungen explizit weitere Massnahmen vorgesehen werden – abschliessenden Charakter von Art. 1170 auswirkt und damit auch den zwingenden Charakter von Art. 1173 Abs. 1 in Frage stellt.

⁶⁹ Mit weiteren Ausführungen Daeniker, 99 ff.

längerung der Laufzeit der Anleihe unter dem Tatbestand der Stundung nach Ziff. 5 zu subsumieren.⁷⁰

- **Veränderung der Substanz der Forderung:** betrifft den zeitlich begrenzten Erlass der Jahreszinsen (Ziff. 2) respektive die zeitlich begrenzte Ermässigung des Zinsfusses (Ziff. 3).
- **Änderung der vertraglichen Sicherheiten** (Ziff. 7).

Das Gesetz sieht in Art. 1173 Abs. 1 OR sodann vor, dass für *Eingriffe*, die weder in Art. 1170 OR vorgesehen sind, noch *Leistungen*, die nicht in den Anleihebedingungen vorgesehen sind, die Zustimmung sämtlicher Anleihegläubiger notwendig ist.⁷¹ Entsprechend kann beispielsweise nicht mit einer qualifizierten Mehrheit auf die Kapitalforderung (weder gänzlich noch teilweise) verzichtet werden (sogenannter Schuldenschnitt). Ein entsprechender Eingriff benötigt die Zustimmung sämtlicher Anleihegläubiger.⁷²

Diejenigen Massnahmen, die mit einem Eingriff in die Rechte der Emittentin verbunden sind, brauchen sodann deren Zustimmung.⁷³ Darunter fallen insbesondere die Änderung der Bestimmungen über die Beschränkung der Obligationenausgabe im Verhältnis zum Aktienkapital (Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 8 OR) und die gänzliche oder teilweise Umwandlung von Anleiheobligationen in Aktien (Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR). Massnahmen, welche gänzlich nicht oder in keinerlei negativer Weise in die Rechtsposition der Emittentin eingreifen, bedürfen deren Zustimmung nicht.⁷⁴

Massnahmen, die weder die Rechte der Anleihegläubiger beeinträchtigen noch diesen wesentliche (in den Anleihebedingungen) nicht vorgesehene Verpflichtungen auferlegen, können gemäss Art. 1181 Abs. 1 OR mit der absoluten Mehrheit der an der Versammlung vertretenen Stimmen getroffen werden.⁷⁵ Die Vermehrung der Gläubigerrechte (z.B. die Erhöhung der Zinsen der Anleihe) ohne Zustimmung der Emittentin ist wiederum nicht möglich.⁷⁶

⁷⁰ Vgl. Urteil des Obergerichts des Kantons Zürich vom 10. März 2010, in: ZR 93/2011 E. 2bb.

⁷¹ Reutter/Steinmann, Art. 1173, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1.

⁷² Daeniker, 101; siehe auch Bösch, 512 f., der die Meinung vertritt, dass die Massnahmen in Art. 1170 OR und deren abschliessender Charakter nicht mehr zeitgemäss sind und aufgrund ihrer restriktiven Natur Emittenten zu stark einschränkt. Dem ist beizustimmen, insb. wäre die Möglichkeit eines Schuldenschnitts (allenfalls kombiniert mit anderen Massnahmen bzw. finanziellen Anreizen) mittels Beschluss der Anleihegläubigerversammlung in gewissen Fällen durchaus eine hilfreiche Restrukturierungsvariante, welche andernfalls nur durch ein Nachlassstundungsverfahren erreicht werden kann.

⁷³ Art. 1173 Abs. 2 OR.

⁷⁴ Vgl. Reutter/Steinmann, Art. 1170 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 3.

⁷⁵ Dies gilt nur soweit das Gesetz nichts anderes bestimmt oder die Anleihebedingungen nicht strengere Bestimmungen aufstellen.

⁷⁶ Art. 1173 Abs. 2 OR.

IV. Nach der Versammlung

1. Nachträgliches Beibringen von Stimmen

In Art. 1172 Abs. 2 OR sieht das Gesetz in jenen Fällen, in welchen die erforderliche Anzahl der Stimmen nicht beigebracht werden konnte, die Möglichkeit vor, binnen zwei Monaten nach Versammlung der Anleihegläubiger die fehlenden Stimmen nachzureichen und damit einen gültigen Beschluss zu erwirken. Hintergrund dieser Norm ist, dass der Gesetzgeber verhindern wollte, dass lediglich aufgrund der Passivität der Anleihegläubiger (beispielsweise aufgrund einer weiten Streuung einer Anleihe und Wohnsitz vieler Anleihegläubiger im Ausland) ein an sich tragfähiger Entscheid nicht zu Stande kommt.⁷⁷

a) Aktivlegitimation

Der Wortlaut der Gesetzesbestimmung von Art. 1172 Abs. 2 OR ist klar: Das Recht, nachträglich Stimmen beizubringen steht dem Schuldner, d.h. der Emittentin, zur Verfügung. Dabei geht der Gesetzgeber davon aus, dass die Anleihegläubigerversammlung von der Emittentin aus eigenem Antrieb einberufen wurde und dass aufgrund der weiten Streuung das notwendige Quorum an der Versammlung nicht vertreten ist. Bei von diesem «Standard-Fall» abweichenden Szenarien stellt sich die Frage, ob Art. 1172 Abs. 2 OR eng oder weit ausgelegt werden muss und ob die Anleihegläubiger aktivlegitimiert sind, nachträglich Stimmen dem Vorsitzenden der Versammlung beizubringen.

aa) Variante: Anleihegläubigerversammlung wird von Gläubigern verlangt

Es stellt sich zunächst die Frage, wie sich die Sache verhält, wenn die Emittentin an der gültigen Beschlussfassung kein Interesse hat, beispielsweise, weil die Versammlung der Anleihegläubiger im Rahmen des mittelbaren Einberufungsrechts durch die Anleihegläubiger verlangt und durchgesetzt wurde.

Wie oben dargelegt, bezweckt Art. 1172 Abs. 2 OR grundsätzlich, dass das gültige Zustandekommen eines Beschlusses nicht allein deshalb scheitert, weil das notwendige Quorum aufgrund weiter Streuung der Anleihe nicht zu Stande kommt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Instrument der Anleihegläubigerversammlung in erster Linie dazu dient, notleidenden Emittenten ein Instrumentarium zur einvernehmlichen Anpassung von Anleihen (und so-

⁷⁷ Reutter/Steinmann, Art. 1172 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 2; Bösch/Leisinger, Art. 1170–1182, KuKo OR, Rz. 8; Kuhn, Art. 1172, CHK OR, Rz. 2.

mit der Ermöglichung einer Restrukturierung) zu bieten.⁷⁸ Dieser Zweck soll nicht durch die Passivität oder die breite Streuung der Anleihe verhindert werden. Wird eine Anleihegläubigerversammlung gegen den Willen der Emittentin einberufen, dürfte der Zweck der einvernehmlichen Restrukturierung gerade regelmässig nicht im Vordergrund stehen. Aus diesem Grund rechtfertigt es sich nach der hier vertretenen Ansicht nicht, (aktivistischen) Anleihegläubigern nach einer am Beschlussquorum gescheiterten Abstimmung die Möglichkeit der nachträglichen Stimmbeschaffung zu geben. Steht nämlich ein von Anleihegläubigern vorgebrachter Beschluss einer Anleihegläubigerversammlung auch im Interesse der Emittentin, so kann das Verfahren der nachträglichen Stimmbeschaffung wie gesetzlich vorgesehen über die Emittentin koordiniert werden. Dies ist auch deshalb sachgerecht, da die Emittentin die Versammlung (und damit auch die formellen Verfahrensaspekte) zu organisieren hat und auch mit der Urkundsperson (welche die nachträgliche Stimmgabe ebenfalls zu beurkunden hätte)⁷⁹ in Kontakt steht.

bb) Variante: Notwendiges Quorum grundsätzlich vertreten

Ebenfalls stellt sich die Frage, wie es sich verhält, wenn an der Versammlung der Anleihegläubiger das notwendige Quorum für einen gültigen Beschluss grundsätzlich vertreten ist, das notwendige Quorum aber trotzdem (wenn auch nur knapp) nicht erreicht wird. Kann es im Sinne des Gesetzgebers gelegen haben, der Emittentin beziehungsweise den zustimmenden Anleihegläubigern (die vielleicht eine Mehrheit bilden, jedoch nicht das notwendige Quorum erreichen; wobei sich diese zweite Frage nur stellt, wenn man ein Recht der Anleihegläubiger zur Nachreichung von Stimmen überhaupt anerkennt)⁸⁰ ein Instrument zur Verfügung zu stellen, dass es ermöglicht, nachträglich einen gültigen Beschluss zu forcieren?

Nach der Ansicht der Autoren muss Art. 1172 Abs. 2 OR eng ausgelegt werden. Das notwendige Quorum für Massnahmen (beispielsweise nach Art. 1170 OR) ist entsprechend seiner *erga omnes*-Wirkung gegenüber sämtlichen (also auch gegenüber den nicht-zustimmenden) Anleihegläubiger relativ hoch angesetzt. Dem Gesetzgeber war bewusst, dass bereits das Erreichen einer Anwesenheit in der erforderlichen Höhe schwierig ist. Entsprechend hat der Gesetzgeber mit Art. 1172 Abs. 2 OR eine Möglichkeit vorgesehen, nachträglich das notwendige Quorum zu erreichen. Mit dem Normzweck nicht vereinbar scheint, dass der Emittentin (beziehungsweise den unterlegenen Anleihegläubigern), nach-

⁷⁸ Vgl. Daeniker, 82.

⁷⁹ Art. 6 Abs. 1 GGV.

⁸⁰ Siehe oben in [Ziff. IV.1.a\)aa](#)).

dem ein entsprechendes Quorum nicht erreicht wurde, ermöglicht wird, weitere Anleihegläubiger zu mobilisieren, obwohl an der Versammlung die für das gültige Zustandekommen eines Beschlusses notwendige Anzahl an Stimmen vertreten war.

b) Nachträgliche Stimmen und weitere formelle Voraussetzungen

Mit der Frage der Aktivlegitimation verknüpft, ist die Frage, welche Anleihegläubiger ihre Stimmen überhaupt noch nachreichen können. Grundsätzlich liegt der Normzweck im nachträglichen Einholen von an der Versammlung abwesenden Stimmen.⁸¹ Ziegler scheint dabei als Einziger zulassen zu wollen, dass auch diejenigen Personen, die an der Anleihegläubigerversammlung selbst gegen den Antrag gestimmt haben, noch nachträglich zustimmen können.⁸² Nach Ansicht der Autoren scheint dies jedoch über den vom Gesetzgeber vorgesehenen Normzweck hinaus zu gehen, der darin begründet liegt, dass die Passivität der Anleihegläubiger einem gültigen Beschluss nicht im Wege stehen soll und nicht darin, dass der Emittentin (oder auch den Anleihegläubigern) die Möglichkeit gegeben wird, Anleihegläubigern, die bereits ihre Meinung kundgetan haben, zu einer präferierten Stimmabgabe zu motivieren beziehungsweise zu drängen. Schliesslich bleibt es der Emittentin selbstverständlich offen, eine zweite Anleihegläubigerversammlung einzuberufen und bei den Anleihegläubigern vorab «intensiver» für ihr Anliegen zu werben und zu informieren.

In jedem Fall muss die Emittentin nebst dem gesetzlich vorgesehenen Teilnehmerverzeichnis eine weitere (interne) Liste über das Stimmverhalten führen, um einerseits Doppelzählungen von bereits erfassten zustimmenden Voten zu verhindern und andererseits – sollte man der Ansicht der Autoren folgen – diejenigen Anleihegläubiger, die sich ablehnend geäussert haben, von der nachträglichen Stimmereinreichung auszuschliessen. Nicht möglich ist dies bei den Stimmabgaben, die entweder über den unabhängigen Stimmrechtsvertreter oder über die SIX SIS AG ausgeübt wurden, da hier die Emittentin keine Visibilität über deren Stimmverhalten hat.

Weiter hat der Gesetzgeber nicht spezifisch geregelt, wie mit Handänderungen umzugehen ist, die innerhalb von zwei Monaten nach der Versammlung vorgenommen werden. Insbesondere die Frage, ob diese Änderungen nachträglich zu berücksichtigen sind, lässt der Gesetzgeber unbeantwortet. Da es jedoch nicht Sinn und Zweck des Gesetzgebers gewesen sein kann, dass An-

⁸¹ Explizit so Kuhn, Art. 1172, CHK OR, Rz. 2; keine entsprechenden Aussagen: Lang/Klöti, Art. 1172, OFK OR, Rz. 2 und Reutter/Steinmann, Art. 1172 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 2.

⁸² Ziegler, Art. 1172, BK OR, Rz. 3.

leihen bei Weiterverkauf ein zweimaliges Stimmrecht erhalten, haben gemäss der Ansicht der Autoren lediglich diejenigen Anleihegläubiger, die zum Zeitpunkt der Anleihegläubigerversammlung die Anleihe zu Eigentum oder Nutzniessung hielten, ein Stimmrecht.

Um eine Doppelzählung zu vermeiden, muss durch die nachträglich abstimmenden Anleihegläubiger jeweils ein Bestätigungsschreiben der Depotbank beigebracht werden, welches ausweist, dass die Anleihen bereits seit vor der Versammlung durch den Anleihegläubiger gehalten und sodann auch keine Instruktionen über die SIX SIS AG erteilt wurden. Somit soll sichergestellt werden, dass keine Doppelstimmabgaben nachträglich erfasst werden.

Schliesslich setzt Art. 1172 Abs. 2 OR voraus, dass die nachträglichen Stimmen schriftlich und in beglaubigter Form dem Leiter der Versammlung beigebracht werden. Weiter muss eine gültige Anleihegläubigerversammlung durchgeführt worden sein und mindestens ein Anleihegläubiger dem Beschluss zugestimmt haben.⁸³ Art. 6 Abs. 1 GGV sieht schliesslich vor, dass von einem nachträglich zustande gekommenen Beschluss eine öffentliche Urkunde errichtet werden muss.

2. Gerichtlicher Genehmigungsprozess

Gemäss Art. 1176 OR bedürfen Beschlüsse, die einen Eingriff in die Gläubigerrechte beinhalten, einer Genehmigung durch die obere kantonale Nachlassbehörde. Als solche Eingriffe werden unter anderem die Massnahmen nach Art. 1170 OR bezeichnet. Keiner gerichtlichen Genehmigung bedürfen Eingriffe in die Gläubigerrechte, welche nicht in Art. 1170 OR vorgesehen sind; solche Eingriffe benötigen die Zustimmung sämtlicher Anleihegläubiger. Entsprechend ist der Schutz durch eine nachgängige gerichtliche Genehmigung nicht notwendig.⁸⁴

a) Prozessuales / Aktivlegitimation

Die Emittentin hat einen entsprechenden Antrag auf Genehmigung innert einer Frist von einem Monat nach Zustandekommen des Beschlusses (entweder nach Versammlung der Anleihegläubiger oder nach dem nachträglichen Zustandekommen eines Beschlusses nach Art. 1172 Abs. 2 OR)⁸⁵ der oberen kantonalen Nachlassbehörde zu unterbreiten. Grundsätzlich ist lediglich die

⁸³ Reutter/Steinmann, Art. 1172 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 2.

⁸⁴ Reutter/Steinmann, Art. 1176 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 3.

⁸⁵ Siehe hierzu oben in [Ziff. IV.1](#).

Emittentin aktivlegitimiert, die Genehmigung der an der Anleihegläubigerversammlung gefassten Beschlüsse zu beantragen. Sollte die Emittentin jedoch die Genehmigung nicht innert Frist beantragen, so kann jeder Anleihegläubiger gegen die Emittentin auf Leistung und Einreichung der Beschlüsse klagen.⁸⁶ Die Emittentin kann also durch das Nicht-Tätigwerden keinen (gültigen) Beschluss verhindern. Bei der Monatsfrist nach Art. 1176 Abs. 2 OR handelt es sich also um eine Ordnungsfrist und der verspätete Genehmigungsantrag hindert nicht deren Gültigkeit. Dies ist darauf zurückzuführen, dass ein von der Versammlung gefasster Beschluss sofort gültig ist, jedoch erst mit der nachträglichen Genehmigung für nichtzustimmende Anleihegläubiger wirksam und verbindlich wird.⁸⁷

b) Verweigerungsgründe

aa) Allgemein

Die Genehmigung durch die obere kantonale Nachlassbehörde kann nur innert engen Grenzen verweigert werden. Das Gesetz hält in Art. 1177 OR eine abschliessende Liste von Verweigerungsgründen fest, welche hinsichtlich der Privatautonomie der Anleihegläubiger lediglich einschränkend ausgelegt werden dürfen.⁸⁸

- **Verletzung von Verfahrensvorschriften:** In Ziff. 1 sieht der Gesetzgeber vor, dass die Genehmigung zu verweigern ist, wenn die Vorschriften (sowohl gesetzliche als auch vertragliche) über die Einberufung und das Zustandekommen der Beschlüsse der Versammlung verletzt worden sind. Ziff. 1 behandelt somit Fehler im Zusammenhang mit den formellen Voraussetzungen. Ebenfalls erfasst ist das in Art. 1175 OR vorgesehene Zurverfügungstellung einer geprüften Zwischenbilanz respektive eines aktuellen (Bilanz-) Status.⁸⁹
- **Keine Abwendung einer finanziellen Notlage:** Mit Ziff. 2 macht der Gesetzgeber klar, dass es sich bei den Massnahmen in Art. 1170 OR (respektive der Anleihegläubigerversammlung insgesamt) um ein ausserordentliches Instrument handelt. Die Genehmigung kann sodann verweigert werden, wenn die Massnahme sich für die Abwendung einer Notlage als nicht notwendig erweist. Die Notlage muss dabei noch nicht eingetreten sein; es

⁸⁶ Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 5 und 7.

⁸⁷ Reutter/Steinmann, Art. 1176 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 4.

⁸⁸ Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1; gleicher Meinung auch Roesler, 170.

⁸⁹ Roesler, 170. Zum Erfordernis des Status im Allgemeinen, siehe oben in [Ziff. II.2](#).

reicht aus, wenn eine Notlage droht.⁹⁰ Als typisches Beispiel ist an den Fall zu denken, in welchem die Emittentin nicht mehr in der Lage ist, die Anleihe am Fälligkeitsdatum zurückzuzahlen respektive eine anfallende Zinszahlung zu leisten.⁹¹

- **Gleichbehandlung der Anleihegläubiger:** Der Gesetzgeber wahrt in Ziff. 3 die gemeinsamen Interessen der Anleihegläubiger. Damit ist in erster Linie die Gleichbehandlung sämtlicher Anleihegläubiger (Art. 1174 Abs. 1 OR) gemeint.
- **Zustandekommen von Beschlüssen auf unredliche Weise:** Ziff. 4 statuiert schliesslich im Sinne eines Auffangtatbestandes (jedoch auch hier einschränkend auszulegen), dass die obere kantonale Nachlassbehörde die Genehmigung verweigern kann, wenn ein Beschluss *auf unredliche Weise* zustande gekommen ist. Von einem unredlichen Zustandekommen kann beispielsweise die Rede sein, wenn die Anleihegläubiger getäuscht wurden, beispielsweise durch falsche Informationen (in dem zur Verfügung gestellten Status oder in der Einberufung selbst). Hierbei spielt es keine Rolle, ob die Unredlichkeit von der Emittentin selbst oder einem Dritten (inklusive von Anleihegläubigern) ausging. Ausschlaggebend ist lediglich, ob die unredliche Handlung kausal auf das Zustandekommen des Beschlusses gewirkt hat.⁹²

bb) Spezialfall: Consent Fee

Als gängiges Beispiel für eine unredliche Vorkehrung wird in der Literatur jeweils der Stimmenkauf genannt.⁹³ Beim Stimmenkauf handelt es sich um eine Stimmabgabe entsprechend der Weisung des Stimmenkäufers gegen Entgelt respektive Einräumung anderweitiger besonderer Vorteile. Der Stimmenkauf stellt im Grundsatz eine Stimmrechtsbeschränkung dar,⁹⁴ wobei die Mehrheit der Lehrmeinungen von der Sittenwidrigkeit des Stimmenkaufs *eo ipso* ausgeht.⁹⁵

⁹⁰ Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 4.

⁹¹ Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 4 mit Verweis auf BGE 89 II 344 ff., bestätigt im Urteil des Bundesgerichts 7B.156/2006 vom 13. Oktober 2006. Das Zürcher Obergericht geht noch weiter und bejaht bereits eine Notlage, wenn sich die Emittentin ohne die Verlängerung der Anleihe nicht mehr refinanzieren könnte und dadurch die Gefahr bestehen würde, dass die Banken als kurzfristige Geldgeber ihr Geld zurückverlangen, bevor die Anleihe fällig wäre (OGer ZH, in: Nr. 93/2011 E. 3 c).

⁹² Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 6.

⁹³ Siehe beispielhaft Roesler, 171; Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 6.

⁹⁴ Für einen Überblick zur Definition des Stimmenkaufs siehe Togni, Rz. 670 ff.

⁹⁵ Die Mehrheit der Lehrmeinungen geht von der Sittenwidrigkeit des Stimmenkaufs *eo ipso* aus; zumindest dann, wenn die Gegenleistung in keinem sachlichen Zusammenhang mit dem Eingehen der Stimmbindung steht. Siehe hierzu zusammenfassend Togni, Rz. 712, wo-

Davon abzugrenzen ist die sogenannte *consent fee*: Hierbei handelt es sich um das Angebot respektive Versprechen der Emittentin, sämtlichen Anleihegläubigern (unabhängig von ihrem Stimmverhalten) bei gültigem Zustandekommen der beantragten Massnahme einen besonderen (meist entgeltlichen) Vorteil zu gewähren. Beim Stimmenkauf hingegen verspricht die Emittentin meist nur gegenüber auserwählten Anleihegläubigern, diesen für ein bestimmtes Stimmverhalten einen besonderen Vorteil zu gewähren. Weiter wird die *consent fee* transparent kommuniziert. Sodann handelt es sich bei der *consent fee* grundsätzlich eher um eine *success fee*, die im Gegensatz zum Stimmenkauf die Gleichbehandlung der Anleihegläubiger stets gewährleistet.⁹⁶

Weiter anzumerken ist, dass es in der Praxis durchaus nicht untypisch ist, dass eine Massnahme nach Art. 1170 OR jeweils mit einem besonderen finanziellen Anreiz im Deckmantel einer Änderung der Anleihebedingungen gewährt wird. Als Beispiel kann die Anleihegläubigerversammlung der Meyer Burger Technology AG⁹⁷, welche im Jahr 2016 eine Versammlung durchgeführt hat, herangezogen werden. Im Gegenzug für den Verzicht der Anleihegläubiger auf vorzeitige Rückzahlung der Anleihe hat die Emittentin sich bereit erklärt, den Anleihegläubigern einen höheren Zinssatz und tieferen Wandelpreis zu gewähren. Entsprechend ist nicht einzusehen, inwiefern die *consent fee*, die ökonomisch das Gleiche bewirkt, einen nicht zulässigen Stimmenkauf und somit eine unredliche Handlung und konsequenterweise also einen Verweigerungsgrund darstellen soll.

bei Togni festhält, dass die meisten (der untersuchten) Autoren lediglich die Sittenwidrigkeit festhalten, ohne eine weitere vertiefte Begründung anzubieten. Togni's detaillierte Auseinandersetzung der vom Schrifttum angebotenen Begründungen führt zum Ergebnis, dass nach überwiegender Ansicht im Schrifttum der Stimmenkauf nicht sittenwidrig ist. Gemäss Togni ist der Stimmenkauf nicht bereits aufgrund seiner Entgeltlichkeit als sittenwidrig zu qualifizieren. Damit von einer Sittenwidrigkeit ausgegangen werden kann, müssten weitere Elemente hinzukommen, die den Stimmenkauf als Umgehungsgeschäft qualifizieren würden (siehe hierzu Togni, Rz. 714). Diese Meinung überzeugt, umso mehr bei Anleihen. Gläubiger einer Anleihe haben primär (wenn nicht gar ausschliesslich) finanzielle Interessen. Es ist nicht einzusehen, weshalb es der Emittentin oder aber auch anderen Anleihegläubigern verwehrt bleiben soll, einen finanziellen Anreiz zu schaffen, um für eine erwünschte Massnahme das notwendige Quorum aufzubringen. Die bundesgerichtliche Rechtsprechung hat die Frage der Sittenwidrigkeit des Stimmenkaufs bislang sodann offengelassen (vgl. BGE 109 II 43).

⁹⁶ Als Beispiel für eine solche *consent fee* ist die Anleihegläubigerversammlung 2024 der Idorsia Ltd. zu nennen, bei der für das gültige Zustandekommen der beantragten Massnahmen sämtlichen Anleihegläubigern Aktien der Gesellschaft proportional zu ihrem Anleihensanteil versprochen wurden.

⁹⁷ Vgl. Schoch/Sieber/Hoti, 197.

c) Widerruf

Als Korrektiv sieht Art. 1179 OR vor, dass innert sechs Monaten nach Kenntnissnahme einer unredlichen Handlung auf Begehren eines Anleihegläubigers die obere kantonale Nachlassbehörde die Genehmigung ganz oder teilweise widerrufen kann, wobei die Emittentin zur Anfechtungsklage nicht aktivlegitimiert ist.⁹⁸

d) Abgrenzung zu Art. 1182 OR

Vom gerichtlichen Genehmigungsprozess in Art. 1176 OR abzugrenzen ist die Möglichkeit der Anfechtung von Beschlüssen im Sinne der Art. 1180 und 1181 OR. Solche Beschlüsse der Anleihegläubiger sind sofort und uneingeschränkt gültig.⁹⁹

V. Fazit

Die Versammlung der Anleihegläubiger ist auf dem Schweizer Anleihemarkt ein Exot, weshalb eine gefestigte Rechtspraxis nicht bzw. nur in Bruchstücken vorhanden ist. In Kombination mit der teilweise stark veralteten und nur spärlich vorhandenen Gesetzgebung stellen sich in der Praxis einige rechtliche Herausforderungen, die bisher keiner gerichtlichen Prüfung unterzogen wurden. Dies tritt insbesondere dann zu Tage, wenn die Konstellationen vom gesetzlich vorgesehenen Standard-Prozedere abweichen, also insbesondere dann, wenn die Anleihegläubigerversammlung auf Verlangen der Anleihegläubiger einberufen wurde.

Da aufgrund der Seltenheit von Anleihegläubigerversammlungen die in diesem Beitrag angesprochenen praktischen Fragen in der näheren Zukunft kaum durch eine umfassende gerichtliche Klärung beantwortet werden dürften, wäre es am Gesetzgeber, das Anleiherecht und vor allem das Recht der Anleihegläubigerversammlung umfassend zu modernisieren. Mit einer solchen Modernisierung könnte auch dem Gedanken der Privatautonomie stärker Rechnung getragen werden und es Emittenten ermöglichen, die Verfahren für Anleihegläubigerversammlungen in den Anleihebedingungen selbst zu regeln. Gleichzeitig würde eine angemessene Modernisierung des Rechts der Anleihegläubigerversammlung einen Beitrag zur Steigerung der Attraktivität des schweizerischen Anleihemarkts leisten.

⁹⁸ Reutter/Steinmann, Art. 1179 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 1.

⁹⁹ Reutter/Steinmann, Art. 1182 OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. 2.

Literaturverzeichnis

- Appenzeller Hansjürg, Stimmbindungsabsprachen, in: Forstmoser Peter (Hrsg.), Kapitalgesellschaften: Rechtsvergleichung und internationales Privatrecht, in: Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 173, Zürich 1996.
- Bauer Thomas/Luginbühl Tanja, Art. 293c, in: Staehelin Daniel/Lorandi Franco (Hrsg.), Basler Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs Band II, Basel 2021, Rz. 3 (zit. Bauer/Luginbühl, Art. 293c, BSK SchKG II, Rz. 3).
- Bösch René, Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Weber Rolf H./Stoffel Walter A./Chenau Jean-Luc/Sethe Rolf (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2017, 495 ff.
- Bösch René/Leisinger Benjamin, Art. 1170 – 1182, in: Honsell Heinrich (Hrsg.), Kurzkommentar OR, Art. 1-1186 OR, Basel 2026 (zit. Bösch/Leisinger, Art. ..., KuKo OR, Rz. ...).
- Daeniker Daniel, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Universität Zürich, Zürich 1992 (= SSW 142).
- Dubs Dieter, Art. 698-706b, Berner Kommentar, Obligationenrecht, Das Aktienrecht, Kommentar der ersten Stunde, Die Generalversammlung, Bern 2023, 383 ff. (zit. Dubs, Art. ..., BK OR, Rz. ...).
- Dubs Dieter/Truffer Roland, Art. 700, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530-964l OR, 6. A., Basel 2023, Rz.10 (zit.Dubs/Truffer, Art. 700, BSK OR II, Rz. 10).
- Kuhn Hans, Art. 1165 – 1175, in: Roberto Vito/Trüeb Hans Rudolf (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere, Bucheffektengesetz, 4. Aufl., Zürich 2024 (zit. Kuhn, Art...., CHK OR, Rz. ...).
- Lang Christoph/Klöti Urs, Art. 1165 – 1175, in: Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Roland (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar zum schweizerischen Obligationenrecht, 4. A., Zürich 2023, (zit. Lang/Klöti, Art. ..., OFK OR, Rz. ...).
- Nikitine Alexander, Art. 689c, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530-964l OR, 6. A., Basel 2023 (zit. Nikitine, Art. 689c, BSK OR II, Rz. ...)
- Reutter Thomas/Steinmann Christian, Art. 1165 – 1182, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Wertpapierrecht, Art. 965-1186 OR inkl. Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen und Art. 108a-108d IPRG, Basel 2012 (zit. Reutter/Steinmann, Art. ... OR, BSK Wertpapierrecht, Rz. ...)-Bearbeiter).
- Roesler Lukas, in: Restrukturierung von Bonds, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), EIZ, Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII – Tagungsband 2022, Band 233, 151 ff.
- Schenker Urs, Sanierungsmassnahmen bei Obligationenanleihen, in: Sprecher Thomas (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Zürich 2011, 203 ff.

- Schoch Daniel/Sieber Andrea/Hoti Sadri, Bondrestrukturierungen in der Praxis – Rechtliche und praktische Herausforderungen bei der Änderung von Anleihebedingungen, GesKR 2/2017, 197ff.
- Tanner Brigitte, Art. 700, in: Roberto Vito/Trüb Hans Rudolf (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere, Bucheffektengesetz, 4. Aufl., Zürich 2024, Rz. 2 (zit. Tanner, Art. 700, CHK OR, Rz. 2).
- Togni Lorenzo, Standstill Agreements nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, aktienrechtliche und börsenrechtliche Aspekte, Diss. Universität St. Gallen, Zürich 2010 (= SSHW 293).
- Ziegler August, Art. 1165 – 1186, Berner Kommentar, Obligationenrecht, Anleihensobligationen: 6. Titel, Art. 1156-1186 OR, Bern 1950 (zit. Ziegler, Art. ..., BK OR, Rz. ...).

De-Fi und Fintech – zwischen Regulierung und Innovation

Schranken und Opportunitäten am Beispiel von Staking und Stablecoins

Thomas Müller, Jan Schmid

Inhalt

I.	Einführung	83
II.	Regulierung von Technologie und Innovation	84
1.	Strategische Ziele der FINMA	84
2.	Gesetzliche Ziele der FINMA	85
3.	Jüngste Regulierungsprojekte	86
III.	Regulatorische Umsetzung beim Staking	91
1.	Staking	91
2.	Varianten von Staking	92
3.	Risiken beim Staking	93
4.	Regulatorische Einordnung von Staking	94
a)	Staking durch eine Bank/Wertpapierhaus	94
b)	Staking durch unbewilligte Marktteilnehmer	96
c)	Konsequenzen	97
IV.	Regulatorische Umsetzung bei Stablecoins	97
1.	Stablecoins	98
2.	Risiken von Stablecoins	98
3.	Regulatorische Einordnung von Stablecoins	99
4.	Konsequenzen	101
V.	Regulierung von Staking und Stablecoins im internationalen Vergleich	102
VI.	Schlussfolgerungen	103
	Literaturverzeichnis	103

I. Einführung

Dezentralisierte Finanzsysteme (DeFi) und Fintech-Anwendungen gewinnen zunehmend an Bedeutung und stellen traditionelle Finanzmärkte wie auch Aufsichtsbehörden vor neue Herausforderungen. Die technologischen Entwicklungen eröffnen vielfältige Chancen, etwa in Bezug auf Effizienz, Trans-

parenz und Inklusion. Gleichzeitig treten regulatorische Unsicherheiten und rechtliche Schranken zutage, insbesondere bei neuartigen Transaktionen wie dem Staking und der Ausgabe bzw. Nutzung von Stablecoins. Je nachdem, wie stark Chancen oder Risiken gewichtet, kann das Regulierungsspendel entweder in Richtung Innovationsförderung oder in Richtung Risikominimierung ausschlagen. Ziel dieses Beitrags ist es, ausgewählte Entwicklungen im Bereich DeFi und Fintech unter dem regulatorischen Gesichtspunkt zu beleuchten. Anhand der Beispiele Staking und Stablecoins wird aufgezeigt, wie sich die regulatorische Umsetzung gestaltet und wo weiterhin Klärungsbedarf besteht.

II. Regulierung von Technologie und Innovation

I. Strategische Ziele der FINMA

Die FINMA ist die zentrale Aufsichtsbehörde für den Schweizer Finanzmarkt. Auch im Bereich der Regulierung von Technologie und Innovation kommt ihr eine Schlüsselrolle zu. Alle vier Jahre legt die FINMA ihre strategischen Ziele fest. Die strategischen Ziele leiten sich aus dem gesetzlichen Auftrag der FINMA ab, der im Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) normiert ist. Damit schlagen die strategischen Ziele eine Brücke zwischen dem gesetzlichen Auftrag und der konkreten Tätigkeit der FINMA. Die FINMA hat im Oktober 2024 ihre strategischen Ziele für die Jahre 2025 bis 2028 formuliert. Das Papier enthält – wie bereits sein Vorgänger – einen Abschnitt zu Technologie und Innovation. Der Regulator schreibt dazu: «Der rasche Fortschritt der Finanztechnologien bietet bedeutende Chancen, birgt aber auch neue Risiken. Die FINMA integriert diese Fortschritte in ihre Aufsichtstätigkeit, damit ein hohes Mass an Sicherheit und Vertrauen bei der Anwendung von neuen Technologien im Finanzbereich gewahrt bleibt. Indem die FINMA sicherstellt, dass neue Technologien im Einklang mit den Vorschriften genutzt werden, schützt sie die Interessen der Kundinnen und Kunden und bewahrt den Ruf des Schweizer Finanzmarktes.»¹

Zwar ist in diesem Abschnitt auch von Chancen die Rede. Die FINMA fokussiert aber auf Risiken. Sie will Sicherheit, die Interessen der Anleger schützen und für die Einhaltung der Vorschriften sorgen. Dies ist sicherlich keine Überraschung, entspricht der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und der Schutz der Anleger gerade dem gesetzlichen Auftrag der FINMA.² Bemer-

¹ FINMA, Strategische Ziele der FINMA 2025 bis 2028, 4.

² Art. 5 des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG, SR 956.1).

kenswert ist, dass die FINMA noch im Jahre 2020 einen anderen Tonfall eingeschlagen hat.

Bereits im Strategiepapier für die Jahre 2021 bis 2024 hat sich die FINMA zum technologischen Fortschritt geäussert. Die FINMA führte aus: «Innovation ist eine Grundvoraussetzung für die Zukunftsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz. Dank dem technologischen Fortschritt und dem Aufbrechen von Wertschöpfungsketten können Finanzdienstleistungen effizienter oder kundenfreundlicher erbracht werden. Dabei eröffnen sich Möglichkeiten für neue Anbieter und Geschäftsmodelle. Diese Entwicklungen werfen aber auch Fragen im Bereich des Datenmanagements und des Kundenschutzes auf. Zudem sind sie mit bedeutenden Risiken verbunden, so beispielsweise mit der Gefahr von Cyberangriffen.»³

Auch damals sah die FINMA Chancen und Risiken. Meines Erachtens wurden die Chancen aber weit mehr gewichtet als die Risiken. Mit anderen Worten: Erst die Chancen, dann die Risiken. Zuerst die Zukunftsfähigkeit und der technologische Fortschritt, dann die Regulierung von Cyberrisk-Management, wie dies die FINMA mit dem Rundschreiben 2023/1 Operative Risiken und Resilienz – Banken getan hat.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die FINMA einen Spagat zwischen den Chancen und Risiken neuer Technologien machen muss. Die Risiken erscheinen im Vergleich zu den Chancen in den aktuellen strategischen Zielen 2025 bis 2028 stärker gewichtet als in der Vorgängerversion. Dieser Spagat wurde dem Regulator in die Wiege, oder besser als Ei ins Nest gelegt, denn der potenzielle Zielkonflikt findet sich bereits in den gesetzlich normierten Zielen der FINMA.

2. Gesetzliche Ziele der FINMA

Die gesetzlichen Ziele der FINMA sind in Art. 4 FINMAG normiert. Demnach bezweckt die Finanzmarktaufsicht nach Massgabe der Finanzmarktgesetze den Schutz der Gläubigerinnen und Gläubiger, der Anlegerinnen und Anleger, der Versicherten sowie den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Sie trägt damit zur Stärkung des Ansehens und der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz bei.⁴ Die FINMA erlässt dort Verordnungen, wo die Finanzmarktgesetze ihr entsprechende Kompetenzen einräumen, und konkretisiert die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung durch Rundschreiben.⁵

³ FINMA, Strategische Ziele der FINMA 2021 bis 2024.

⁴ Art. 4 FINMAG.

⁵ Art. 7 Abs. 1 FINMAG.

Der Gesetzgeber ist, wie Art. 7 Abs. 1 FINMAG vermuten lässt, nicht davon ausgegangen, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit und die Zukunftsfähigkeit allein aus dem Schutz der Gläubiger, Anleger und Versicherten sowie dem Schutz der Funktionsfähigkeit ergibt. Art. 7 Abs. 2 lit. b FINMAG verpflichtet die FINMA, nebst anderen Grundsätzen, immer zu berücksichtigen, wie sich die Regulierung auf den Wettbewerb, die Innovationsfähigkeit und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz auswirkt.

Hier zu navigieren ist nicht einfach. Möglicherweise, und meines Erachtens ist davon auszugehen, wird das Regulierungsspendel, trotz dem aktuellen Wandel auf einem anderen nicht unbedeutenden Markt, in den nächsten Jahren wieder in die andere Richtung ausschlagen, nämlich hin zu mehr Regulierung. Die aktuellen strategischen Ziele der FINMA scheinen dies erahnen zu lassen. In Bezug auf DeFi und Fintech waren wohl weniger der Zusammenbruch der Krypto-Handelsplattform FTX oder der Konkurs der FlowBank in der Schweiz für einen bestimmten Sinneswandel ausschlaggebend. Vielmehr war es eine Fusion auf dem Schweizer Bankenplatz, die den Regulator zu mehr Vorsicht verleitet hat. Die aktuelle Situation ähnelt den Umständen, die zur Einführung der FIDLEG-Regulierung geführt haben. Der Kollaps von Lehman Brothers im Jahre 2008 und der damit verbundene Verlust einer aus heutiger Sicht eher kleinen Anzahl Investoren in strukturierten Produkten, die von einer Schweizer Grossbank vertrieben wurden, hat den Stein damals in Rollen gebracht. Ebenso könnte es sich mit der Regulierung von innovativen Technologien verhalten. FinTech und DeFi dürften künftig nicht primär nach ihrer Technikoffenheit beurteilt, sondern vor allem nach ihrem Governance- und Risikoprofil.

3. Jüngste Regulierungsprojekte

Meiner Meinung nach hat die FINMA in den letzten Jahren die ihr auferlegten Regulierungsgrundsätze im Bereich Fintech gut bis sehr gut umgesetzt. In der jüngsten Vergangenheit wurden verschiedene Regulierungsprojekte initiiert, von denen einige im Folgenden näher erläutert werden.

- FINMA errichtet Fintech-Desk (2016)
- Anpassung der Sorgfaltspflichten bei der Aufnahme von Geschäftsbeziehungen über digitale Kanäle (2016/2021)
- FINMA veröffentlicht Wegleitung zu Initial Coin Offerings (ICOs; 2018)
- Einführung Fintech-Lizenz (2019)
- Anpassungen der Bestimmungen über die Sandbox (2019)
- Einführung des Bundesgesetzes über die Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register (2021) und

Einführung der Distributed-Ledger-Technology-Vorlage (DLT-Gesetz) mit Änderungen im Finanzmarktinfrastrukturrecht (2021)

- Zahlreiche Anpassungen des Geldwäschereigesetzes sowie Veröffentlichungen und Aufsichtsmitteilungen der FINMA (unter anderem zu Staking und Stablecoins)
- SIF arbeitet an einer Anpassung des Finanzmarktrechts bezüglich innovativer Geschäftsmodelle

Anders als andere Regulatoren, hat sich die FINMA dem Thema Finanztechnologie nicht verweigert, sondern bereits im Jahre 2016 einen Fintech-Desk errichtet.⁶ Der Fintech-Desk bündelt im Wesentlichen alle Anfragen im Zusammenhang mit Fintech und prüft bereits im Vorfeld von Gesuchen Projekte, die zu einem Fintech-Bewilligungsverfahren führen könnten. Das bedeutete in erster Linie ein Aufbau von internem Knowhow und Marktnähe. Die Vorprüfung ermöglicht es der FINMA, sich mit den Grundzügen des Projekts vertraut zu machen und eine erste Einschätzung der regulatorischen Situation vorzunehmen. Die Projektinitianten erhalten so frühzeitig Informationen über allfällige Bewilligungshindernisse oder andere wichtige Aspekte.

Die von der FINMA veröffentlichte Initial Coin Offerings (ICOs) Wegleitung im Jahre 2018 war ein unaufgeregtes Papier. Das Dokument unterscheidet zwischen Token mit Zahlungsfunktion (Zahlungstoken; gleichbedeutend mit reinen Kryptowährungen), Token mit Nutzungsfunktion (Nutzungstoken) und Token mit Anlagefunktion (Anlagetoken bzw. Asset-Token), wobei auch Mischformen (sog. hybride Token) möglich sind. Bekanntlich hat die FINMA in der ICOs-Wegleitung vor allem stipuliert, dass kreierte Token an sich nichts anderes seien als Mittel zum Nachweis, Aufbewahrung und Übertragung von Rechten.⁷ Demnach kommt es formal nicht darauf an, ob Mitgliedschafts- und Forderungsrechte in Form von einer Urkunde physisch verbrieft werden, als Wertrechte oder Bucheffekten und heute als DLT-Wertrechte ausgegeben werden. Entscheidend ist der Inhalt des Rechts.

Der Inhalt des Rechts bestimmt, ob die Ausgabe beispielsweise der Geldwäschereigesetzgebung untersteht, wie bei der Schaffung und Ausgabe von Zahlungstoken,⁸ oder ob ein Prospekt erforderlich ist, namentlich bei der Immission von Forderungsrechten oder Mitgliedschaftsrechten, wenn die Prospektpflicht nach FIDLEG erfüllt ist.⁹ Die FINMA spricht hier von den As-

⁶ FINMA, Jahresbericht 2016, 24.

⁷ FINMA, ICOs-Wegleitung 2018.

⁸ FINMA, Jahresbericht 2018, 30.

⁹ Art. 35 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

set-Token.¹⁰ Zusätzlich gibt es noch die unregulierten Nutzungstoken. Diese können einen Zugang zu einer Plattform oder den Informationsaustausch ermöglichen. Deren Ausgabe und Übertragung sind nicht reguliert.¹¹ Werden diese gegen eine Entschädigung ausgegeben, kann auf dem Betrag die Mehrwertsteuer anfallen.¹²

Die ICOs-Wegleitung wurde im Jahre 2019 bezüglich der Stablecoins ergänzt.¹³ Dies vordergründig im Zusammenhang mit dem Libra-Projekt (später unbenannt in Diem) von Meta (ehemals Facebook), welches mit einem stabilen und grenzüberschreitend nutzbaren Stablecoin ein globales digitales Zahlungsmittel auf Blockchain-Basis schaffen wollte. In ihrem Jahresbericht 2021 hat die FINMA ausgeführt, dass Stablecoin-Herausgeber gemäss dem Geldwäschereigesetz (GwG) dafür sorgen müssen, dass sämtliche über die Stablecoins verfügenden Personen vom Emittenten selbst oder von angemessen beaufsichtigten Finanzintermediären hinreichend identifiziert werden. Wie anonyme Konten sollen auch anonyme Stablecoins verboten sein.¹⁴ Im Juli 2024 veröffentlichte die FINMA eine Aufsichtsmitteilung zur Herausgabe von Stablecoins,¹⁵ die nachstehend näher erläutert wird.

Die Fintech-Lizenz wurde 2019 von der FINMA eingeführt, um Innovationen im Finanzsektor zu fördern. Der Gesetzgeber beabsichtigte eine Bewilligung mit erleichternden Anforderungen. Die Lizenz ermöglicht FinTech-Unternehmen Publikumseinlagen von bis zu CHF 100 Millionen entgegenzunehmen, ohne diese anzulegen oder zu verzinsen. Seit ihrer Einführung wurde die Fintech-Lizenz viermal erteilt.

Ebenfalls im Jahr 2019 hat der Bundesrat Anpassungen an den Bestimmungen zur Sandbox vorgenommen. Im Bereich von Kryptowährungen bezeichnet eine Sandbox (engl. für Sandkasten) ein reguliertes Testumfeld, in dem neue Finanztechnologien wie Krypto-Projekte, Blockchain-Anwendungen oder Fintech-Innovationen unter Aufsicht, aber mit erleichterten regulatorischen Anforderungen erprobt werden können. Innerhalb der Sandbox-Ausnahmeregelung ist es Unternehmen möglich, die bis zum Schwellenwert von CHF 1 Million entgegengenommenen Publikumseinlagen anzulegen. Untersagt ist jedoch das Zinsdifferenzgeschäft, das weiterhin den Banken vorbehalten bleibt.¹⁶

¹⁰ FINMA, ICOs-Wegleitung 2018, 5.

¹¹ FINMA, ICOs-Wegleitung 2018, 4.

¹² Vgl. Linder.

¹³ FINMA, Ergänzung ICOs-Wegleitung 2019.

¹⁴ FINMA, Jahresbericht 2021, 19–20.

¹⁵ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins.

¹⁶ Art. 6 Abs. 2 der Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014 (Bankenverordnung, BankV, SR 952.02).

Eine Dauerbaustelle war und ist die Geldwäschereiregulierung. Wenige Gesetze werden mit der gleichen Geschwindigkeit überarbeitet als das Geldwäschereigesetz. Die derzeit pendente Vorlage will ein eidgenössisches Register der wirtschaftlich berechtigten Personen von juristischen Personen einführen (Ultimate Beneficial Owner-Register bzw. Transparenzregister) und nimmt die Anwälte ins Visier (Sorgfaltspflichten). Für einmal liegt der Fokus weder auf DeFi noch Fintech. Auf die zahlreichen Änderungen des Geldwäschereigesetzes ist vorliegend nicht weiter einzugehen.

Stattdessen interessiert eine andere aktuelle Revisionsbemühung. Das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) arbeitet derzeit an einer Gesetzesvorlage zur Anpassung des Finanzmarktrechts hinsichtlich innovativer Geschäftsmodelle im Finanzbereich. Im Fokus stehen Zahlungsdienstleistungen (inklusive der Herausgabe von Stablecoins) und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kryptowährungen. Ziel ist die Veröffentlichung einer Vernehmlassungsvorlage im Sommer 2025.

Das SIF stellt sich dabei die Schaffung von neuen Bewilligungsarten vor, namentlich die eines Zahlungsdienstleistungsanbieters und eines Händlers mit kryptobasierten Vermögenswerten.¹⁷ Erstere soll die derzeitige Fintech-Lizenz ablösen und die Höhe der maximalen Einlage von CHF 100 Millionen auf CHF 5 Milliarden erhöhen. Der Händler für kryptobasierte Vermögenswerte setzt auf der DLT-Handelsplattform auf und soll ins FINIG integriert werden. Weiter will das SIF die Tokenklassifizierung der FINMA aus der ICOs-Wegleitung verfeinern, indem sie die Zahlungstoken in sogenannte reine Zahlungstoken, namentlich Stablecoins, und in übrige kryptobasierte Vermögenswerte einteilt.

Das SIF hat sicherlich zu Recht erkannt, dass sich weder Bitcoin noch Ether zu Zahlungstoken entwickelt haben. Transaktionen in Bitcoin sind schlicht zu langsam und zu teuer. Stattdessen hat sich Bitcoin zu einem Anlagetoken gemausert. Investoren investieren in Bitcoin, so als würden sie Gold kaufen.

Die Ausgabe von Zahlungstoken benötigt nach der Vorstellung des SIF einer Bewilligung als Anbieter von Zahlungsdienstleistungen, sofern die Gelder nicht verzinst werden und kein Aktivgeschäft betrieben wird. Hingegen bedarf die Ausgabe von übrigen kryptobasierten Vermögenswerten keine Bewilligung, der Handel, die Verwahrung und der Wechsel dagegen schon.

Es ist zu früh, auf die noch nicht veröffentlichte Vorlage einzugehen. Meines Erachtens krankt sie an einer zu hohen Komplexität sowie an einer unnötigen Kategorisierung, die über die Zeit nicht mehr zu treffend sein wird. Zudem hat

¹⁷ Vgl. Bericht des Bundesrates vom 1. Februar 2022 über Digital Finance: Handlungsfelder 2022, 15.

die Schaffung weiterer Lizenzen selten zu Innovationen geführt, sondern diese vielmehr gehemmt, da jede Bewilligung mit Schranken einhergeht.

Um die Finanzstabilität sicherzustellen, betont die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) in ihrem Expertenbericht, dass die SIF-Gesetzesvorlage nicht dazu führen darf, dass weniger streng regulierte Zahlungsdienstleister bei der Ausgabe von Stablecoins gegenüber Banken in eine Vorzugsstellung gelangen, da Banken die strengsten regulatorischen Anforderungen erfüllen und daher weiterhin für alle Tätigkeiten im Finanzsektor zugelassen sein müssen.¹⁸

Der Gesetzgeber sollte sich die folgenden Fragen stellen:

- Weshalb ist die Fintech-Lizenz kein Erfolgsrezept?
- Ist der Anlegerschutz wirklich zu wenig gewährleistet? Wo wird Anlegerschutz erwartet? Erwartet ein Anleger Schutz des Regulators, wenn er von einer nichtregulierten Gesellschaft kryptobasierte Vermögenswerte aufbewahren lässt? Der Anleger kann dies ohne weiteres bei einer regulierten Bank tun.
- Wo und bei welchen Transaktionen bedarf es aus der Prämisse der Geldwäschereiprävention strikte Regeln?

Meiner Ansicht nach ist aus Sicht des Kundenschutzes weder eine neue Lizenz des Zahlungsdienstleistungsanbieters noch des Händlers mit kryptobasierten Vermögenswerten erforderlich. Die bestehenden Lizenzen decken entsprechende Tätigkeiten genügend ab. Die Aufhebung der tiefen Schranken bei der Fintech-Lizenz ist aber wünschenswert. Kunden können schon heute etliche Kryptoangebote bei Banken nutzen. Die ZKB hat ihr Angebot im September 2024 erweitert.

Wir müssen uns die Fragen stellen:

- Was will die Politik?
- Wollen wir innovative Technologien fördern oder verhindern?
- Sollten wir nicht Freiräume schaffen und bewusst nicht regulierte Tätigkeiten zulassen?
- Gilt es nicht alte Zöpfe abzuschneiden, so die technologieneutrale Regulierung, die immer wieder gepredigt wird aber spätestens seit Einführung der DLT-Handelsplattform und der DLT-Wertrechte schlicht nicht mehr stimmt?
- Und ist der über allem schwebende Begriff der Bankeinlage, um den herum reguliert wird, noch aktuell?

¹⁸ SBGv, Expertenbericht, Stablecoins in der Schweiz, April 2025, 18.

Diese genannten Fragen lassen sich an den folgenden beiden Beispielen erläutern und teilweise beantworten.

III. Regulatorische Umsetzung beim Staking

Zum Staking hat die FINMA Ende Dezember 2023 eine Aufsichtsmitteilung publiziert.¹⁹ Dies nach einigen Monaten an Unsicherheit im Markt und nachdem die FINMA im Rahmen von Roundtables mitgeteilt hat, dass faktisch jede Stakingaktivität eine Bewilligungspflicht nach dem Bankengesetz auslöst. Weiter hätten Banken die digitalen Vermögenswerte in ihrer Bilanz ausweisen und mit hohen Summen an regulatorischem Kapital unterlegen müssen. Das Halten von digitalen Vermögenswerten in der Bilanz in Kombination mit den hohen Eigenkapitalanforderungen wäre für viele Dienstleister nicht rentabel gewesen, was in der Schweiz wohl einem Showstopper gleichkäme. Die Aufsichtsmitteilung gibt nun Aufschluss darüber, wie die FINMA die Finanzmarktgesetze im Kontext von Staking digitaler Vermögenswerte deutet und schafft somit Klarheit für Banken, Finanzinstitute und Anbieter in diesem Bereich.

I. Staking

In ihrer Aufsichtsmitteilung beschreibt die FINMA Staking als die Sperrung nativer kryptobasierter Vermögenswerte auf der Staking-Adresse eines Validator Nodes zur Teilnahme am Validierungsprozess einer Blockchain, die auf einem Proof-of-Stake-Konsensmechanismus basiert.²⁰ Beim Staking lassen Inhaber von bestimmten Kryptowährungen diese sperren, um damit die Sicherheit und den Betrieb eines Blockchain-Netzwerks zu unterstützen. Der Validator-Node überprüft, ob die zur Blockchain hinzugefügten Transaktionen korrekt sind und den festgelegten Regeln entsprechen.²¹

Als Alternative zu Proof-of-Work (PoW) Netzwerken, die Mining zur Validierung von Transaktionen verwenden (wie Bitcoin), ist Proof-of-Stake (PoS) ein Konsensmechanismus in Blockchain-Netzwerken, bei dem die Teilnehmer eine bestimmte Menge an Kryptowährung als Sicherheit hinterlegen, um die Validierung von Transaktionen und die Erstellung neuer Blöcke zu unterstützen, die auf den spezifischen Regeln des PoS-Protokolls basieren. Dadurch wird sichergestellt, dass alle Transaktionen ohne einen zentralen Betreiber

¹⁹ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 5.

²⁰ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 3.

²¹ FINMA, Jahresbericht 2024, 54.

oder Vermittler überprüft und gesichert werden.²² Während dem Staking Prozess ist die Sicherheit blockiert.²³

Falls ein Validator oder ein Staking Service Provider, der selbst Validator-Knoten betreibt, böswillig handelt oder bei der Bereitstellung von Validierungsdiensten gegen die Netzwerkregeln verstösst, riskiert er eine Bestrafung. Dabei spricht man von Slashing.²⁴ Solches Slashing kann zum teilweisen oder – in extremen und sehr seltenen Fällen – zum vollständigen Verlust des eingesetzten Betrags führen, was als Anreiz gegen die Verletzung der Protokollregeln dient. Diesem Einsatz bei Validierungsdiensten kommt damit eine Schlüssel-funktion zu. Als Belohnung für das Staking erhalten Teilnehmer eine Entschädigung bzw. Belohnung, die sog. Staking-Rewards.²⁵ Staking kennt damit Zuckerbrot und Peitsche.

2. Varianten von Staking

Das Staking kann je nach Blockchain ganz unterschiedlich ausgestaltet werden, namentlich die Dauer der Blockierung der Sicherheit und die Höhe des Staking-Reward können stark variieren. Auch bei der Ausgestaltung der Struktur gibt es Unterschiede. Die FINMA unterscheidet in ihrer Aufsichtsmitteilung zwischen dem Custodial Staking – wohl der Grundform und vorliegend vom grössten Interesse – und dem Non-Custodial Staking.²⁶

Beim Custodial Staking überträgt der Berechtigte die kryptobasierten Vermögenswerte auf einen Dienstleister. Entweder betreibt der Dienstleister den Validator Node selbst oder er lagert dessen Betrieb an einen technischen Dienstleister aus. Der Dienstleister verwahrt die Withdrawal Keys zur Rücknahme der gestakten kryptobasierten Vermögenswerte des Kunden selbst (sog. Direct Staking). Dabei können sich ganze Staking-Ketten bilden. Von einer Staking-Kette ist die Rede, wenn die zu stakenden kryptobasierten Vermögenswerte vom Dienstleister mit der Kundenbeziehung an einen Dritten oder mehrere Dritte weitergegeben werden, die den Validator Node betreiben und über die Withdrawal Keys verfügen. Der erste Custodian überträgt somit die Vermögenswerte an immer weitere Dienstleister bis schliesslich zum Betreiber des Nodes.²⁷

²² Stiller/Rodrigues/Nezhadsistani.

²³ MacCabe/Tschudi/Zellweger-Gutknecht.

²⁴ Müller/Nagel m.w.H.

²⁵ Maurenbrecher Benedikt/Leisinger Benjamin, Decentralized Finance (Teil 1), SJZ 2022, 654.

²⁶ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 4.

²⁷ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 4.

Anders verhält es sich beim Non-Custodial Staking. Bei dieser Konstellation behält der Kunde die ausschliessliche Kontrolle über die Private Keys der Kryptowerte und damit letztlich die Kontrolle über diese Vermögenswerte, sofern sie nicht durch Staking blockiert sind. Es erfolgt keine Verwahrung oder Entgegennahme von Vermögenswerten durch Dritte.²⁸

3. Risiken beim Staking

Bei der Nutzung von Staking-Diensten weist die FINMA gemäss ihrem Aufsichtsschreiben auf verschiedene Risiken hin.²⁹

Zunächst besteht ein technisches Risiko einer Fehlfunktion beim Staking-Vorgang. Zudem kann es zu sogenannten Slashing-Vorfällen kommen, wenn sich ein Validator Node fehlerverhält. Solche Sanktionen können auch automatisch ausgelöst werden, etwa wenn der Validator Node aufgrund technischer Störungen oder unzureichender Massnahmen im Bereich Business Continuity Management offline geht.

Sodann gibt es ein Gegenparteirisiko. In der Schweiz herrscht derzeit Unsicherheit über die insolvenzrechtliche Behandlung von gestakten kryptobasierten Vermögenswerten in gewissen Konstellationen. Aufgrund der unklaren Rechtslage im Konkursfall besteht ein erhöhtes Risiko. Die Unsicherheit nimmt weiter zu, wenn die Verwahrung oder das Staking an ausländische Institute delegiert wird, da in vielen Ländern keine spezifische Regulierung zur insolvenzrechtlichen Behandlung solcher Vermögenswerte besteht. Für das Jahr 2024 hat die FINMA festgestellt, dass Kunden besser über die mit Staking verbundenen Risiken und Rechtsunsicherheiten aufgeklärt wurden. Allerdings sei mehrfach nicht ausreichend auf das Gegenparteirisiko infolge der Rechtsunsicherheit bei einem Ausfall eines Staking-Dienstleisters hingewiesen worden. Zudem habe regelmässig eine Aufklärung über die spezifischen Risiken der jeweiligen Blockchain-Technologie gefehlt.³⁰

Schliesslich besteht ein Marktrisiko. Bei gestakten kryptobasierten Vermögenswerten kann es in Phasen hoher Volatilität dazu kommen, dass ein Verkauf nicht rechtzeitig möglich ist. Dies gilt insbesondere, wenn das Unstaking mit einer Lockup- oder Exit-Periode verbunden ist, die eine Verzögerung bei der Rückgabe der gesperrten Vermögenswerte verursacht. Bei gewissen Blockchains wie Ethereum kann sich diese Lockup-Periode verlängern, wenn viele Unstaking-Aufträge gleichzeitig erfolgen – was in Krisenzeiten zu sehr langen

²⁸ Zum Ganzen: FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 4.

²⁹ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 4–5.

³⁰ FINMA, Jahresbericht 2024, 54.

Sperrfristen führen kann und den Verkauf technisch vorübergehend unmöglich macht. Für Kundinnen und Kunden ist die Dauer der Lockup-Periode aufgrund der sich laufend ändernden Withdrawal-Queue und der Anzahl Validatoren teilweise schwer nachvollziehbar und schwer vorhersehbar.³¹

Die Auffassung der FINMA betreffend die Risiken beim Staking kann wohl geteilt werden. Doch wie beabsichtigt die FINMA, diese Risiken zu bewältigen?

4. Regulatorische Einordnung von Staking

a) Staking durch eine Bank/Wertpapierhaus

Zuerst interessiert das Staking, welches durch regulierte Institute, Banken/Fintech Gesellschaften und Wertpapierhäuser angeboten wird. Die FINMA will hier den Kundenschutz sicherstellen, indem die Struktur eine Absonderung der kryptobasierten Vermögenswerte im Konkurs der Bank gewährleistet. Nach Art. 37d BankG werden Depotwerte im Konkurs der Bank abgesondert. Kryptobasierte Vermögenswerte gelten nach Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG als Depotwerte, wenn sich die Bank verpflichtet hat, diese für den Depotkunden jederzeit bereitzuhalten, und diese entweder dem Depotkunden individuell zuordnet, oder einer Gemeinschaft zugeordnet hat und ersichtlich ist, welcher Anteil am Gemeinschaftsvermögen dem Depotkunden zusteht. Dies kann mithilfe einer Excel-Tabelle erfolgen.

aa) Regulierung von Staking Ketten

Bei einer Staking Kette hält die Bank die Kryptowerte aber nicht selbst, sondern der Drittanbieter. Gegenüber diesen hat die Bank eine Forderung. Diese ist nach Art. 16 Ziff. 2 BankG ebenfalls absonderbar, wenn die Bank die Forderung fiduziarisch für den Kunden hält. Mit anderen Worten erfolgt eine Qualifikation als treuhänderische Forderung, die nach Art. 16 Ziff. 2 BankG als Depotwerte im Sinne von Art. 37d BankG gelten. Der Abschluss einer Fiduzia ist somit entscheidend. Ein solches Treuhandverhältnis sieht die FINMA unter folgenden kumulativen Voraussetzungen als gegeben:³²

- Die Bank oder das Wertpapierunternehmen muss mit dem Kunden eine Treuhandvereinbarung abschliessen, die ein spezifisches Treuhandmandat des Kunden enthält, einschliesslich der Auswahl der Krypto-Vermögenswerte und des Betrags. Nach Ansicht der FINMA erwirbt die Bank einen

³¹ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 4–5.

³² FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 9–10.

vertraglichen Anspruch gegen den externen Staking-Dienstleister auf Rückgabe der gestakten Krypto-Vermögenswerte. Die Treuhandvereinbarung soll sicherstellen, dass sie auf diesen vertraglichen Anspruch anwendbar ist.

- Die Treuhandvereinbarung muss eine umfassende Risikoaufklärung des Kunden beinhalten und Anforderungen erfüllen, die weitgehend den Anforderungen in den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für treuhänderische Anlagen von 2016 entsprechen.
- Die Gegenparteirisiken sind zu begrenzen, indem die Bank eine beaufsichtigte Einrichtung mit guter Bonität auswählt.
- Es ist durch eine spezifische Due Diligence-Prüfung sicherzustellen, dass der Drittanbieter selbst nicht unbewilligt tätig ist, die entsprechenden Auszahlungsschlüssel (Withdrawal Keys) besitzt, die Validator-Adressen erfasst und alle erforderlichen Massnahmen zur Minderung der mit dem Betrieb des Validator-Knotens verbundenen operationellen Risiken ergriffen hat. Zudem muss der Drittanbieter seinen Sitz in einem Land haben, das den Kunden einen gleichwertigen Schutz bietet (Konkursanalyse des Drittlandes). Meines Erachtens dürften dafür rein vertragliche Verpflichtungen des Drittanbieters nicht genügen.
- Es muss ein Digital Asset Resolution Package (DARP) eingerichtet werden, um ein angemessenes Risikomanagement zu gewährleisten. Das DARP soll als interne Gebrauchsanweisung sowie als Informationsblatt für einen allfälligen Konkursliquidator dienen und Informationen, Verantwortlichkeiten und Zugriffsmöglichkeiten im Falle eines Konkurses einer Bank zusammenfassen. Das Hauptziel des DARP ist es, digitale Vermögenswerte als Depotwerte im Konkursfall möglichst schnell und einfach an Kunden übertragen zu können und die Zusammenarbeit der Bank mit dem Konkursverwalter zu organisieren. Das hilft dann wenig, wenn dem Konkursverwalter die Informationen fehlen, um dem Kunden die Werte auf einen neuen Custodian zu übertragen. Die Erfahrung bei der Abwicklung von Konkursen zeigt, dass meist mangelnde Informationen der Kunden den Prozess verzögern, nicht fehlende Daten auf Seiten der konkursiten Bank.

bb) Regulierung von Direct Staking

Schwieriger ist die Sache beim Direct Staking. Beim Direct Staking führt die Bank das Staking in der Regel selbst durch und verfügt dabei auch über die Withdrawal Keys, die für die Rückführung der gesperrten kryptobasierten Vermögenswerte erforderlich sind. Eine Absonderung gestützt auf Art. 16 Ziff. 2

BankG ist daher nicht möglich.³³ Es verbleibt der erwähnte Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG. Zu klären bleibt aber die Frage, ob beim Staking das Erfordernis der jederzeitigen Verfügbarkeit gegeben ist. Die FINMA lässt dies offen. Es herrscht somit eine Unklarheit über die Anwendung von Art. 242a SchKG bzw. Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG.

Art. 16 Ziff. 1^{bis} BankG und Art. 242a SchKG verlangen für die Ab- respektive Aussonderung die jederzeitige Bereithaltung der Kryptowerte. Mit der jederzeitigen Bereithaltung soll verhindert werden, dass der Custodian Aktiv- bzw. Eigengeschäfte betreibt, was nach Auffassung des Bundesrates zur Entgegennahme von Publikumseinlagen führen würde. Es geht also nicht um die Einschränkung auf Sichteinlagen, sondern um die Frage, ob sich die Vermögenswerte in der Verfügungsmacht des Custodian befinden und nicht bei einem Dritten wie bei Staking Ketten. Wenn die Werte nach dem Staking-Vorgang deblockiert werden, fallen sie auf den Custodian zurück. Vor diesem Hintergrund scheint es mir sinnvoll, dass durch das Staking die Anwendbarkeit der Ab- bzw. Aussonderung nicht ausgeschlossen ist.

Generell hat Art. 242a SchKG wohl noch weitreichende Konsequenzen. Ob Publikumseinlagen entgegengenommen werden, hängt wesentlich von der konkursrechtlichen Frage der Aussonderung ab. Aussonderbarkeit führt zur Nichtunterstellung unter das Bankengesetz.

Der Vorentwurf des Art. 242a SchKG sah noch vor, dass die individuelle Zuordnung über die Blockchain zu erfolgen habe, während eine rein interne kontenmässige Zuordnung demgegenüber ungenügend sei. Dies entsprach bis anhin der Praxis der FINMA. In der Konsequenz hätten lediglich die direkt in der Blockchain abgebildeten Vermögenspositionen in Form von Wallet Adressen von der Aussonderung profitiert. Dies ist gemäss aktuellem Art. 242a SchKG nicht mehr erforderlich. Sind die genannten Voraussetzungen von Art. 242a SchKG erfüllt, sind auch die auf Sammelkonten verwahrten kryptobasierten Vermögenswerte konkursfest. Die Individualisierung bzw. die Zuordnung von Vermögenswerten zu einer Gemeinschaft kann nunmehr auch in einem Register oder über eine entsprechende Kontenstruktur des Intermediärs geschehen. Dies führt letztlich zu einer starken Einschränkung des Begriffs der Publikumseinlage.

b) Staking durch unbewilligte Marktteilnehmer

Die FINMA fordert von unbewilligten Marktteilnehmern die gestakten Vermögenswerte beim Direct Staking weiterhin individuell zu verwahren. Dafür

³³ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 10.

müssen die Vermögenswerte für jeden Kunden auf einer separaten und zuordenbaren Blockchain-Adresse gespeichert werden und der Anbieter selbst muss über die Withdrawal Keys verfügen. In diesen Fällen ist keine Bankenbewilligung erforderlich. Der Verwahrer ist als Finanzintermediär der Geldwäschereiaufsicht unterstellt und hat sich einer Selbstregulierungsorganisation anzuschliessen, um die Einhaltung der Sorgfaltspflichten zur Prävention und Vermeidung von Geldwäscherei zu kontrollieren.³⁴

Jedoch ist gemäss FINMA bei einer Sammelverwahrung von Zahlungstoken eine Bankenbewilligung erforderlich.³⁵ Diese Aussage ist meiner Ansicht nach fraglich, falls bei einer Sammelverwahrung die Aussonderung nach Art. 242a SchKG möglich sein sollte.

c) Konsequenzen

Der vorliegende Ansatz der FINMA betreffend Staking ist ein gutes Beispiel für den pragmatischen Umgang des Regulators mit der neuen Technologie. Die FINMA identifiziert die Risiken, löst diese aber nicht mittels Verbot und Regulierung, sondern mit sinnvoller Anwendung der gesetzlichen Regelungen. Aus Kundensicht ist es vorteilhaft, wenn die Kunden auf Anbieter in der Schweiz zurückgreifen können und nicht auf ausländische Dienstleister mit geringerem Schutz angewiesen sind. Im Übrigen hat die Aufsichtsmitteilung zum Staking auch dazu geführt, dass die SIX bei Staking Produkten, namentlich ETPs, ab Oktober 2024 verlangte, die eingesetzten Custodians einer der Schweiz gleichwertigen prudenziellen Aufsicht zu unterstellen und die Werte im Konkursfall zugunsten der Anleger auszusondern. Dies hat bei keinem der von uns betreuten Issuern und deren Programmen zu Problemen geführt.

IV. Regulatorische Umsetzung bei Stablecoins

Mit der im Juli 2024 publizierten Aufsichtsmitteilung zu Stablecoins hat die FINMA ihre Erwartungen an Stablecoin-Projekte formuliert.³⁶ In dieser Aufsichtsmitteilung vertieft die FINMA die finanzmarktrechtlichen Anforderungen und weist insbesondere die beteiligten Banken auf einschlägige Risiken hin.

³⁴ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 11; Berufsmässig tätige Finanzintermediäre im Sinne von Art. 2 Abs. 3 des Bundesgesetzes über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung vom 10. Oktober 1997 (Geldwäschereigesetz, GwG, SR 955.0) müssen sich nach Art. 14 Abs. 1 GwG einer von der FINMA anerkannten Selbstregulierungsorganisation anschliessen.

³⁵ FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023 Staking, 6.

³⁶ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024, Stablecoins.

1. Stablecoins

Stablecoins sind Kryptowährungen, die an einen anderen Wert gebunden sind. Meist handelt es sich bei diesem Wert um eine Fiat-Währung. Eine Fiat-Währung ist eine staatlich ausgegebene Währung, die keinen inneren Wert besitzt und nicht durch materielle Güter gedeckt ist, sondern allein auf dem Vertrauen in die Stabilität des ausgebenden Staates beruht (z.B. CHF, EUR, USD). Denkbar ist auch eine Anbindung an andere Werte wie Rohstoffe, Immobilien oder Effekten.³⁷

Stablecoins sind notwendig, weil digitale Vermögenswerte nur dann gehandelt werden können, wenn die Transaktion mittels einer digitalen Währung abgewickelt werden kann. Fehlt diese, findet man sich wieder im Swift-System.

Die Anknüpfung an eine FIAT-Währung hat das Ziel, die oft stark schwankenden Kurse der eigentlichen Kryptowährung auszugleichen. Im Gegensatz zu volatilen Kryptowährungen wie Bitcoin oder Ether behalten Stablecoins einen stabilen Wert – meist durch Bindung an eine Fiat-Währung. Stablecoins zielen somit darauf ab, Stabilität in den Kryptomarkt zu bringen und eine Verbindung zum traditionellen Finanzsystem herzustellen.

Zur Veranschaulichung soll das Beispiel von Bitcoin dienen: Bitcoin ist im Prinzip kein Zahlungsmittel, sondern eine Anlage in die Hoffnung, dass jemand mit oder ohne ersichtlichen Grund für einen Block mehr bezahlt, als dafür selbst bezahlt wurde. Ein intrinsischer Wert liegt nicht vor, eine Nationalbank und die Rechtstaatlichkeit fehlen. Forderungen lassen sich nicht in Bitcoin vollstrecken und Geldschulden schon gar nicht entsprechend Art. 84 OR in Bitcoin bezahlen. Ergo ist letztlich digitales Bargeld zu schaffen, das wie Fiat-Währungen geringeren Kursschwankungen ausgesetzt ist. Stablecoins kombinieren die digitale Form von Geld mit Eigenschaften wie Wertstabilität, sofortige Verfügbarkeit und direkte Übertragbarkeit – was sie in der Nutzung funktional einem digitalen Äquivalent von Bargeld nahebringt. Stablecoins bringen dadurch Stabilität in ein ansonsten volatiles System und ermöglichen dadurch die Nutzung von Blockchain-Technologien im Alltag.

2. Risiken von Stablecoins

Die FINMA sieht in den Stablecoins potenzielle Geldwäscherei- und Terrorismusfinanzierungsrisiken, die bei jeglicher Art von Kryptowährungen gegeben sind. Diese Risiken entstünden durch die anonyme Übertragung, die

³⁷ Vgl. Stiller/Rodrigues/Nezhadsistani.

globale Reichweite sowie insbesondere die Eignung von Stablecoins für die Verschleierungsphase im Geldwäschereiprozess.³⁸ Tatsächlich bietet sich Bitcoin aufgrund der hohen Volatilität oder den langsamen und teuren Transaktionen zur Abwicklung von redlichen Transaktionen nicht an. Hingegen ist Bitcoin zur Zahlung von illegalen Geschäften, Geschäften zur Umgehung von Sanktionen und Erpressungszahlungen bei Cyberattacken ein vorzügliches Zahlungsmittel.³⁹ Dies ist in erster Linie auf die Anonymität bzw. Pseudonymität der Transaktionen zurückzuführen. Bitcoin-Transaktionen sind zwar öffentlich einsehbar, aber nicht direkt mit Personen verknüpft. Dadurch wird die Identifizierung des wirtschaftlich Berechtigten erheblich erschwert.⁴⁰ Im Vergleich zu anderen Kryptowährungen stuft die FINMA Stablecoins aufgrund ihrer Preisstabilität und ihrer Eignung als Wertaufbewahrungsmittel als besonders attraktiv für kriminelle Akteure ein.⁴¹

3. Regulatorische Einordnung von Stablecoins

Eingangs in ihrer Aufsichtsmitteilung zu Stablecoins betont die FINMA die Grundsätze, wonach das Schweizer Finanzmarktrecht grundsätzlich prinzipienbasiert gehalten ist und dem Prinzip der Technologieneutralität folgt. Die aufsichtsrechtliche Behandlung von Stablecoins durch die FINMA folge dem bisherigen Ansatz im Bereich von Token. Dabei liege der Fokus auf der wirtschaftlichen Funktion und dem Zweck («substance over form») entlang den bewährten Wertungsentscheiden («same risks, same rules») und unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Einzelfalls.⁴²

In ihrer Aufsichtsmitteilung befasst sich die FINMA zunächst mit der rechtlichen Einordnung von Stablecoins. Aufgrund des Stabilisierungsmechanismus im Sinne einer Anbindung an einen oder mehrere unterliegende Vermögenswerte sieht die FINMA bei Stablecoins in der Regel einen jederzeitigen Einlösungsanspruch gegenüber dem Herausgebenden. Dieser Einlösungsanspruch ist gemäss FINMA meist als bankenrechtliche Einlage oder als kollektive Kapitalanlage einzustufen. Zur Abgrenzung zwischen diesen beiden Kategorien ist insbesondere von Bedeutung, ob die Verwaltung der angebundenen Vermögenswerte auf Rechnung und Risiko der Stablecoin-Inhaberinnen und -Inhaber (Hinweis auf Kollektivanlage) oder auf Rechnung und Risiko des Herausgebenden (Hinweis auf bankenrechtliche Einlage) erfolgt. Aufgrund des üblichen

³⁸ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 4.

³⁹ Vgl. Stengel/Paydar.

⁴⁰ MacCabe/Tschudi/Zellweger-Gutknecht.

⁴¹ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 4.

⁴² FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 2.

Zahlungsmittelzwecks von Stablecoins besteht gemäss FINMA zudem nahezu immer eine Unterstellung unter das Geldwäschereigesetz.

Sodan enthält die Aufsichtsmitteilung im Wesentlichen zwei Aspekte. Erstens verlangt die FINMA von Stablecoin-Herausgeber, die Identität aller Personen, die ihre Stablecoins halten, in angemessener Weise zu überprüfen. Zweitens legt die FINMA die Anforderungen an Ausfallgarantien von Schweizer Banken dar, die an Stablecoin-Emittenten gestellt werden, um eine Bewilligungspflicht nach dem Bankengesetz zu vermeiden.

Was den ersten Aspekt betrifft, stuft die FINMA Stablecoin-Herausgeber als Finanzintermediäre im Sinne des Geldwäschereigesetzes ein. Ein Stablecoin-Herausgeber muss daher jeden Stablecoin-Inhaber als Gegenpartei gemäss den anwendbaren Pflichten als Vertragsparteien identifizieren und die wirtschaftlich berechnigte Person feststellen. Diese Verpflichtung gilt nicht nur für die Erstinhaber, sondern auch für nachfolgende Inhaber, die Stablecoins auf dem Sekundärmarkt erworben haben. Somit müssen alle an Stablecoin-Transaktionen Beteiligten identifiziert werden. Hinsichtlich der Ausgabe von Stablecoins durch beaufsichtigte Institute verlangt die FINMA zudem, dass Emittenten vertragliche und technische Transferbeschränkungen implementieren, um anonyme Übertragungen von Stablecoins zu vermeiden. Zudem verweist die FINMA für Transaktionen mit Stablecoins auf das Verbot von Inhabersparbüchern gemäss Art. 5 der Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 20), wonach Konten, bei denen die Inhaberschaft nicht namentlich registriert, sondern durch Besitz nachgewiesen, wird verboten sind.

Als zweiter wesentlicher Aspekt in der Aufsichtsmitteilung definiert die FINMA die Mindestanforderungen an Ausfallgarantien von Banken. Solche Garantien werden von einigen Stablecoin-Emittenten genutzt, um von der Banklizenzpflicht befreit zu werden.⁴³ Grundsätzlich bedarf die gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen einer Bankenbewilligung.⁴⁴ Nach der Bankenverordnung sind Forderungen gegenüber Stablecoin-Emittenten, die von einer lizenzierten Bank mittels einer Ausfallgarantie garantiert werden, von der Behandlung als regulierte Einlagen ausgenommen.⁴⁵ Gemäss FINMA nutzen in der Schweiz verschiedene Stablecoin-Herausgeber solche Ausfallgarantien.⁴⁶ Dadurch sieht die FINMA erhöhte Risiken für die Stablecoin-Inhaber und für die Ausfallgarantie stellenden Banken. In der Aufsichtsmitteilung führt

⁴³ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 5.

⁴⁴ Art. 5 Abs. 1 BankV.

⁴⁵ Art. 5 Abs. 3 lit. f BankV.

⁴⁶ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 5.

die FINMA daher Mindestanforderungen an derartige Ausfallgarantie auf, damit die Ausnahme von der Bewilligungspflicht greift. Dadurch soll der Einlegerschutz erhöht werden. Eine Ausfallgarantie muss demnach folgende Voraussetzungen erfüllen:

- Im Konkurs des Stablecoin-Herausgebenden muss jeder Kunde einen eigenen Anspruch gegenüber der garantierenden Schweizer Bank haben und über die Ausfallgarantie informiert werden.
- Die Ausfallgarantie muss die Summe aller Publikumseinlagen samt Zinsen decken.
- Die Summe der vom Deckungserfordernis erfassten Einlagen darf die Ausfallgarantie-Obergrenze nie übersteigen.
- Die formellen und materiellen Regelungen der Ausfallgarantie dürfen ein unkompliziertes, rasches Abrufen der Ausfallgarantie durch den Einleger nicht verhindern.
- Einreden und Einwendungen der bürgenden Bank müssen im gesetzlich vorgesehenen Umfang zulässig sein.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, braucht ein Stablecoin-Herausgeber keine bankenrechtliche Bewilligung durch die FINMA, sondern muss sich als Finanzintermediär einzig einer Selbstregulierungsorganisation zur Geldwäschereibekämpfung anschliessen.⁴⁷

4. Konsequenzen

Die von der FINMA veröffentlichten Aufsichtsmitteilungen sind zwar nicht gesetzlicher Natur, haben aber dennoch Regulierungscharakter. Mit ihrer Aufsichtsmitteilung zu Stablecoins hat die FINMA klargestellt, dass sie digitales Bargeld nicht will.

Die FINMA ist der Ansicht, dass jeder, der Stablecoins hält, in einem Vertragsverhältnis mit dem Herausgeber steht. Sollten Stablecoins-Inhaber den jederzeitigen Einlösungsanspruch gegenüber dem Herausgebenden haben, so wie die FINMA es sieht, liegt meines Erachtens ein Vertragsverhältnis vor. Besteht kein solcher Anspruch, ist aus meiner Sicht nicht von einem Vertragsverhältnis zwischen einem Herausgeber (wenn ein solcher im eigentlichen Sinne überhaupt existiert) und dem Inhaber des Tokens auszugehen.

Bezüglich der Stablecoins schlug das eingangs erwähnte Regulierungspendel in eine andere Richtung. Die FINMA fordert, dass der Herausgeber von Stablecoins jeden Halter, nicht nur den Ersthalter, sondern auch alle Folgehalter

⁴⁷ FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024 Stablecoins, 5.

nach den Vorschriften des Geldwäschereigesetzes zu identifizieren hat. Dies kommt einer umfassenden Identifizierung aller Nutzer von Stablecoins gleich. Diese Forderung geht über die Anforderungen in anderen Jurisdiktionen hinaus und führt zu erheblichen Compliance-Kosten für die Anbieter von Stablecoins. Dadurch sind Stablecoins, so spärlich sie in der Schweiz auch kreiert wurden, zum Scheitern verurteilt.

Das ist ein harscher Einschnitt und hat sicherlich schwerwiegende Konsequenzen für die Entwicklung von Handelsplattformen von digitalen Werten in der Schweiz. Ohne den Cash Leg werden sich diese kaum entwickeln. Die FINMA hat der Branche hier harte Schranken auferlegt. Etwas stossend ist, dass sie dabei die pendente Gesetzesrevision des SIF überholt und vorgespurt hat.

V. Regulierung von Staking und Stablecoins im internationalen Vergleich

Mit der Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), die am 30. Dezember 2024 vollständig in Kraft trat, hat die EU einen der weltweit strengsten und umfassendsten Regulierungsrahmen für Kryptowerte geschaffen, der Innovationen zwar zulassen, aber vor allem Verbraucherschutz und Finanzstabilität gewährleisten soll. Im Rahmen dieser Verordnung benötigen Anbieter von Staking- oder Stablecoin-Dienstleistungen eine Zulassung, um in der EU tätig zu werden. Nebst weiteren Voraussetzungen müssen Anbieter weitreichende Deckungs- und Aufsichtspflichten erfüllen.⁴⁸

In den USA gibt es auf Bundesebene gibt es bislang keine einheitliche und umfassende Regulierung für Staking und Stablecoins. Kryptowerte werden aber mit Bezug auf einzelne Aspekte unter den bestehenden Finanzmarktgesetzen geregelt.⁴⁹ Zurzeit wird im US-Kongress ein Gesetzesentwurf über die Regulierung von Stablecoins verhandelt. Mit dem sogenannten GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act of 2025) sind die USA auf dem Weg, den ersten landesweiten Regulierungsrahmen für Stablecoins in den USA zu schaffen. Der Gesetzesentwurf enthält klare Regeln für Emittenten, Reserven, Transparenz und Verbraucherschutz. Die Entwicklungen in den USA könnten mittel- bis langfristig als Referenzpunkt für internationale Standards dienen, was auch Auswirkungen auf die Regulierung von Stablecoins in der Schweiz haben könnte.

⁴⁸ Vgl. Schärli zu den Bewilligungs- und Verhaltenspflichten im Detail.

⁴⁹ Schärli.

VI. Schlussfolgerungen

Die anstehende Gesetzesvorlage des SIF zur Anpassung des Finanzmarktrechts hinsichtlich innovativer Geschäftsmodelle im Finanzbereich bietet meines Erachtens eine Chance, die alten Zöpfe der Finanzmarkregulierung zu überdenken. Der bestehende Einlagebegriff ist aufgrund von Art. 242a SchKG nicht mehr akkurat.

Von einer technologieneutralen Regulierung kann schon lange keine Rede mehr sein. Die jüngsten Tendenzen befassen sich gerade mit den neuen Technologien und der oft zitierte Same Business, Same Risks, Same Rules Approach ist ebenfalls zu überdenken. Nicht jede Aktivität des Kunden bedarf des Schutzes des Gesetzgebers und des Regulators.

Insbesondere Stablecoins ermöglichen schnelle und kostengünstige Zahlungen – auch über Landesgrenzen hinweg. Eine pragmatische Regulierung von Stablecoins kann dazu beitragen, diese Potenziale für die Realwirtschaft nutzbar zu machen (z. B. im E-Commerce oder bei Lieferketten).

Es sollte in der Schweiz möglich sein, Freiraum zu schaffen, die über die Sandbox-Ausnahme hinausgehen. Eine liberale Regulierung von digitalen Werten fördert technologische Entwicklungen sowie Innovation und macht die Schweiz für internationale Unternehmen und Start-ups attraktiv, was Arbeitsplätze und Know-how bringt. Durch offene Rahmenbedingungen können regulierte Krypto-Projekte im Inland angesiedelt werden, anstatt ins Ausland auszuweichen. Das erhöht die digitale Souveränität und sichert Einfluss auf die Gestaltung neuer Finanzsysteme.

Die technologische Entwicklung lässt sich nur selten durch Regulierung fördern und fast nie aufhalten. Sie findet statt, entweder in der Schweiz, was zu begrüßen wäre, oder anderswo.

Literaturverzeichnis

- Schärli Patrick, § 9 Finanzmarktrechtliche Kategorisierung von Kryptowerten, in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.
- Stengel Cornelia/Paydar Ramin, § 18 Geldwäscherei- und Terrorismusbekämpfung, in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.
- MacCabe Kevin/Tschudi Dominik/Zellweger-Gutknecht Corinne, § 1 Einleitung, in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.

- Stiller Burkhard/Rodrigues Bruno/Nezhadsistani Nasim, § 2 Technische Grundlagen der Blockchains, in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.
- Müller Thomas/Nagel Thomas, § 10 Zahlungsverkehr (Zahlungsmittel und Zahlungssysteme), in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.
- Linder Thomas, § 22 Steuerrechtliche Aspekte, in: Zellweger-Gutknecht Corinne/Tschudi Dominik/MacCabe Kevin (Hrsg.) Kryptowerte, 1. Aufl., Basel 2024.

Corporate Disclosure – Quo vadis?

Michael Urwyler

Inhalt

I.	Einleitung	106
II.	Präsentation	106
1.	Überblick über die Regulatorischen Organe der Handelsplätze von SIX Swiss Exchange	106
a)	Gesetzliche Grundlagen	106
aa)	Artikel 1 FinfraG	106
bb)	Artikel 27 FinfraG	106
cc)	Artikel 24 FinfraV	107
b)	SIX Group	108
aa)	Organisation und Governance	108
bb)	Regulatorische Organe	108
c)	Regulatory Board	109
d)	Judikative Instanzen	109
2.	SIX Exchange Regulation	110
a)	Überblick	110
b)	Organisation	110
c)	Aufgaben	111
aa)	Listing & Enforcement	111
bb)	Surveillance & Enforcement	111
d)	Listing & Enforcement Corporate Disclosure	111
aa)	Ad hoc-Publizität	111
bb)	Management-Transaktionen	112
e)	Listing & Enforcement Enforcement	113
3.	Revision FinfraG	113
a)	Hintergrund	113
b)	Timeline	114
4.	Regulierung Emittentenpflichten – Status quo	114
a)	Status quo Regulierung Emittentenpflichten	114
b)	Status quo Selbstregulierte Emittentenpflichten	114
c)	Status quo Verstaatlichte Emittentenpflichten – Offenlegungsstelle	115
d)	Status quo Verstaatlichte Emittentenpflichten – Prospektprüfstelle	116
5.	Regulierung Emittentenpflichten (& Corporate Disclosure) – Quo vadis?	117
a)	VE-FinfraG Regulierung Emittentenpflichten	117
b)	VE-FinfraG Insiderlisten (Art. 37a)	117
c)	VE-FinfraG Veröffentlichung Insiderinformationen (Art. 37b)	117
d)	VE-FinfraG Publikation Management Transaktionen (Art. 37c)	118

e)	VE-FinfraG Aufsichtsinstrumente FINMAG (Art. 145 Abs. 1)	119
f)	VE-FinfraG Strafbestimmungen (Art. 149a)	119
g)	VE-FinfraG Änderungen i.S. Offenlegungspflichten (in a nutshell)	119
III.	Schlusswort	120

I. Einleitung

Vorliegender Text ist eine Wiedergabe des Inhalts der Präsentation *Corporate Disclosure – Quo vadis?* anlässlich der Tagung *Kapitalmarktrecht – Recht und Transaktionen XX* des Europa Instituts an der Universität Zürich vom 27. November 2024.

II. Präsentation

I. Überblick über die Regulatorischen Organe der Handelsplätze von SIX Swiss Exchange

a) Gesetzliche Grundlagen

aa) Artikel 1 FinfraG

Das FinfraG¹ regelt die Organisation und den Betrieb von Finanzmarktinfrastrukturen sowie die Verhaltenspflichten der Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer beim Effekten- und Derivatehandel.

Es bezweckt unter anderem die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit und der Transparenz der Effekten- und Derivatemärkte, der Stabilität des Finanzsystems, des Schutzes der Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer sowie der Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger.

bb) Artikel 27 FinfraG

Der Handelsplatz gewährleistet unter Aufsicht der FINMA² eine eigene, seiner Tätigkeit angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation.

¹ Bundesgesetz vom 19. Juni 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatenhandel (FinfraG, SR 958.1).

² Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die dem Handelsplatz übertragenen Regulierungs- und Überwachungsaufgaben müssen durch unabhängige Stellen wahrgenommen werden. Die leitenden Personen dieser Stellen müssen:

- Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten,
- einen guten Ruf geniessen und
- die für die Funktion erforderlichen fachlichen Qualifikationen aufweisen.

Die Wahl der Personen nach Absatz 2 bedarf der Genehmigung der FINMA.

Der Handelsplatz unterbreitet seine Reglemente und deren Änderungen der FINMA zur Genehmigung.

cc) *Artikel 24 FinfraV*

Artikel 24 FinfraV³ hält fest:

¹ Eine angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation umfasst insbesondere folgende Stellen:

1. eine Stelle, die Regulierungsaufgaben wahrnimmt;
2. eine Stelle, die Überwachungsaufgaben wahrnimmt;
3. eine Stelle für die Zulassung von Effekten zum Handel;
4. eine Beschwerdeinstanz.

² Die Stelle, welche die Regulierungsaufgaben des Handelsplatzes wahrnimmt, muss von der Geschäftsführung des Handelsplatzes sowie mehrheitlich von den Teilnehmern und Emittenten personell und organisatorisch unabhängig sein. Sie ist organisatorisch, personell und finanziell ausreichend auszurüsten.

^{2bis} Die Stelle, welche die Überwachungsaufgaben des Handelsplatzes wahrnimmt, muss von der Geschäftsführung des Handelsplatzes sowie von den Teilnehmern und Emittenten personell und organisatorisch unabhängig sein. Sie ist organisatorisch, personell und finanziell ausreichend auszurüsten.

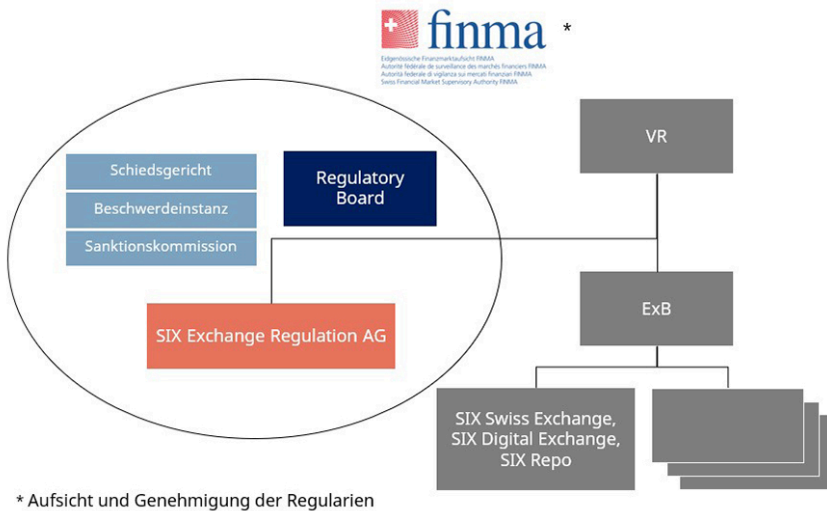
³ Im Organ, das für die Zulassung der Effekten zuständig ist, müssen Emittenten sowie Anlegerinnen und Anleger angemessen vertreten sein.

⁴ Der Handelsplatz legt die Aufgaben und Kompetenzen der Stellen sowie die Vertretung der Emittenten und der Anlegerinnen und Anleger im Organ, das für die Zulassung der Effekten zuständig ist, in seinen Reglementen fest.

³ Verordnung vom 25. November 2015 über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatenhandel (FinfraV, SR 958.11).

b) SIX Group

aa) Organisation und Governance



bb) Regulatorische Organe

Die Regulatorischen Organe sind für die Regulierung und die Überwachung von SIX Swiss Exchange, SIX Digital Exchange⁴ und SIX Repo verantwortlich.

Sie sind zuständig für:

- die Regelsetzung,
- die Überwachung der Einhaltung der Regeln und
- die Durchsetzung der Regeln gegenüber Emittenten und Teilnehmern.

Die Selbstregulierung wird aus drei Organen gebildet:

- Regulatory Board,
- SIX Exchange Regulation,
- Judikative (Beschwerdeinstanz, Sanktionskommission, Schiedsgericht).

Grundlage bildet das OrgR⁵ der SIX Group.

⁴ Per 25. September 2025 wurde die SDX Trading's Operations in SIX Swiss Exchange AG konsolidiert und die Bewilligung als Börse der SDX Trading AG zurückgegeben.

⁵ Organisationsreglement vom 5. Juli 2023 von SIX Group AG hinsichtlich der Regulatorischen Organe für die Handelsplätze der Gruppe, OrgR.

c) Regulatory Board

Das Regulatory Board ist im Rahmen der gesetzlichen Selbstregulierungspflichten das oberste Rechtsetzungsgremium. Es setzt Recht für Emittenten, Teilnehmer und Händler. Der Erlass der Reglemente und deren Änderungen durch das Regulatory Board sind von der FINMA zu genehmigen.

Das Regulatory Board umfasst höchstens 17 Mitglieder. Die Mitglieder werden vom Verwaltungsrat von SIX Group auf eine Amtsdauer von drei Jahren gewählt. Eine Wiederwahl ist möglich. Economiesuisse, der Dachverband der Schweizer Wirtschaft, schlägt drei Kandidaten als Mitglieder vor.

Das Regulatory Board bildet zwei Ausschüsse:

- Ausschuss für die Emittentenregulierung (Issuers Committee) – inkl. Zulassung von Effekten,
- Ausschuss für die Teilnehmerregulierung (Participants & Surveillance Committee).

Eine Übersicht über die Mitglieder des Regulatory Board findet sich auf der Webseite der SIX Exchange Regulation.⁶

d) Judikative Instanzen

Die Durchsetzung der Erlasse und Entscheide der Regulatorischen Organe obliegt den judikativen Organen der SIX Group.

Die Sanktionskommission verhängt nach dem in der Verfahrensordnung geregelten Verfahren Sanktionen. Gegen Emittenten und Sicherheitsgeber können folgende Sanktionen, gegebenenfalls auch kumulativ, ausgesprochen werden: Verweis, Busse bis zu CHF 1 Mio. (bei Fahrlässigkeit) bzw. CHF 10 Mio. (bei Vorsatz), Sistierung des Handels, Dekotierung oder Umteilung unter einen anderen regulatorischen Standard, Ausschluss von weiteren Kotierungen sowie Entzug der Anerkennung (Art. 61 KR⁷).

Entscheide der Sanktionskommission über den Ausschluss von Teilnehmern, Händlern und Meldeagenten sowie über die Dekotierung oder Sistierung von Effekten können innert 20 Börsentagen nach Zustellung des Entscheides an die Beschwerdeinstanz gemäss Artikel 37 FinfraG weitergezogen werden.

⁶ Abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/about.html>>.

⁷ Kotierungsreglement vom 13. Mai 2024, KR.

Gegen alle anderen Entscheide der Sanktionskommission kann von Betroffenen innert 20 Börsentagen nach Zustellung des Entscheides Klage beim Schiedsgericht erhoben werden.

Eine Übersicht über die Mitglieder der Sanktionskommission und der Beschwerdeinstanz findet sich auf der Webseite der SIX Exchange Regulation.⁸

Sanktionsentscheide werden in der Regel auf der Webseite der SIX Exchange Regulation in anonymisierter Form veröffentlicht.⁹

2. SIX Exchange Regulation

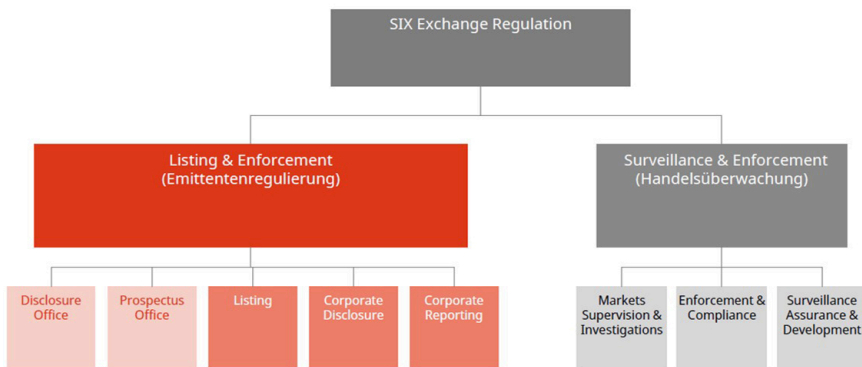
a) Überblick

SIX Exchange Regulation ist als exekutives Element für die Überwachung der Einhaltung und die Durchsetzung der Regularien verantwortlich. SIX Exchange Regulation stellt Sanktionsanträge an die Sanktionskommission und verhängt Sanktionen, soweit die Reglemente diese Kompetenz erteilen.

SIX Exchange Regulation ist in zwei Bereiche gegliedert:

- Listing & Enforcement für die Belange der Emittenten,
- Surveillance & Enforcement für die Belange der Teilnehmer und Händler.

b) Organisation



⁸ Abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/about.html>>.

⁹ Abrufbar unter <<https://www.ser-ag.com/de/resources/sanctions.html>>.

c) Aufgaben

aa) Listing & Enforcement

Listing & Enforcement

- ist zuständig für Initial Public Offerings (IPO) und die Zulassung von Effekten an der SIX Swiss Exchange, SIX Digital Exchange und SIX Repo im Einklang mit sämtlichen gesetzlichen und regulatorischen Regeln;
- ist zuständig für die Überwachung und Durchsetzung von Emittentenpflichten v.a. in Bezug auf Ad hoc-Pflichten, Offenlegung von Management-Transaktionen, Offenlegung von Beteiligungen und finanzielle Berichterstattung;
- stellt bei festgestellten Verstössen einen Sanktionsantrag an die Sanktionskommission.

bb) Surveillance & Enforcement

Surveillance & Enforcement

- überwacht den Handel an SIX Swiss Exchange, SIX Digital Exchange und SIX Repo im Hinblick auf die Einhaltung der reglementarischen und gesetzlichen Bestimmungen (Art. 31 FinfraG);
- kann bei Verstössen gegen die reglementarischen Bestimmungen der überwachten Handelsplätze Sanktionsmassnahmen gegen registrierte Händler ergreifen beziehungsweise gegen Teilnehmer Antrag an die Sanktionskommission stellen;
- leitet bei einem erhärteten Verdacht auf Gesetzesverletzungen (z.B. Ausnützen von Insiderinformationen sowie Markt-/Kursmanipulation) die Ergebnisse der Untersuchungen in einem Bericht der FINMA respektive der Bundesanwaltschaft weiter.

d) Listing & Enforcement | Corporate Disclosure

Innerhalb Listing & Enforcement ist das Team Corporate Disclosure für die Bereiche Ad hoc-Publizität und Management-Transaktionen zuständig.

aa) Ad hoc-Publizität

Artikel 53 KR: 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.

Die Ad hoc-Mitteilung:

- ist zu verbreiten, sobald beim Emittenten Kenntnis in wesentlichen Punkten bezüglich der kursrelevanten Tatsache vorliegt;
- ist im Grundsatz ausserhalb der Handelszeiten zu verbreiten (Aktienhandel: 17:40 Uhr bis 07:30 Uhr);
- ist unter Wahrung des Gleichbehandlungsgebots gleichzeitig an die vorgeschriebenen Adressaten zu verbreiten (zwei elektronische Informationssysteme; zwei Schweizer Medien von nationaler Bedeutung; SIX Exchange Regulation; jeder interessierten Person; Aufschaltung auf der eigenen Emittenten-Webseite);
- ist einleitend als solche zu kennzeichnen (sog. «Flagging») und muss inhaltlich «wahr», «klar» und «vollständig» sein.

Weiter zu beachten sind das Kotierungsreglement, die Richtlinie Ad hoc-Publizität, die Rechtsprechung und der Leitfaden zur Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität (best practice).

bb) Management-Transaktionen

Artikel 56 Kotierungsreglement: Die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung melden dem Emittenten den Erwerb, die Veräusserung, das Schreiben (Einräumen) und ggf. das Ausüben von Beteiligungsrechten des Emittenten, Wandelrechten mit Umtausch- oder Bezugsrecht auf solche Beteiligungsrechte, Optionen und anderen Beteiligungsderivaten. Der Emittent meldet die Transaktion via Meldeplattform.

Die Transaktion:

- ist nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts oder nach Ausführung der Transaktion zu melden;
- ist vom Management/der meldepflichtigen Person innert 2 Börsentagen an Emittenten zu melden; ist vom Emittenten innert 3 Börsentage an die Börse zu melden;
- gründet auf der Betroffenheit des Vermögens.

Der Emittent hat

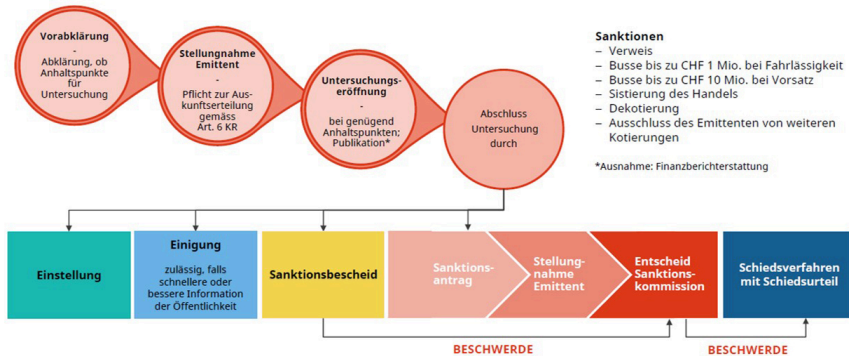
- regelmässig das Management betreffend Meldepflicht zu instruieren (Schulungen, Massnahmen);
- ein taugliches Meldewesen einzurichten (Reglemente, Organisation, Stellvertretung).

Weiter zu beachten sind das Kotierungsreglement, die Richtlinie Management-Transaktionen, die Rechtsprechung und der Leitfaden zur Richtlinie betreffend Management-Transaktionen (best practice).

e) Listing & Enforcement | Enforcement

Listing & Enforcement | Enforcement

Verstösst ein Emittent gegen die Regularien (Kotierungsreglement, Richtlinien etc.), kommt folgender Prozess zur Anwendung.



3. Revision FinfraG

a) Hintergrund

Das FinfraG wurde im Jahr 2016 in Kraft gesetzt.

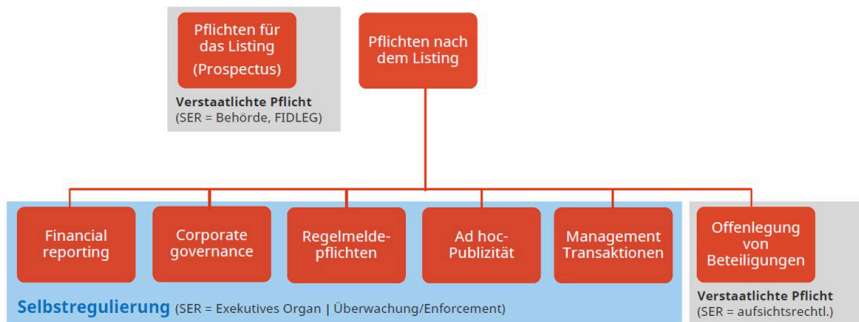
Der Bundesrat hat damals bereits angekündigt, eine generelle Überprüfung des Gesetzes fünf Jahre nach Inkraftsetzung durchführen zu wollen. Am 19. Juni 2024 hat der Bundesrat die Vernehmlassung zur Revision des FinfraG eröffnet mit Dauer bis am 11. Oktober 2024.

b) Timeline



4. Regulierung Emittentenpflichten – Status quo

a) Status quo | Regulierung Emittentenpflichten



b) Status quo | Selbstregulierte Emittentenpflichten

Selbstregulierte Emittentenpflichten sind:

- Kotierung & Zulassung;
- Regelmeldepflichten;
- Ad hoc-Publizität;
- Management-Transaktionen;

- Corporate Reporting: Finanzberichterstattung und Corporate Governance, Nachhaltigkeitsberichterstattung.

Zuständigkeiten:

- Legislative: Regulatory Board (erlässt Kotierungsreglement, Richtlinien etc.);
- Exekutive: SIX Exchange Regulation;
- Judikative: Sanktionskommission, Beschwerdeinstanz, Schiedsgericht (Instanzenzug).

Enforcement-Verfahren in der Praxis:

Beispiel 1: Keine Kennzeichnung der Ad hoc-Mitteilung (Art. 53 Abs. 2^{bis} KR)

- SIX Exchange Regulation überwacht/stellt Verstoss fest;
- SIX Exchange Regulation gelangt an Emittenten mit Aufforderung zur Verbesserung bzw. zukünftig korrekten Umsetzung.

Beispiel 2: Keine Verbreitung des Geschäftsberichts mittels Ad hoc-Mitteilung (Art. 53 Abs. 1^{ter} KR)

- SIX Exchange Regulation überwacht/stellt Verstoss fest;
- SIX Exchange Regulation steht im Austausch mit Emittenten (Untersuchung);
- SIX Exchange Regulation gelangt mit Sanktionsantrag an Sanktionskommission (Rechtsmittelinstanz: Schiedsgericht).

c) Status quo | Verstaatlichte Emittentenpflichten – Offenlegungsstelle

Offenlegung von Beteiligungen (Art. 120 ff. FinfraG)

Zuständigkeiten:

- Legislative: Bund;
- Exekutive: SIX Exchange Regulation (als aufsichtsrechtlich tätige Organisation)/FINMA;
- Judikative: FINMA/Eidgenössisches Finanzdepartement/Bundesstrafgericht.

Enforcement-Verfahren in der Praxis

- SIX Exchange Regulation stellt Verdacht fest;
- SIX Exchange Regulation informiert FINMA über jeden Verdacht (Art. 122 FinfraG);
- FINMA massregelt Emittent (Verwaltungsverfahren);
- Bundesverwaltungsgericht als zuständige Rechtsmittelinstanz im Verwaltungsverfahren;

- FINMA macht Anzeige an Eidgenössisches Finanzdepartement bei Verdacht auf strafbare Verletzung der Meldepflicht;
- Eidgenössisches Finanzdepartement führt allfälliges Strafverfahren (Art. 50 Abs. 1 i.V.m. Art. 51 Abs. 1 FINMAG¹⁰);
- Rechtsmittelinstanz im Strafverfahren (gemäss anwendbarem Recht: FINMAG/VStrR¹¹/StPO¹²).

d) Status quo | Verstaatlichte Emittentenpflichten – Prospektprüfstelle

Prospektprüfung (Art. 35 ff. FIDLEG¹³)

Zuständigkeiten:

- Legislative: Bund;
- Exekutive: Prüfstelle (SIX Exchange Regulation) als Private mit öffentlich-rechtlichen Aufgaben nach VwVG¹⁴ (Art. 51 ff. FIDLEG);
- Judikative: Bundesverwaltungsgericht.

Enforcement-Verfahren in der Praxis

- SIX Exchange Regulation prüft Prospekt in formeller Hinsicht;
- SIX Exchange Regulation entscheidet mittels Verfügung über (Nicht-)Genehmigung des Prospekts;
- Bundesverwaltungsgericht als Rechtsmittelinstanz.

Pro memoria: Mögliche Strafverfahren wegen Art. 90 FIDLEG (Verletzung der Vorschriften für Prospekte und Basisinformationsblätter) liegen bei der zuständigen Strafbehörde.

¹⁰ Bundesgesetz vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG, SR 956.1).

¹¹ Bundesgesetz vom 22. März 1974 über das Verwaltungsstrafrecht (VStrR, SR 313.0).

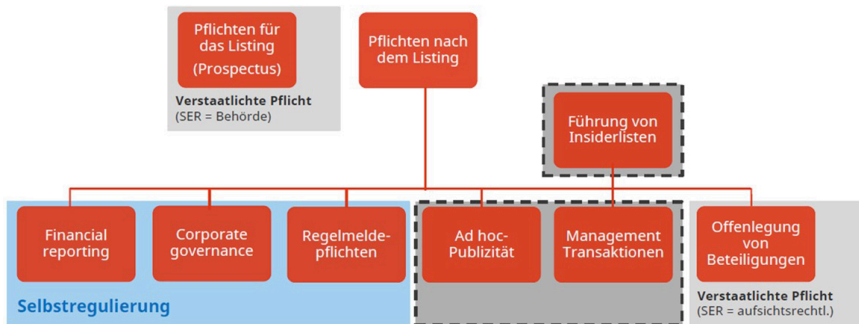
¹² Schweizerische Strafprozessordnung vom 5. Oktober 2007 (StPO, SR 312.0).

¹³ Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG, SR 950.1).

¹⁴ Bundesgesetz vom 20. Dezember 1968 über das Verwaltungsverfahren (VwVG, SR 172.021).

5. Regulierung Emittentenpflichten (& Corporate Disclosure) – Quo vadis?

a) VE-FinfraG | Regulierung Emittentenpflichten



b) VE-FinfraG | Insiderlisten (Art. 37a)

VE-FinfraG | Art. 37a Emittentenpflichten: Führung von Insiderlisten

¹ Gesellschaften, deren Effekten an einer Börse kotiert sind, sowie ihre Beauftragten müssen eine Liste der Personen führen, die bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben (Insiderliste).

² Die Insiderliste ist aktuell zu halten und während mindestens fünfzehn Jahren aufzubewahren. Sie ist so zu führen, dass sie der FINMA und der zuständigen Strafverfolgungsbehörde auf deren Ersuchen umgehend zur Verfügung gestellt werden kann.

³ Der Bundesrat regelt die Einzelheiten, insbesondere welche Angaben die Insiderliste enthalten muss. Er kann aus Gründen der Verhältnismässigkeit Ausnahmen von der Pflicht vorsehen, eine Insiderliste zu führen.

Zu beachten:

- Neuer Tatbestand: Führung von Insiderlisten;
- Aufbewahrungspflicht 15 Jahre;
- Aktualisierungspflicht;
- Jederzeitige Herausgabepflicht an FINMA und Strafverfolgungsbehörden;
- Mögliche Ausnahmen aus Gründen der Verhältnismässigkeit.

c) VE-FinfraG | Veröffentlichung Insiderinformationen (Art. 37b)

VE-FinfraG | Art. 37b Emittentenpflichten: Veröffentlichung und Meldung von Insiderinformationen

¹ Gesellschaften, deren Effekten an einer Börse kotiert sind, müssen Insiderinformationen, die in ihrem Tätigkeitsbereich zutage getreten sind, so rasch wie möglich veröffentlichen (Ad-hoc-Mitteilung). Sie müssen diese Insiderinformationen gleichzeitig der Börse melden.

² Die Börse muss die Insiderinformation an die FINMA weiterleiten.

³ Der Bundesrat regelt die Einzelheiten, insbesondere zum Inhalt und zur Form der Ad-hoc-Mitteilung, zum Zeitpunkt und zur Art der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung.

⁴ Er regelt, unter welchen Voraussetzungen die Veröffentlichung und die Meldung aufgeschoben werden können. Er kann aus Gründen der Verhältnismässigkeit Ausnahmen von der Veröffentlichungs- und Meldepflicht vorsehen.

Zu beachten:

- Grundlage im Bundesgesetz; Aufhebung von Art. 53 f. KR (Ad hoc-Publizität);
- Raschmöglichste Publikation von «Insiderinformationen» via Ad hoc-Mitteilung;
- Weiterleitungspflicht von Börse zu FINMA;
- Zuständigkeit bei Verstössen tendenziell bei FINMA; Kompetenzverschiebung;
- «Insiderinformation» vs. «kursrelevante Tatsache»?;
- Weiterer Regelungsbedarf (FinfraV): Bestehende Praxis/Rechtsprechung/organisatorische Umsetzung?

d) VE-FinfraG | Publikation Management Transaktionen (Art. 37c)

VE-FinfraG | Art. 37c Emittentenpflichten: Meldung und Veröffentlichung von Management-Transaktionen

¹ Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung einer Gesellschaft, deren Effekten an einer Börse kotiert sind, sowie diesen Mitgliedern nahestehende Personen müssen der Gesellschaft ihre Transaktionen mit Effekten der Gesellschaft oder mit daraus abgeleiteten Derivaten (Management-Transaktionen) innerhalb von zwei Handelstagen melden.

² Die Gesellschaft muss die erhaltenen Meldungen über Management-Transaktionen der Börse innerhalb von drei Handelstagen melden.

³ Die Börse muss die Management-Transaktionen so rasch wie möglich veröffentlichen; dabei sind insbesondere der Name und die Funktion der meldepflichtigen Person anzugeben.

⁴ Die Börse muss die Meldungen über Management-Transaktionen an die FINMA weiterleiten.

⁵ Der Bundesrat regelt die Einzelheiten, insbesondere welche Angaben zu melden sind. Er kann aus Gründen der Verhältnismässigkeit Ausnahmen von der Melde- und Veröffentlichungspflicht vorsehen sowie Handelssperrzeiten für Management-Transaktionen vorsehen.

Zu beachten:

- Grundlage im Bundesgesetz; Aufhebung von Art. 56 KR (Management-Transaktionen);
- Veröffentlichung von Namen und Funktion der meldepflichtigen Person;
- Ausweitung Meldepflicht auf Emittenten von Anleihen und Derivaten (bisher nur Beteiligungspapiere);
- Möglichkeit der Einführung von Handelssperrzeiten;
- Weiterleitungspflicht von Börse zu FINMA;
- Zuständigkeit bei Verstössen tendenziell bei FINMA; Kompetenzverschiebung;
- Weiterer Regelungsbedarf (FinfraV): Persönlichkeitsrechte (Art. 13 BV¹⁵); organisatorische Umsetzung?

¹⁵ Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (BV, SR 101).

e) VE-FinfraG | Aufsichtsinstrumente FINMAG (Art. 145 Abs. 1)

VE-FinfraG | Art. 145 Aufsichtsinstrumente gemäss FINMAG

¹ Die Aufsichtsinstrumente nach den Artikeln 29 Absatz 1, 30, 32, 34 und 35 FINMAG sind auf sämtliche Personen anwendbar, welche Artikel 37a–37c, 120, 121, 124, 142 oder 143 dieses Gesetzes verletzen.

² Bei einer Verletzung von Artikel 120, 121 und 124 steht der FINMA auch das Aufsichtsinstrument nach Artikel 31 FINMAG zur Verfügung.

Zu beachten:

- Aufsichtsinstrumente der FINMA sind gegenüber Emittenten und natürlichen Personen anwendbar (unter anderem Auskunftspflicht und Meldepflicht sowie Einziehung).

f) VE-FinfraG | Strafbestimmungen (Art. 149a)

VE-FinfraG | Art. 149a Verletzung der Pflichten zur Führung einer Insiderliste sowie zur Meldung und Veröffentlichung von Insiderinformationen und Management-Transaktionen

¹ Mit Busse bis zu 500 000 Franken wird bestraft, wer vorsätzlich die Pflichten nach Artikel 37a, 37b Absatz 1 oder 37c Absätze 1 und 2 verletzt oder eine Handelssperrezeit nach Artikel 37c Absatz 5 nicht einhält.

² Wer fahrlässig handelt, wird mit Busse bis zu 100 000 Franken bestraft. In leichten Fällen wird auf die Strafverfolgung und die Bestrafung verzichtet.

Zu beachten:

Strafbestimmung: Verletzung von Emittentenpflichten

- Insiderliste, Veröffentlichung Insiderinformationen und Management-Transaktionen.

Parallele Verwaltungs- und Strafverfahren

- Nur noch Bussen:
 - bis CHF 500'000 bei Vorsatz (ehem. Börsenregularien: bis CHF 10. Mio.);
 - bis CHF 100'000 bei Fahrlässigkeit (ehem. Börsenregularien: bis CHF 1 Mio.);
- Wegfall des Sanktionskatalogs der Börsenregularien (Sanktionen: Verweis; Busse; Sistierung des Handels; Dekotierung oder Umteilung in anderen regulatorischen Standard; Ausschluss weitere Kotierungen; Entzug der Anerkennung).

Strafverfolgungsbehörde (Eidgenössisches Finanzdepartement): nicht nur gegen Emittenten, sondern auch direkt gegen natürliche/meldepflichtige Personen (Geltung der Regelung *erga omnes*).

g) VE-FinfraG | Änderungen i.S. Offenlegungspflichten (in a nutshell)

Zu beachten:

- Verzicht auf den ersten meldepflichtigen Grenzwert von 3% der Stimmrechte, neu Meldepflicht ab 5% (Art. 120 Abs. 1);

- «Kompetenzerweiterung» der Offenlegungsstellen in Sachen Enforcement; Involvierung der FINMA nur noch in «schweren» Fällen (Art. 124a – 124e);
- Anzeigepflicht bei Verdacht auf strafbare Meldepflichtverletzung an FINMA und Strafverfolgungsbehörde (Art. 124a);
- Auskunftspflicht gegenüber Offenlegungsstelle (Art. 124b);
- Absprache zwischen Offenlegungsstellen für einheitliche Praxis (Art. 124d);
- Strafbarkeit bei Meldepflichtverletzungen wird konkretisiert/eingeschränkt (Art. 151).

III. Schlusswort

Die Selbstregulierung im Börsenwesen

- ist in der Schweiz ein wesentlicher und zentraler Bestandteil der Finanzmarktarchitektur;
- ist ein anerkanntes und über Jahrzehnte bewährtes Konzept, welches sich durch eine hohe Akzeptanz bei den Marktteilnehmern, Marktnähe, Fachwissen, Transparenz, Effizienz, Geschwindigkeit und Agilität auszeichnet und die Wirksamkeit nachweislich unter Beweis gestellt hat;
- entlastet die staatlichen Organe wesentlich;
- ist als Konzept ausserhalb der EU mehrheitlich vertreten (z.B. Kanada, USA, Singapur, Japan, Brasilien) und anerkannt, auch von der IOSCO (Internationale Organisation für Wertpapieraufsichtsbehörden);
- wird im Rahmen der vorgesehenen Änderungen des FinfraG aufgrund der Ausgliederung der beiden Bereiche Ad hoc-Publizität und Management-Transaktionen (Corporate Disclosure) punktuell ausgehöhlt respektive aufgegeben. Der damit verbundene Paradigmenwechsel (staatliche Überwachung und Zuständigkeit) scheint nicht im Sinne des Finanzmarktes.

Reverse Merger einer kotierten Gesellschaft

Sandro Fehlmann, Thomas U. Reutter

Inhalt

I.	Einleitung	122
II.	Definition und Abgrenzungen des Reverse Mergers	122
1.	Definition	122
2.	Abgrenzungen	123
a)	Von der Fusion nach FusG	123
b)	Vom De-SPAC	124
c)	Vom Mantelhandel	125
III.	Typische Struktur und Zeitplan	127
1.	Strukturierung eines Reverse Mergers	127
2.	Zeitplan eines Reverse Mergers	128
IV.	Rechtliche und regulatorische Aspekte	130
1.	Kapitalerhöhung	131
2.	Bewertung der eingebrachten Aktien	132
3.	Mögliche Aktienzusammenlegungen und/oder Kapitalherabsetzungen	133
4.	SIX-Kotierungspraxis	134
a)	Anwendung der Neukotierungsbestimmungen auf den Reverse Merger	134
b)	Abgrenzung der Qualifikation als «Reverse Merger» zur «Business Combination»	135
aa)	Qualifikation nach SEC	135
bb)	Qualifikation nach IFRS	136
cc)	Weitere mögliche Kriterien der Unterscheidung zwischen Reverse Mergers und Business Combinations	136
c)	Sanierungsausnahme?	137
5.	FIDLEG und Prospektanforderungen	137
a)	Zulassung zum Handel nach Finanzdienstleistungsgesetz	137
b)	Finanzinformationen im Prospekt	139
6.	Übernahmerecht und Offenlegung von Beteiligungen	140
a)	Nichtbestehen einer Angebotspflicht und Opting-Out	140
b)	Die Besonderheiten der Offenlegung von Beteiligungen beim Reverse Merger	142
V.	Steuerliche Aspekte	143
1.	Qualifikation des Revers Mergers als Quasifusion im steuerrechtlichen Sinne	143
2.	Allfällige dem Reverse Merger vorangehende Kapitalerhöhung des Privatunternehmens	144
3.	Allfällige dem Reverse Merger vorangehende Aktienzusammenlegungen	144

I. Einleitung

Reverse Mergers, oft auch *Reverse Takeovers* genannt, sind eine Alternative zu den traditionelleren Formen des Zugangs zum Kapitalmarkt, wie z.B. einem Börsengang (IPO). Bei einem *Reverse Merger* geht ein privat gehaltenes Unternehmen (das «Privatunternehmen») an die Börse, indem seine Aktionäre die Anteile am Unternehmen in eine börsennotierte Gesellschaft einbringen und damit auch die Kontrolle über diese kotierte Gesellschaft erlangen. Die Aktionäre eines Privatunternehmens erhalten in der Regel die Mehrheit der Anteile an der kotierten Gesellschaft und stellen die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrats. Mit Vollzug der Transaktion werden das Privatunternehmen und die kotierte Gesellschaft zu einer Gruppe, indem das Privatunternehmen technisch eine Tochtergesellschaft der kotierten Gesellschaft wird. Diese Methode ermöglicht es privaten Unternehmen, schnell und oftmals kostengünstig an die Börse zu gelangen, ohne den traditionellen IPO-Prozess durchlaufen zu müssen. In diesem Beitrag werden Eigenheiten, Struktur und die rechtlichen und regulatorischen Aspekte sowie praktische Herausforderungen eines *Reverse Mergers* untersucht. Idealtypisch ist dabei der *Reverse Merger* mit einer an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaft.

II. Definition und Abgrenzungen des *Reverse Mergers*

I. Definition

Ein *Reverse Merger* ist eine Form des Zusammenschlusses zwischen einer kotierten Gesellschaft und einem Privatunternehmen. Die Aktionäre des Privatunternehmens werden dabei Mehrheitsaktionäre der kotierten Gesellschaft. Ausgangslage des *Reverse Mergers* ist in der Regel ein *Transaction Agreement*, welches u.a. vorsieht, dass sämtliche Aktionäre des Privatunternehmens ihre Aktien in die kotierte Gesellschaft mittels Sacheinlage gegen Ausgabe von neuen Aktien der kotierten Gesellschaft einlegen. Folglich wird das Privatunternehmen eine neue vollständig gehaltene Tochtergesellschaft der kotierten Gesellschaft, welche künftig durch die bisherigen Aktionäre des Privatunternehmens (grossmehrheitlich) und die Alt-Aktionäre der kotierten Gesellschaft (Minderheit) gehalten wird. Grundsätzlich wäre aber auch eine Absorptionsfusion zwischen der kotierten Gesellschaft und dem Privatunternehmen mit der

kotierten Gesellschaft als überlebende Partei der Fusion möglich. Aufgrund der in der Regel signifikanten Kapitalerhöhung auf Stufe der kotierten Gesellschaft kommt es zu einer erheblichen Verwässerung der bestehenden Aktionäre der kotierten Gesellschaft. Diese Verwässerung ist insofern gerechtfertigt, als dass die Alt-Aktionäre der in der Regel notleidenden kotierten Gesellschaft wirtschaftlich bereits einen grossen Teil ihres Einsatzes verloren haben und dank des *Reverse Mergers* immerhin Aussicht auf eine gewisse zukünftige Wertsteigerung haben. Rechtlich wird das Privatunternehmen zwar eine Tochtergesellschaft der kotierten Gesellschaft, wirtschaftlich und aus Sicht der Rechnungslegung übernimmt jedoch das Privatunternehmen die kotierte Gesellschaft. Neben der Kapitalerhöhung wird in aller Regel die Firma, der Sitz und der Gesellschaftszweck der «neuen» Gesellschaft angepasst, um die wirtschaftliche Realität der Übernahme durch das Privatunternehmen zu reflektieren.

Wie erwähnt, führt die kotierte Gesellschaft oftmals einen wirtschaftlich nicht mehr nachhaltigen resp. notleidenden Betrieb, wobei die Aktionäre des Privatunternehmens darin ihre Möglichkeit sehen, ihre eigenen Aktien durch das «Gefäss» der bestehenden kotierten Gesellschaft an die Börse zu bringen. Die Kombination der beiden Unternehmen kann sodann, wenngleich dies nicht begriffsnotwendig ist, zu Synergien führen – zum Beispiel bei der Entwicklung von Produkten oder auch im Rahmen von strategischen Überlegungen. Dies insb. dann, wenn die beiden Gesellschaften in ähnlichen oder verwandten Geschäftsfeldern aktiv sind.

2. Abgrenzungen

a) Von der Fusion nach FusG

Bei einem *Reverse Merger* handelt es sich um eine Form einer Quasifusion, welche von der Fusion gem. dem Fusionsgesetz¹ abzugrenzen ist. Bei einer Quasifusion bleiben die beteiligten Rechtseinheiten, d.h. die Gesellschaft des Privatunternehmens sowie die kotierte Gesellschaft, weiterhin bestehen. Bei einer Fusion hingegen verschmelzen die beteiligten Gesellschaften, wobei im Normalfall eine der beteiligten Gesellschaften ihre Aktiven und Passiven mittels Universalsukzession auf die andere (überlebende) Gesellschaft überträgt und damit untergeht (sogenannte Absorptionsfusion). Um an die bestehende Kotierung anknüpfen zu können, würde in der vorliegenden Ausgangslage

¹ Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301).

wohl die Gesellschaft des Privatunternehmens in der kotierten Gesellschaft «aufgehen», d.h. von dieser absorbiert werden.

Somit hat der *Reverse Merger* auch keine formelle Neukotierung im Sinne einer Erstkotierung zur Folge. Es kann jedoch von einer materiellen Neukotierung gesprochen werden, da die übernommene (bereits kotierte) Gesellschaft nach dem *Reverse Merger* in der Regel eine neue Geschäftstätigkeit aufweist. Dies hat einen signifikanten Einfluss auf die Wahrnehmung der Gesellschaft und ihre Bewertung am Markt, da sie faktisch zur übernommenen Gesellschaft wird.

b) Vom De-SPAC

Abzugrenzen ist der *Reverse Merger* zudem vom Spezialregime des sogenannten De-SPAC². Bei Letzterem ist das IPO-Vehikel auf die Akquisition eines noch ungewissen Targets ausgerichtet. Die Akquisition hat gem. Art. 89h Abs. 1 des Kotierungsreglements der SIX³ innert drei Jahren zu erfolgen. Im Rahmen dieser Akquisition wird ein im Zeitpunkt des IPO meist noch nicht abschliessend identifiziertes Zielunternehmen übernommen, um es auf diesem Wege an die Börse zu bringen. Dabei gelingt es typischerweise durch den Börsengang ausreichende Barmittel für die Transaktion aufzunehmen, wobei die Aktionäre des Targets – im Gegensatz zum *Reverse Merger* – häufig nicht zu Mehrheitsaktionären des IPO-Vehikels werden. Im Unterschied zum *Reverse Merger* werden bei einem De-SPAC die Aktien der kotierten Gesellschaft mit dem primären Ziel an die Börse gebracht, künftig ein Target zu übernehmen. Die Anteile am IPO-Vehikel können entweder als Aktien (mit Rückgaberecht) oder als Wandelanleihen ausgegeben werden, wenngleich Letzteres in der Praxis der SIX Swiss Exchange noch nicht vorgekommen ist.

Die Richtlinie betreffend die Kotierung von SPACs der SIX Exchange Regulation⁴ verlangt u.a. die Überweisung des Emissionserlöses an ein Treuhandkonto, wobei der Erlös nur für den im Prospekt umschriebenen Zweck verwendet werden darf. Konkret handelt es sich dabei um die Akquisition eines (oder mehrerer) Unternehmen, die Deckung der damit verbundenen Kosten sowie den Rückkauf der Aktien im Rahmen des De-SPAC oder die Rückzahlung der IPO-Aktien im Falle der Liquidation des SPAC. Zudem darf der Emissions-

² *Special Purpose Acquisition Company*.

³ Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation vom 6. November 2024 (Kotierungsreglement, KR).

⁴ Richtlinie betreffend die Kotierung von SPACs der SIX Exchange Regulation vom 18. Oktober 2021 (Richtlinie SPACs, RLSPAC).

erlös ausschliesslich als Bankguthaben oder als kurzfristige liquide Anlage mit geringem Kursschwankungsrisiko gehalten werden.

Die Kotierung eines SPAC bedarf ausserdem ergänzender Offenlegungspflichten im Hinblick auf den bevorstehenden De-SPAC. So hat der Prospekt nach FIDLEG zusätzlich quantitative Beispiele zu enthalten, welche verschiedene Szenarien darstellen, die Aufschluss bieten über den möglichen Verwässerungseffekt des Investments der IPO-Aktionäre (Art. 4 Ziff. 1 RLSPAC). Dabei sind insb. die prozentualen Beteiligungsquoten weiterer Anteilseigner nach erfolgtem De-SPAC auszuweisen. Ebenfalls offenzulegen sind potenzielle Interessenkonflikte der Gründeraktionäre, die wesentlichen Bedingungen der Treuhandverträge für die Nutzung des Emissionserlöses, Informationen zum Prozess des De-SPAC und dem anvisierten Zielmarkt sowie weitere dem Informationsbedarf der IPO-Aktionäre dienenden Angaben im Prospekt (Art. 4 Ziff. 2 RLSPAC).

c) Vom Mantelhandel

Der Handel mit Aktien einer wirtschaftlich vollständig liquidierten sowie überschuldeten Gesellschaft, welche zwar von den Beteiligten aufgegeben, juristisch aber noch nicht aufgelöst wurde, ist nichtig.⁵ Hier sei erwähnt, dass die Aufgabe einer solchen Gesellschaft an sich nicht zur «Implosion» im Sinne einer Auflösung der Gesellschaft führt; «lediglich» der Handel mit Aktien von Mantelgesellschaften bringt die Nichtigkeitsfolge mit sich. Der Gesetzestext im seit dem 1. Januar 2025 geltenden Art. 684a OR⁶ nennt (i) das Fehlen einer Geschäftstätigkeit, (ii) das Fehlen von verwertbaren Aktiven sowie (iii) die Überschuldung als Qualifikationsmerkmal einer Mantelgesellschaft. Hingegen verstand das Bundesgericht bis anhin unter dem Begriff der Mantelgesellschaft eine (faktisch) vollständig liquidierte und von den Beteiligten aufgebene, juristisch aber noch nicht aufgelöste Gesellschaft, die aber nicht unbedingt überschuldet zu sein brauchte. Somit scheint die vom Bundesgericht etablierte Praxis zur Handänderung von Mantelgesellschaften mit Inkrafttreten der neuen Legaldefinition des Mantelhandels liberalisiert worden zu sein. Denn im Umkehrschluss lässt sich der Gesetzestext so lesen, dass bei fehlender Überschuldung keine nichtige Handänderung vorliegen kann (vgl. allerdings dazu die Praxis der HR-Ämter im Abschnitt sogleich).

Von dieser Meinung abweichend haben sich die Handelsregister dazu bekannt, zusätzlich zur neuen Gesetzgebung weiterhin an der Praxis der bestehenden

⁵ Vgl. BGE 64 II 361 E. 1; BGE 123 II 473 E. 5.

⁶ Bundesgesetz betreffend die Ergänzungen des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220).

bundesgerichtlichen Rechtsprechung festzuhalten.⁷ In Anbetracht der Massgeblichkeit von Bundesgesetzen für rechtsanwendende Behörden gem. Art. 190 BV mag dies stossend wirken. So ist es insb. aus rechtsstaatlicher Sicht problematisch, wenn sich die Handelsregisterämter dem expliziten Wortlaut des Gesetzestextes widersetzen. Allerdings stützt sich die Position der Handelsregister auf eine in den parlamentarischen Debatten hervorgebrachte Wortmeldung ab.⁸ Die Kommission begründete die Einführung dieser weiteren Definition einer Mantelgesellschaft und deren Stellung neben der bundesgerichtlichen Definition des Mantelhandels mit der Absicht, Fälle des missbräuchlichen Konkurses in den Fokus zu stellen und eben nicht die bundesgerichtliche Rechtsprechung zu kodifizieren.

Die Auffassung, wonach der gesetzliche Mantelhandel zur Bekämpfung von missbräuchlichen Konkursen neben die bundesgerichtliche Rechtsprechung zum Mantelhandel trete, wird nun auch von einem Teil der Lehre unterstützt.⁹ Die engere Legaldefinition würde sodann nur überschuldete Gesellschaften erfassen, wobei die bundesgerichtlich definierte Nichtigkeit des Handels mit Aktien einer Mantelgesellschaft weiterhin auch nicht überschuldete Gesellschaften betreffen könnte.¹⁰

In der Botschaft zum Bundesgesetz über die Bekämpfung des missbräuchlichen Konkurses hielt der Bundesrat allerdings in Bezug auf die Schaffung von Art. 684a OR die Absicht der Kodifizierung der langjährigen bundesgerichtlichen Rechtsprechung fest.¹¹ Die Kodifizierung von Rechtsprechung sollte dazu dienen, Rechtsunsicherheiten aus dem Wege zu schaffen. Das von den Handelsregistern angekündigte Vorgehen und die eingangs erwähnte Lehrmeinung erscheinen vor diesem Hintergrund fragwürdig. Im Ergebnis führt dies dazu, dass – entgegen dem Wortlaut von Art. 684a OR – weiterhin eine Überschuldung nicht zwingend gegeben sein muss, damit ein nichtiger Mantelhandel von Aktien vorliegt. Der Nichtigkeitsfolge als zivilrechtliche Höchststrafe sollten allerdings u.E. nur eindeutig missbräuchliche Fälle unterliegen. Mit dem Gesetzestext in Art. 684a Abs. 1 OR wurde dies grundsätzlich erreicht. Mit dem nun propagierten Fortbestand der bundesgerichtlichen Rechtsprechung wurde dieser Fortschritt jedoch wieder zur Nichte gemacht. Insb. in An-

⁷ Praxismitteilung EHRA 2/24 vom 11. Oktober 2024, Ziff. 1.2.

⁸ Im Namen der Kommission brachte Vogt hervor: «Die Rechtsprechung zum Mantelhandel hat dann eben – das will die Kommission zuhanden des Amtlichen Bulletins klarstellen –, was auch immer der Inhalt und die Tragweite dieser Rechtsprechung ist, ihren unveränderten Bestand.» (AB 2021 N 2011).

⁹ So etwa Harisberger, Art. 684a, BSK OR I, Rz. 2.

¹⁰ Vogt, AB 2021 N 2011.

¹¹ Botschaft des Bundesrates vom 26. Juni 2019 zum Bundesgesetz über die Bekämpfung des missbräuchlichen, BBl 2019, 5204.

betrachtet des fragwürdigen Unrechtsgehaltes des Handels mit Aktien von Gesellschaften, welche nicht überschuldet sind, scheint es durchaus berechtigt, die Frage aufzuwerfen, ob es sich bei der fortan bestehenden Rechtsunsicherheit nicht um ein gesetzgeberisches Versehen handelt, welches es zu korrigieren gilt.¹²

In der praktischen Umsetzung des oben Gesagten kann die für einen *Reverse Merger* typische gleichzeitige Änderung des Zwecks, des Sitzes, der Firma sowie der Mitglieder des Verwaltungsrates einer Gesellschaft allenfalls ein Indiz für das Bestehen einer Mantelgesellschaft sein.¹³ Dies ist jedoch aufgrund der genannten Umstände im Rahmen einer dem *Reverse Merger* vorangehenden *Due Diligence* im Einzelfall abzuklären. Fraglich ist sodann auch, welche Heilungsmöglichkeiten in Bezug auf Mantelgesellschaften bestehen. So ist grundsätzlich denkbar, dass durch Einlage von verwertbaren Aktiven vor Vollzug der Aktienübertragung verhindert wird, dass eine Handänderung unter den Tatbestand von Art. 684a OR fällt.

Unseres Erachtens fällt im Rahmen eines *Reverse Mergers* das Risiko der Nichtigkeitsfolge aufgrund des Mantelhandels minimal aus, da die Aktien der kotierten (allenfalls als Mantelgesellschaft zu qualifizierenden) Gesellschaft nicht «gehandelt» werden. Vielmehr werden im Rahmen der Kapitalerhöhung eben neue Aktien ausgegeben. Allerdings ist es vor allem im Vorfeld der Generalversammlung möglich, dass die Gesellschaft eigene Aktien kauft, um die erforderliche Mehrheit zu erreichen. Solche Transaktionen sind mit Vorsicht zu tätigen, um nicht mit den Folgen ihrer Nichtigkeit konfrontiert zu sein.

III. Typische Struktur und Zeitplan

1. Strukturierung eines *Reverse Mergers*

Typischerweise wird ein *Reverse Merger* so strukturiert, dass die Aktionäre des Privatunternehmens neben die bestehenden Aktionäre der kotierten Gesellschaft treten. Dabei besitzen die Aktionäre des Privatunternehmens nach der Transaktion die Mehrheit des Aktienkapitals der kotierten Gesellschaft. Rechtlich geschieht dies mittels einer substanziellen Kapitalerhöhung (in Form einer Sacheinlage-Kapitalerhöhung gem. Art. 634 OR) unter Ausschluss der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre, wodurch die bestehenden Altaktionäre signifikant verwässert werden. Der Zusammenschluss erfolgt im Rahmen ei-

¹² So auch Scotoni, 7.

¹³ BBl 2019, 5193 ff., 5214.

ner Kapitalerhöhung der kotierten Gesellschaft mittels Sacheinlage der Aktien des Privatunternehmens. Die zuvor privat gehaltene Gesellschaft wird dann zu einer Schwestergesellschaft der Tochtergesellschaften der kotierten Gesellschaft, sofern diese eine Konzernstruktur aufweist.

Bildlich kann die Strukturierung des *Reverse Mergers* wie folgt dargestellt werden:

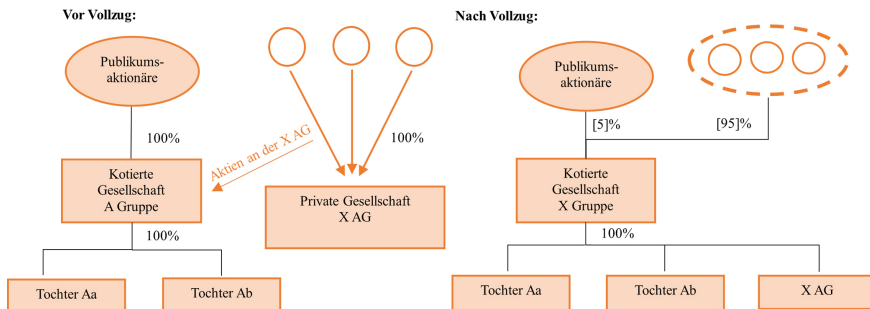


Abbildung 1: Strukturierung eines Reverse Takeovers

2. Zeitplan eines *Reverse Mergers*

Neben der Strukturierung stellt auch die Durchführung eines *Reverse Mergers* einen komplexen, mehrstufigen Prozess dar, dessen Zeitplan sich über mehrere Monate erstreckt und eine sorgfältige Planung und Koordination zwischen den beteiligten Parteien erfordert.

Auf die (oftmals gegenseitige) *Due Diligence* folgt typischerweise die Festlegung der optimalen Transaktionsstruktur des *Reverse Mergers*. Dabei gilt es nicht nur steuerliche und gesellschaftsrechtliche Aspekte zu berücksichtigen, sondern vor allem auch den börsen- und kotierungsrechtlichen Anforderungen gebührende Beachtung zu schenken. Dies bedingt auch eine Besprechung der Strukturierung des *Reverse Mergers* und insb. der erforderlichen Finanzzahlen mit der SIX Swiss Exchange Regulation im Rahmen eines Vorabbescheides.

Darauf folgt der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung zwischen den Aktionären des Privatunternehmens und der kotierten Gesellschaft. Gem. der Transaktionsvereinbarung steht der Vollzug der Transaktion in der Regel u.a. unter den aufschiebenden Bedingungen der (i) Zustimmung der Generalversammlung der kotierten Gesellschaft, (ii) der Kotierung der neuen Aktien an

der Börse, (iii) der Genehmigung des Prospekts durch die zuständige Prospektprüfstelle sowie (iv) allfälligen weiteren behördlichen Genehmigungen.

Zusammenschlussvorhaben einer gewissen Grösse im Allgemeinen und ein *Reverse Merger* als eine die kotierte Gesellschaft in ihren Grundzügen verändernde Transaktionsform im Besonderen, stellen kursrelevante Tatsachen dar. Diese müssen gem. Art. 53 KR¹⁴, sobald die kotierte Gesellschaft davon Kenntnis hat, veröffentlicht werden. Der Abschluss der Transaktionsvereinbarung muss deshalb mittels Ad Hoc-Publikation durch die kotierte Gesellschaft der Öffentlichkeit bekannt gegeben werden. Da der Abschluss einer solchen Transaktionsvereinbarung auf einem Plan des Emittenten beruht, kann die Bekanntgabe bis zur Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung aufgeschoben werden, sofern die Vertraulichkeit gewährleistet werden kann (Art. 54 Abs. 1 KR).¹⁵

Die zur Umsetzung des *Reverse Mergers* notwendige Kapitalerhöhung muss grundsätzlich als *ordentliche Kapitalerhöhung* von der Generalversammlung beschlossen werden. Aufgrund der in Art. 653s Abs. 2 OR festgehaltenen Obergrenze der Erhöhung des Aktienkapitals durch das Kapitalband um 50%, lässt sich ein *Reverse Merger* kaum je durch eine vorgängige Ermächtigung des Verwaltungsrates zur Kapitalerhöhung umsetzen (siehe unten, [IV.1](#)). Deshalb hat der Verwaltungsrat der kotierten Gesellschaft in aller Regel eine ausserordentliche Generalversammlung einzuberufen, um die ordentliche Kapitalerhöhung zu genehmigen und durchzuführen. Dabei hat er sicherzustellen, dass die gesetzliche Frist der Zustellung der Einladung von mindestens 20 Tagen vor Stattfinden der Generalversammlung (Art. 700 Abs. 1 OR) gewahrt ist.

Die Generalversammlung stimmt sodann gegebenenfalls über die *Opting out* Bestimmung in den Statuten ab (siehe zum *Opting out* unten, [IV.6.a](#)). Im Rahmen derselben Generalversammlung werden weitere Statutenanpassungen vorgenommen, wie die Änderung des Namens, des Zwecks sowie des Domizils der Gesellschaft. Zudem wird typischerweise auch gleich der Verwaltungsrat

¹⁴ Die Pflicht zur Ad Hoc-Publizität von kursrelevanten Informationen ist zurzeit auf Stufe des Kotierungsreglements der SIX geregelt. Durch Umsetzung des Vorschlags des Bundesrates zur Revision des FinfraG vom 19. Juni 2024 könnte sich jedoch eine Statuierung dieser Pflicht auf Gesetzesstufe abzeichnen.

¹⁵ Die Publikation des Entschlusses über die Durchführung eines *Reverse Mergers* (kursrelevante Information) kann bis zur rechtsverbindlichen Unterzeichnung aufgeschoben werden, da eine frühere Bekanntgabe, die berechtigten Interessen der kotierten Gesellschaft beeinträchtigen könnte. Der Emittent hat einen *Leak Contingency Plan* zu erstellen, welcher sicherstellt, dass die Vertraulichkeit der kursrelevanten Information während der Zeit des Bekanntgabeaufschubes gewährleistet ist. Dabei sind organisatorische Massnahmen zu ergreifen, sodass die vertrauliche Information nur an Personen weitergegeben wird, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen (Art. 54 Abs. 2 KR).

neu gewählt (oftmals bedingt auf den Vollzug der Transaktion) und gegebenenfalls über die Genehmigung der mit der Neuwahl verbundenen Vergütungsbeiträge abgestimmt.

Auf die Zustimmung der Aktionäre zur Kapitalerhöhung folgen die Einreichung des Prospektes sowie des Kotierungsgesuches, worauf wiederum die Prospektprüfung und die anschließende Publikation sowie die Genehmigung des Kotierungsgesuches folgen. Der Vollzug der Transaktionsvereinbarung und die Kotierung der neuen Aktien markieren den Abschluss des Reverse Mergers aus rechtlicher Perspektive.

Grafisch lässt sich dies wie folgt darstellen:

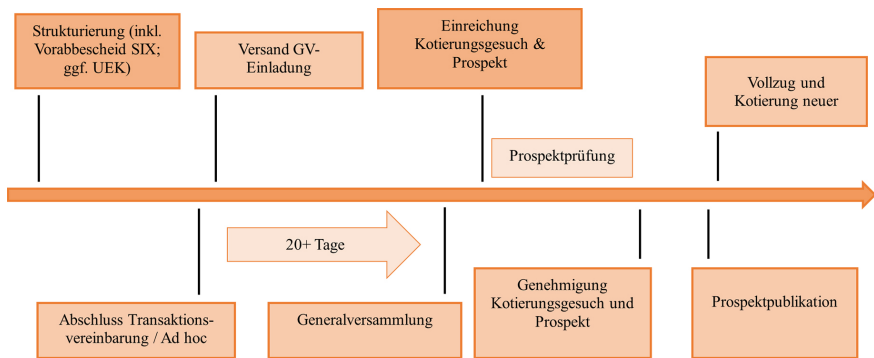


Abbildung 2: Ablauf eines Reverse Takeovers

IV. Rechtliche und regulatorische Aspekte

Die rechtlichen Anforderungen für Kapitalerhöhungen im Rahmen eines Reverse Mergers folgen den üblichen Anforderungen für ordentliche Kapitalerhöhungen mit anschließender Sachliberierung. Es ist ein Generalversammlungsbeschluss erforderlich, und die Sacheinlage der Aktien der privaten Gesellschaft muss bewertet, dokumentiert und anschliessend von einem Revisor geprüft werden. Damit verbundene Knackpunkte sind die Bewertung der Sacheinlagen, also der Aktien des Privatunternehmens sowie die Festlegung des Tauschverhältnisses zu den im Rahmen der Kapitalerhöhung neu gezeichneten Aktien der kotierten Gesellschaft. Besondere Herausforderungen ergeben sich sodann bei der Anpassung des Nennwerts der Aktien und dem Umgang mit Bruchteilen.

1. Kapitalerhöhung

Der dem *Reverse Merger* inhärente Wechsel der Kontrollmehrheit bringt die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung von mehr als 100% mit sich. Art. 653a Abs. 1 OR und Art. 653s Abs. 2 OR beschränken die maximal zulässige Kapitalerhöhung aus einer bedingten Kapitalerhöhung und dem Kapitalband auf zusammen höchstens 100%. Somit reicht es in der Regel nicht aus, um mittels Kombination der bedingten Kapitalerhöhung und der Ausschöpfung des Kapitalbands das Aktienkapital in dem Umfang zu erhöhen, dass eine Mehrheitsbeteiligung erreicht werden kann. Es besteht also grundsätzlich keine Möglichkeit, einen *Reverse Merger* im Rahmen einer zuvor beschlossenen Ermächtigung des Verwaltungsrates zur Anpassung des Aktienkapitals umzusetzen, womit hierzu (in jedem Fall) eine Generalversammlung einzuberufen und eine ordentliche Kapitalerhöhung durchzuführen ist. Vor der eigentlichen Sacheinlage der Aktien des Targets wird vorab häufig mittels Barliberierung eine «kleine» ordentliche Kapitalerhöhung vorgenommen, um ein gerades Austauschverhältnis (d.h. ohne Dezimalstellen) zu schaffen.

Im Rahmen der (oftmals) ausserordentlichen Generalversammlung beschliessen die Aktionäre das Kapital mittels Sacheinlage der Aktien der übernehmenden Gesellschaft durch die Aktionäre der privat gehaltenen Gesellschaft zu erhöhen. Dieser Beschluss unterliegt gem. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR dem qualifizierten Mehr, wonach zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen, sowie die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte dem Antrag zuzustimmen haben. Zur Umsetzung der Transaktion ist ein Ausschluss der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre notwendig, wobei das Gesetz in Art. 652b Abs. 2 OR die Übernahme von Unternehmen, als einen die Einschränkung explizit rechtfertigenden wichtigen Grund vorsieht. Die Einschränkung des Bezugsrechts der Aktionäre bedarf gem. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR ebenfalls der Zustimmung der Generalversammlung mit dem qualifizierten Mehr.

In Sacheinlageverträgen zwischen den zeichnenden Aktionären und der Gesellschaft wird der Gegenstand der Einlage – bei einem *Reverse Merger* die Aktien der privaten Gesellschaft – festgehalten (Art. 634 Abs. 2 OR). Im Anschluss daran hat der Verwaltungsrat gem. Art. 652e Ziff. 1 OR in einem schriftlichen Bericht Rechenschaft über die Aktien der noch privat gehaltenen Aktiengesellschaft als Gegenstand der Sacheinlage und die Angemessenheit ihrer Bewertung abzulegen. Dieser Kapitalerhöhungsbericht wird mit allfälligen weiteren Teilgehalten von einem zugelassenen Revisionsexperten überprüft, wobei dieser die Vollständigkeit des Kapitalerhöhungsberichtes bestätigt (Art. 652f Abs. 1 OR). Daraufhin ändert der Verwaltungsrat die Statuten, und hält insb.

fest, dass sämtliche Aktien gültig gezeichnet wurden und die versprochenen Einlagen dem gesamten Ausgabebetrag entsprechen (Art. 652g Abs. 1 OR). Der Beschluss über die Statutenänderung ist gem. Art. 652g Abs. 2 OR öffentlich zu beurkunden. Zur Umsetzung der Kapitalerhöhung bleiben der börsenkotierten Gesellschaft sechs Monate ab Beschlussfassung der Generalversammlung (Art. 650 Abs. 3 OR). Ansonsten entfällt die Gültigkeit des Beschlusses und die Kapitalerhöhung muss erneut in einer weiteren Generalversammlung bestimmt werden.

Aktien einer kotierten Gesellschaft müssen als Bucheffekten ausgestaltet sein, damit sie handelbar sind. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung hat der Emittent dementsprechend in der Regel neue Wertrechte (unverbriefte Aktien) zu schaffen, welche sodann als Bucheffekten gem. Art. 3 Abs. 1 BEG ausgestaltet werden.

2. Bewertung der eingebrachten Aktien

Der öffentlich zu beurkundende Generalversammlungsbeschluss über die Kapitalerhöhung hat, nebst den weiteren Mindestgehalten gem. Art. 650 Abs. 2 OR, auch den Gegenstand sowie die Bewertung der Sacheinlagen zu beinhalten. Die Bewertung der Sacheinlagen – also der Aktien der privat gehaltenen Gesellschaft – stellt somit einen weiteren wichtigen Aspekt des *Reverse Mergers* dar. Im Rahmen der Bewertung der Sacheinlagen ist die Frage zentral, wie die Aktien des Privatunternehmens bewertet werden und zu welchem Preis die neu geschaffenen Aktien ausgegeben werden, da damit auch das Austauschverhältnis zwischen den privat gehaltenen und den neuen kotierten Aktien festgelegt wird. Dieses Austauschverhältnis stellt regelmässig einen der wichtigsten Verhandlungsgegenstände dar.

Wobei bei der Bewertung der Aktien der kotierten Gesellschaft mit dem Kurswert grundsätzlich ein geeigneter Indikator vorliegt, stellt die Bewertung der Aktien des Privatunternehmens eine grössere Herausforderung dar. Aufgrund der eher tiefen Liquidität von privat gehaltenen Aktien hat der Verwaltungsrat der kotierten Gesellschaft eine sorgfältige Bewertung des Privatunternehmens vorzunehmen, um den Wert der einzelnen Aktien bestimmen zu können. Aufgrund des in internationalen Rechnungslegungsstandards (bspw. Bewertung nach IFRS) verlangten Prinzips der *fair value*-Bewertung, kann es auch bei Titeln kotierter Gesellschaften dazu kommen, dass deren Bewertung aus Illiquiditätsgründen abweichend vom letzten am Markt erzielten Preis festgelegt werden muss.

Aus den Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrates der kotierten Gesellschaft kann im Rahmen der Bewertung der Aktien ein nicht zu vernachlässigendes Verantwortlichkeitsrisiko resultieren. Um das Haftungsrisiko zu minimieren, empfiehlt sich ein besonders sorgfältiges Vorgehen sowie das Abstützen des Bewertungsentscheides auf eine saubere Bewertungsgrundlage. So hat sich die Bewertung des Privatunternehmens auf eine Abwägung verschiedener Bewertungsmethoden abzustützen, wobei externe Berater herbeigezogen werden sollten. Es empfiehlt sich allenfalls eine *Fairness Opinion* einzuholen. Denn wenn auch eine solche nicht gesetzlich gefordert ist, so schafft sie eine saubere Bewertungsgrundlage, auf Basis derer eine sorgfältige Entscheidung getroffen werden kann und sie wirkt ebenfalls vertrauensfördernd gegenüber den Aktionären. Zudem empfiehlt es sich, die Verwaltungsratsbeschlüsse detailliert zu dokumentieren.

Die den Nennwert allenfalls überschreitende Einlage ist gem. Art. 671 Abs. 1 Ziff. 1 OR den (gesetzlichen) Kapitaleinlagereserven zuzuschreiben.

3. Mögliche Aktienzusammenlegungen und/oder Kapitalherabsetzungen

Eine Anpassung des Nennwertes der Aktien der kotierten Gesellschaft kann im Rahmen eines *Reverse Mergers* angezeigt sein, um den Marktwert der Aktien den mit der Transaktion verbundenen Veränderungen anzupassen.

Eine Aktienzusammenlegung (*Reverse Share Split*) kann ein geeignetes Mittel sein, um Abhilfe zu leisten, falls der Kurs der Aktien der kotierten Gesellschaft besonders niedrig ist. Solche sogenannten *Penny Stocks* übertragen ihre niedrige Attraktivität möglicherweise auf die neu geschaffenen Aktien. Zudem schrecken besonders tiefe Aktienkurse institutionelle Investoren ab, welche häufig die Umsetzung eines Zusammenschlusses entscheidend mittragen.

Eine Nennwertherabsetzung (als Form der Kapitalherabsetzung) kann erforderlich sein, wenn der Marktwert der Aktien im Zuge des Zusammenschlusses unter den Nennwert zu fallen droht. Die Herabsetzung kann durch eine konstitutive bzw. materielle Kapitalherabsetzung (Art. 653j ff. OR; Art. 55 HRegV) ohne Ausschüttung erfolgen, wobei die Mittel den gesetzlichen Kapitalreserven zugewiesen werden. Dabei gilt es bei Vorliegen von verschiedenen Aktienkategorien dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz Rechnung zu tragen.

Seit der Revision ist nun ausdrücklich eine Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag möglich (Art. 653n Ziff. 1 OR). Die Gesellschaft hat somit ein Wahlrecht, ob sie den Herabsetzungsbetrag auf eine bestimmte Ziffer fixieren will

oder den Herabsetzungsbetrag mit einem Maximalbetrag variabel gestalten will. Welche Form der Kapitalherabsetzung umgesetzt wird, ist im Beschluss der Generalversammlung festzuhalten (Art. 653n Ziff. 2 OR). In beiden Fällen hat der Generalversammlungsbeschluss den fixen oder variablen Betrag bis zu welchem das Kapital höchstens herabgesetzt werden darf in Form einer Zahl zu enthalten.

Im Falle einer Überschuldung (d.h. nicht nur das Eigen- sondern auch das Fremdkapital ist nicht mehr durch das Reinvermögen gedeckt) ist eine konstitutive Herabsetzung nicht durchführbar. Alternativ – und im Falle einer Unterbilanz als Sanierungsmassnahme durchaus geeignet – kann eine deklarative Herabsetzung des Aktienkapitals erfolgen (Art. 653p OR, Art. 56 HRegV).¹⁶ Sie stellt ausschliesslich eine Bilanzbereinigung dar, ohne dass mit ihr tatsächlich ein Abfluss bzw. eine Deblockierung von Mitteln einhergeht. Dabei wird der Herabsetzungsbetrag nicht an die gesetzlichen Reserven zugewiesen, sondern zur Deckung des in der Bilanz ausgewiesenen Verlustes verwendet. Die deklarative Kapitalherabsetzung darf lediglich dem Umfang der Unterbilanz entsprechen, da sonst eine konstitutive Kapitalherabsetzung erfolgen würde.

4. SIX-Kotierungspraxis

a) Anwendung der Neukotierungsbestimmungen auf den *Reverse Merger*

Um mögliche Missbrauchsgefahren von Mantelgesellschaften einzudämmen, hat die SIX Swiss Exchange eine eigene, etwas strengere Praxis im Umgang mit *Reverse Mergers* etabliert.¹⁷ Aus der Praxis der SIX – und allenfalls auch indirekt aus dem SIX IPO Guide¹⁸ – geht hervor, dass die SIX die Vorschriften von Neukotierungen auf *Reverse Mergers* anwendet. Dabei grenzt sie den *Reverse Merger* von der sogenannten *Business Combination* – also der Kapitalerhöhung mittels Sachliberierung – ab, wobei die SIX auf Letztere die Neukotierungsvorschriften nicht anwendet. Hingegen wirft die weitreichende Übernahme der Neukotierungsvorschriften auf *Reverse Mergers* die Frage nach ihrer Notwendigkeit zur Verhinderung von Missbräuchen auf. Zudem scheint uns die ge-

¹⁶ a.A. Aebischer/Küng, Art. 653p, BSK OR II, Rz. 7.

¹⁷ Definition *Reverse Merger* gem. SIX IPO Guide, 14: «A private entity «acquires» an entity whose shares are already listed on SIX Swiss Exchange, by means of a «reverse merger». The private entity's shareholders exchange their shares for new shares in the acquired corporation».

¹⁸ SIX IPO Guide, 14: «Generally, the same listing requirements apply regardless of whether a company lists its shares with or without a share offering».

setzliche resp. börsenregulatorische Grundlage, auf welche sich eine solche Handhabung abstützt, unklar.

Die Folgen der Anwendbarkeit der Neukotierungsvorschriften sind u.a.:

- Das Erfordernis des dem Buchwert entsprechenden Mindesteigenkapitals im Umfang von CHF 25 Millionen findet Anwendung. Wobei diese Anforderung aufgrund des *Transaction Accountings* nach IFRS häufig kein unüberwindbares Hindernis darstellt.
- Am ersten Handelstag haben mindestens 20% aller ausstehenden Wertpapiere der kotierten Gesellschaft derselben Kategorie im Streubesitz zu sein, wobei dieser Anteil einer Mindestmarktkapitalisierung von CHF 25 Millionen zu entsprechen hat. Diese Anforderung an den *free float* ergeben sich aus Art. 19 der SIX-Listing Rules.
- Der anerkannte Vertreter, welcher für die Einreichung des Kotierungsge- suchs verantwortlich ist, hat eine Bank zu sein.
- Auswirkungen auf den Inhalt des Prospektes und die darin auszuweisenden Finanzzahlen (hierzu mehr unter 5.b)).

b) Abgrenzung der Qualifikation als «Reverse Merger» zur «Business Combination»

Aufgrund der weitreichenden Folgen der Anwendung der Neukotierungsvor- schriften auf *Reverse Mergers* ist die Unterscheidung zwischen einem solchen und dem Fall einer *Business Combination* von grosser Bedeutung. Hierzu gibt es verschiedene Unterscheidungsmassstäbe.

aa) Qualifikation nach SEC

Das SEC¹⁹ wendet die Neukotierungsvorschriften auf einen «Reverse Merger» nur an, wenn es sich beim IPO-Vehikel um eine «Shell Company» handelt. Eine solche liegt vor, wenn die Gesellschaft über keine oder nur eine nominale operative Geschäftstätigkeit verfügt und ebenfalls keine oder nur nominelle Vermögenswerte besitzt, resp. diese hauptsächlich aus Cash oder Cash-ähn- lichen Vermögenswerten bestehen. Typischerweise verfügt die Gesellschaft dann auch über praktisch keine Mitarbeiter, wobei sie ihren Umsatz eher pas- siv generiert. Dies entspricht auch weitestgehend der bundesgerichtlichen Betrachtungsweise für Mantelgesellschaften, welche in einer etwas engeren Fassung in Art. 684a OR übernommen wurde.

¹⁹ United States Securities and Exchange Commission.

bb) Qualifikation nach IFRS

Nimmt man die Qualifikation jedoch gem. dem IFRS 3-Standard vor, so gilt jeder Zusammenschluss, der eine relative Stimmenmehrheit der einlegenden Aktionäre nach Vollzug zur Folge hat, als *Reverse Merger*. Eine Vorgehensweise gem. IFRS hätte zur Folge, dass jede Akquisition mit einer postakquisitorischen Stimmenmehrheit der neuen Aktionäre grundsätzlich als *Reverse Merger* zu qualifizieren wäre. Dies würde mit einer faktischen Unmöglichkeit von insb. im Kontext der Sanierungsmassnahmen wirtschaftlich legitimen Transaktionen einhergehen, weil auf sämtliche Formen des *Reverse Mergers* die Neukotierungsvorschriften Anwendung finden würden.

Es besteht also ein Spannungsfeld zwischen der restriktiven IFRS-Qualifikation und der Wirksamkeit der Missbrauchsbekämpfung einer Qualifikation als «*Reverse Merger*» gem. den Voraussetzungen des SEC. Das Schweizer Börsenrecht, resp. die Regularien der SIX geben ebenfalls keinen Aufschluss zu dieser Thematik.

cc) Weitere mögliche Kriterien der Unterscheidung zwischen Reverse Mergers und Business Combinations

Als (potenziell) relevante Kriterien bei der Abgrenzung von *Reverse Mergers* zu *Business Combinations* können insb. (i) die Kontinuität der bestehenden kotierten Gesellschaft, sowie (ii) die Kompatibilität bzw. Synergien zwischen dem bestehenden und dem einzubringenden Geschäft herbeigezogen werden. Zur Eruierung von (i) kann das Kriterium der Weiterführung (von Teilen) des bei der kotierten Gesellschaft bestehenden operativen Geschäfts herangezogen werden. In Frage kommen insb. die Weiternutzung oder geplante Weiterentwicklung von bestehenden Vermögenswerten, Verträgen, Immaterialgüterrechten oder allenfalls auch (klinischen) Daten oder Studien. Die Unterstützung der Transaktion von (gewissen) bedeutenden Aktionären der kotierten Gesellschaft, bspw. mittels Teilnahme an der Zwischenfinanzierung kann ebenfalls ein Indiz der Fortführung der bestehenden Gesellschaft darstellen. Dasselbe gilt für (partielle) personelle Kontinuität im Verwaltungsrat oder der Geschäftsleitung. Gegen eine Qualifikation als *Business Combination* würde im Lichte von (ii) die Verwendung einer branchenfremden kotierten Gesellschaft als «*Listing-Vehikel*» sprechen. Mit der Abstellung auf dieses Kriterium geht zudem ein Gegengewicht zu solchen branchenübergreifenden Vorhaben einher. Denn das zusätzliche Abgrenzungskriterium des Synergiepotenzials zwischen den sich zusammenschliessenden Gesellschaften würde die Abgrenzung zwischen Transaktionen mit einer branchenfremden *Shell Company* als IPO-Vehikel an deren Überleben kein gesamtwirtschaftliches Interesse be-

steht, von gesamtwirtschaftlich sinnvollen Transaktionen im Rahmen von ordentlichen Kapitalerhöhungen vereinfachen.

Wenn die genannten Kriterien erfüllt sind, so sollte die Transaktion als ordentliche Kapitalerhöhung qualifiziert und damit von der Anwendung der Vorschriften einer Neukotierung abgesehen werden.

c) Sanierungsausnahme?

Die Börsenregularien kennen in Bezug auf Neukotierungen und *Reverse Mergers* grundsätzlich keine expliziten Bestimmungen zu besonderen «echten» Sanierungsfällen als zulässige Restrukturierungsmassnahmen. Eine solche Ausnahme würde eine besonders einschränkende Handhabung der Qualifikation von *Reverse Mergers* rechtfertigen. Denkbar wäre eine analoge Anwendung von vergleichbaren Ausnahmen und/oder Erleichterungen für Sanierungs- resp. Restrukturierungsfälle (bspw. aus dem Schweizer Übernahme- oder Steuerrecht). So könnte die aufgrund der Sanierungsbedürftigkeit von der Angebotspflicht eine Ausnahme gewährende Bestimmung aus Art. 135 FinfraG sinngemäss angewendet werden. Diese erlaubt gem. der Praxis der Übernahmekommission eine Ausnahme der Angebotspflicht, falls das Interesse am Fortbestand der Gesellschaft die Ausnahme rechtfertigt. Dies ist insb. gegeben, wenn (i) die Gesellschaft sich in einer Notlage befindet (Sanierungsbedarf), (ii) die vorgesehenen Massnahmen nach dem normalen Lauf der Dinge vernünftigerweise geeignet sind den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern (Sanierungsseignung) und (iii) es nicht möglich ist, mit einem milderen Mittel den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern (Subsidiarität). So scheint es insb. bei einem bestehenden Sanierungsinteresse durchaus gerechtfertigt – nicht zuletzt zur Rettung von Arbeitsplätzen und der Behebung von existenzgefährdenden Schwächen – von einer *Business Combination* auszugehen anstatt eines börsenrechtlichen *Reverse Mergers* mit Anwendung der Neukotierungsbestimmungen.

5. FIDLEG und Prospektanforderungen

a) Zulassung zum Handel nach Finanzdienstleistungsgesetz

Mangels öffentlichen Angebots der neuen Aktien der kotierten Gesellschaft verlangt das Finanzdienstleistungsgesetz²⁰ in der Regel keine Prospektpubli-

²⁰ Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

kation im Rahmen des Abschlusses der Transaktionsvereinbarung oder zum Zeitpunkt der Generalversammlung der kotierten Gesellschaft in welcher u.a. über die ordentliche Kapitalerhöhung befunden wird. Dies hat zur Folge, dass zu jenem Zeitpunkt keine umfassenden Informationen an die Aktionäre der kotierten Gesellschaft und allfällige weitere Investoren verteilt wurden – eine ausführliche *Investor Education* mittels sorgfältig erarbeiteten Prospekts bleibt somit zu diesem Zeitpunkt aus. Dies ist insofern erstaunlich, als ein Prospekt im Rahmen der späteren Kotierung der Aktien sehr wohl notwendig ist (vgl. sogleich), zu diesem Zeitpunkt die Entscheidungsfindung der Aktionäre und Investoren aber bereits vorgenommen wurde. Der Grund für die unbefriedigende Informationsbasis ist häufig, dass solche ausführenden Dokumente aus Gründen der Prospektähnlichkeit ebenfalls haftungsauslösend sein können.

Anlass zur Kritik am *Reverse Merger* gibt also insb. eine Betrachtung dieses Vorgangs aus aktionärsschutzrechtlicher Sicht. Da die Aktionäre zum Zeitpunkt der Beschlussfassung an der Generalversammlung über die Kapitalerhöhung – womit faktisch auch über die Durchführung des *Reverse Mergers* entschieden wird – keinen Prospekt und über die in den Traktanden und Anträgen zur Generalversammlung dargelegten Information hinaus auch keine sonstigen Angaben über die Durchführung der Transaktion (bspw. *Investor Presentations*) erhalten, basiert der Entscheid über die Durchführung der Transaktion auf einer dürftigen Informationsgrundlage. Allerdings scheint es für den Aktionär der konkursiten kotierten Gesellschaft grundsätzlich ein zu unterstützendes Vorhaben zu sein, wenn sich durch den *Reverse Merger* seine Aussichten auf ein rentables Investment wieder erhöhen. Damit wird der bestehende Aktionär der kotierten Gesellschaft trotz der Hürde der nicht umfassenden Informationsgrundlage durchaus gewillt sein, der Kapitalerhöhung zuzustimmen.

Für allfällige weitere Investoren ist die fehlende *Investor Education* wohl von geringerer Bedeutung, als es sich bei diesen womöglich um Institutionelle handelt, welche mit den Gesellschaften in Kontakt treten und sich somit ein genaueres Bild über die geplante Transaktion verschaffen können.

Zur Erstellung und Prüfung eines Prospektes ist gem. Art. 35 Abs. 1 FIDLEG jedoch auch verpflichtet, wer um eine «Zulassung von Effekten zum Handel auf einem Handelsplatz» ersucht. Die in Art. 38 lit. a FIDLEG aufgeführte Ausnahme zur Prospektpflicht bei einer Ausstellung von Effekten im Umfang von weniger als 20% der bestehenden Effekten kann im Rahmen des durch die Natur eines *Reverse Mergers* geforderten Kontrollwechsels keine Anwendung finden. Ähnlich verhält es sich mit der in Art. 38 lit. b FIDLEG statuierten Aus-

nahme gem. welcher die Einräumung von Pflichtwandelanleihen anstatt der Emission von Aktien ebenfalls einen Ausnahmetatbestand der Prospektpflicht darstellen kann. Eine solche Ausgestaltung ist beim *Reverse Merger* kaum je darstellbar.

b) Finanzinformationen im Prospekt

Das FIDLEG und die hierzu konkretisierende Finanzdienstleistungsverordnung²¹ umschreiben die Prospektanforderungen, welche sodann auch auf den Prospekt im Rahmen eines *Reverse Mergers* Anwendung finden. So hat der Prospekt gem. Ziff. 2.8.1 lit. a Anhang 1 FIDLEV die beiden zuletzt veröffentlichten konsolidierten Jahresabschlüsse zu enthalten (zur Notwendigkeit eines Zwischenabschlusses im Abschnitt sogleich). Die Rechnungslegung hat einem anerkannten Standard (IFRS, US GAAP, Swiss GAAP FER) zu entsprechen. Ist anzunehmen, dass wesentliche Veränderungen seit dem letzten Jahres- bzw. Zwischenabschluss vorliegen, so finden die Richtlinien der jeweiligen Prüfstelle in Bezug auf Pro forma-Finanzinformationen Anwendung (Ziff. 2.8.6 Anhang 1 FIDLEV). Bei einem *Reverse Merger* ist eine solche Veränderung definitionsgemäss vorliegend, womit der Prospekt die Pro forma-Finanzinformationen aufzuweisen hat. Die Anforderungen an diese Pro-Forma Finanzinformationen sind der Richtlinie der Pro forma-Finanzinformationen für die Handelszulassung der SIX Exchange Regulation²² zu entnehmen und sie dienen insb. der transparenten Darstellung der finanziellen Situation der zu übernehmenden Gesellschaft gegenüber den Anlegern. Im Gegensatz zu einem gewöhnlichen Konsolidierungsabschluss enthält die Pro forma-Finanzinformation lediglich eine Bilanz, eine Erfolgsrechnung, das Ergebnis je Aktie sowie weiterführende Erläuterungen (Art. 10 Abs. 1 RLFH). Der zweite Absatz desselben Artikels fordert, dass mit den «Erläuterungen ein Bild vermittelt wird, als ob [der *Reverse Merger*] bereits zu Beginn der jeweiligen Periode erfolgt wäre». Art. 12 Abs. 2 RLFH gibt vor, dass die für die Pro forma-Finanzinformationen vorgenommenen Anpassungen einzeln in einer tabellarischen Überleitung darzustellen sind und auf die entsprechenden Erläuterungen zu referenzieren ist. Gem. Art. 12 Abs. 3 RLFH ist die Erstellung der Pro forma-Finanzinformationen von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer zu überprüfen. Der Pro forma-Prüfungsbericht ist ebenfalls im Prospekt abzubilden (Art. 12 Abs. 4 RLFH). Die Prüfstelle hat Bezug zu nehmen auf die in den Erläuterungen beschriebene Grundlage der Erstellung der Pro forma-Informationen, den angewandten Prüfungsstandard sowie den Umfang der erfolg-

²¹ Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV, SR 950.11).

²² Richtlinie Pro Forma-Finanzinformationen für die Handelszulassung vom 28. Juni 2023 (Richtlinie Pro Forma-Finanzinformationen Handelszulassung, RLFH).

ten Prüfungsarbeiten. Zudem hat der Pro forma-Prüfungsbericht die Aussage zu enthalten, dass die Pro forma-Finanzinformationen in allen wesentlichen Belangen auf der angegebenen Grundlage erstellt wurden und diese Grundlage im Einklang mit den Rechnungslegungsgrundsätzen des Emittenten steht (Art. 12 Abs. 6 Ziff. 1 und 2 RLFH).

Liegt der Stichtag des letzten Abschlusses mehr als neun Monate zurück, so ist je nach Umfang der Veränderung seit dem letzten Abschluss ein Zwischenabschluss oder eine unterjährige Pro forma-Finanzinformation für die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres in den Prospekt aufzunehmen (Art. 13 Abs. 1 RLFH). Dieser Zwischenabschluss hat weder geprüft noch einer prüferischen Durchsicht unterzogen zu werden. Der Zeitpunkt der Prospektpublikation hat vor der Kotierung der neuen Aktien anzufallen. In der Regel geschieht dies am Tag vor der Handelseröffnung.

6. Übernahmerecht und Offenlegung von Beteiligungen

a) Nichtbestehen einer Angebotspflicht und *Opting-Out*

Das Übernahmerecht spielt eine zentrale Rolle bei *Reverse Mergers*, insb. wenn die Aktionäre der privaten Gesellschaft nach der Transaktion die Stimmrechtsschwelle von 331/3% erreichen. So besteht gem. Art. 135 FinfraG eine Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, wenn die Beteiligung einen Drittel der Stimmrechte ausmachen. Dies kann dazu führen, dass das Ziel des *Reverse Mergers* vereitelt wird, da das Ziel des *Reverse Mergers*, die Aufrechterhaltung der Kotierung und damit (notwendigerweise) verbunden eines gewissen Streubesitzes, dem Ziel des Übernahmerechts, den Minderheitsaktionären eine Verkaufsmöglichkeit für ihre Aktien zu schaffen, diametral entgegensteht. Bei einem *Reverse Merger* hält die Gesamtheit der Aktionäre der privaten Gesellschaft nach der Transaktion immer mehr als 331/3% der Aktien der kotierten Gesellschaft. Die Finanzmarktinfrastrukturverordnung der FINMA²³ hält fest, dass Personen, welche im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache handeln oder als organisierte Gruppe erwerben in Bezug auf eine Angebotspflicht (wie auch die Meldepflicht) zusammen betrachtet werden.²⁴ Bei einem *Reverse Merger* ist das Kriterium der gemeinsamen Absprache zwischen den Aktionären in der Regel erfüllt, was grundsätzlich die Angebotspflicht auslösen würde. Falls je-

²³ Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111).

²⁴ Vgl. hierzu auch BGE 130 II 530.

doch nur eine gemeinsame Absprache ohne Beherrschung vorliegt, so ist bei der Übernahmekommission ein Gesuch um Feststellung des Nichtbestehens einer Angebotspflicht zu beantragen.²⁵

Falls eine Beherrschungsabsicht vorliegt, kann die kotierte Gesellschaft im Rahmen einer (ausserordentlichen) Generalversammlung durch Anpassung der Statuten den Schwellenwert, der eine Angebotspflicht auslöst, anheben (*Opting up*) oder diese sogar ausschliessen (*Opting out*).

Beim *Opting out* gilt es zwischen dem selektiven und dem generellen *Opting out* zu unterscheiden, wobei letzteres die Angebotspflicht gänzlich ausschliesst. Weiter kann ein selektives *Opting out* entweder formell oder nur materiell erfolgen. So werden entweder für einzelne Personen(-gruppen) oder aber für spezifische Transaktionen Ausnahmen der Angebotspflicht statutarisch festgehalten.²⁶ Während bei einem ursprünglichen *Opting out* bereits vor der Kotierung der Aktien die Statuten entsprechend angepasst werden, so kann dies auch noch nach Kotierung geschehen. Ein ursprüngliches *Opting out* geschieht also in der Regel bereits vor dem Börsengang. Dabei prüft die Übernahmekommission die Gültigkeit des *Opting outs* und bestätigt diese. In der Regel genügt hierzu eine Sekretariatsauskunft, womit hierfür keine Notwendigkeit einer UEK-Verfügung besteht. Hingegen bedarf eine nachträgliche Genehmigung des *Opting outs* einer Verfügung der UEK. Die Praxis der UEK verlangt die Erfüllung der folgenden Anforderungen zur Genehmigung eines nachträglichen *Opting outs*:

- i) Die Aktionäre haben transparent über die Einführung der *Opting out*-Bestimmungen und deren Folgen informiert zu werden. Diesem umfassenden Informationserfordernis ist in der Einladung zur Generalversammlung als auch an der Generalversammlung selbst gerecht zu werden.²⁷ Dabei müssen die Aktionäre (soweit möglich) über die wahren Absichten der die Einführung eines *Opting outs* verlangenden Aktionäre als auch der Aktionäre mit Kontrollbeteiligung sowie die Konsequenzen der Einführung der entsprechenden *Opting out*-Klausel im Allgemeinen und in Bezug auf den konkreten Fall informiert werden.²⁸
- ii) Die Mehrheit der vertretenen Stimmen sowie die Mehrheit der Minderheitsaktionäre haben an der Generalversammlung dem *Opting out* zu-

²⁵ So zum Beispiel in UEK-Verfügung 749/01 vom 13. Oktober 2021 in Sachen Polyphor AG.

²⁶ Vgl. UEK-Verfügung 610/01 vom 21. Juli 2015 in Sachen Schindler Holding AG, E. 3, Rz. 16.

²⁷ Vgl. UEK-Verfügung 646/01 vom 17. November 2016 in Sachen ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, E. 1.2, Rz. 6.

²⁸ Vgl. UEK-Verfügung 646/01 vom 17. November 2016 in Sachen ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, E. 1.2, Rz. 4-5.

stimmen.²⁹ Zudem ist der Aktionär, welcher das Gesuch (um ein nachträgliches *Opting out*) gestellt hat von der Abstimmung disqualifiziert. Die UEK hat ihre Praxis dahingehend verschärft, als sämtliche Aktionäre mit einem «direkten Interesse» sowie die in gemeinsamer Absprache mit einer Person mit «direktem Interesse» handelnden Personen ebenfalls von der Abstimmung ausgenommen sind.³⁰ Mit diesem Quorum will die Übernahmekommission sicherstellen, dass die Einführung eines *Opting out* im Sinne der Gesellschaft liegt und keine Benachteiligung der Aktionäre vorliegt.

b) Die Besonderheiten der Offenlegung von Beteiligungen beim *Reverse Merger*

Gem. Art. 120 FinfraG wird die Meldepflicht von qualifizierten Beteiligungen bei einem *Reverse Merger* grundsätzlich durch den Abschluss der Transaktionsvereinbarung ausgelöst. Die damit einhergehenden Meldungen sind oftmals irreführend, da sie gesetzeskonform auf Basis des Aktienkapitals vor und nicht nach Vollzug der Transaktion berechnet werden. So werden häufig Meldungen weit über 100% erreicht, da die im Rahmen der Kapitalerhöhung ausgegebenen Aktien das bestehende Aktienkapital übersteigen, wobei die neuen Beteiligungen den Zähler und das vor der Transaktion bestehende Aktienkapital den Nenner der Beteiligungsquote darstellen. Andernfalls kann die Offenlegung der Beteiligungen auch erst im Prospekt erfolgen. Ein solches Vorgehen verlangt ein Gesuch an die Offenlegungsstelle der SIX (OLS).

Zudem gilt es zu erwähnen, dass die Aktionäre der privat gehaltenen Gesellschaft in der Regel in gemeinsamer Absprache handeln. Dieses gemeinsame Handeln kann sich aus der gemeinsamen Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung, einem Aktionärsbindungsvertrag oder *Lock-up*-Verträgen ergeben. Dies hat zur Folge, dass die Aktionäre der privat gehaltenen Gesellschaft eine Meldung der qualifizierten Beteiligung als Gruppe vorzunehmen haben. Insb. wenn das gemeinsame Handeln über den Vollzug des *Reverse Mergers* hinaus fortgeführt wird, ist eine Gruppenmeldung von qualifizierten Beteiligungen der Aktionäre erforderlich.

²⁹ UEK-Verfügung 646/01 vom 17. November 2016 in Sachen ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, E. 1.1, Rz. 3.

³⁰ Vgl. UEK-Verfügung 646/01 vom 17. November 2016 in Sachen ACRON HELVETIA VII Immobilien AG, E. 1.3, Rz. 7.

V. Steuerliche Aspekte

1. Qualifikation des *Revers Mergers* als Quasifusion im steuerrechtlichen Sinne

Vom zivilrechtlichen Verständnis eines Unternehmenszusammenschlusses ist die steuerrechtliche Würdigung des Zusammenschlusses von Betrieben im Sinne einer Quasifusion abzugrenzen. Die Qualifikation als Quasifusion aus steuerrechtlicher Perspektive bringt einige steuererleichternde Folgen mit sich. Gem. Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung liegt eine Quasifusion im steuerlichen Sinn vor, wenn (i) die übernehmende Gesellschaft nach der Übernahme mindestens 50% der Stimmrechte an der übernommenen Gesellschaft hält und (ii) den Gesellschaftern an der übernommenen Gesellschaft höchstens 50% des effektiven Wertes der übernommenen Beteiligungsrechte gutgeschrieben oder ausbezahlt wird. Eine Quasifusion bedingt weiter (iii) eine Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft unter Ausschluss der Bezugsrechte der bisherigen Gesellschafter und (iv) einen Aktientausch der Gesellschafter der übernommenen Gesellschaft. Ferner darf keine zeitnahe Absorption (innerhalb von fünf Jahren) der übernommenen Gesellschaft erfolgen.³¹ Zu (i) sei festgehalten, dass die rechtlich übernehmende Gesellschaft (also die kotierte Gesellschaft) nach der Sacheinlage der Aktien des Privatunternehmens typischerweise 100% der Beteiligungen an der wirtschaftlich übernehmenden Gesellschaft (und damit auch die notwendigen Kapital- und Stimmrechte) hält. Insofern die Aktionäre des Privatunternehmens keine Abfindung im Umfang von mehr als 50% des effektiven Wertes der eingelegten Aktien erhalten, was typischerweise im Rahmen des Aktientausches bei einem *Reverse Merger* nicht der Fall ist, sind auch die Kriterien (ii) sowie (iv) erfüllt. Die Durchführung eines *Reverse Mergers* verlangt eine Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft unter Einschränkung der Bezugsrechte, weshalb wohl auch Kriterium (iii) erfüllt sein wird.³² Es ist somit davon auszugehen, dass ein *Reverse Merger* im Grundsatz als Quasifusion im steuerrechtlichen Sinne qualifiziert. Dies hat zur Folge, dass die Übertragung der Aktien (als steuerbare Urkunden) im Rahmen des *Reverse Mergers* gem. Art. 14 Abs. 1 lit. i StG³³ von der Umsatzabgabe ausgenommen ist. Zudem ist aufgrund der Qualifikation als Quasifusion auch die in Art. 6 Abs. 1 lit. a^{bis} StG festgehaltene Aus-

³¹ ESTV KS Nr. 5a «Umstrukturierungen» vom 1. Februar 2022, Ziff. 4.1.7.1 und 4.1.7.3.2 (ESTV KS Nr. 5a).

³² Siehe zu den Erläuterungen zu (i) bis (iii) oben, [IV.1](#).

³³ Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973 (StG, SR 641.10).

nahme einschlägig, weshalb auf die Kapitalerhöhung keine Emissionsabgabe geschuldet ist.

2. Allfällige dem *Reverse Merger* vorangehende Kapitalerhöhung des Privatunternehmens

Eine Aktienkapitalerhöhung des Privatunternehmens unterliegt grundsätzlich der Emissionsabgabe von 1%, falls die vergangenen und im Rahmen der Aktienkapitalerhöhung erfolgenden Leistungen der Aktionäre gesamthaft die Freigrenze von CHF 1 Mio. überstiegen haben (Art. 6 Abs. 1 lit. h StG).

3. Allfällige dem *Reverse Merger* vorangehende Aktienzusammenlegungen

Da im Rahmen der Zusammenlegung von Aktien kein Nennwert begründet oder erhöht wird, wird dadurch keine Emissionsabgabe ausgelöst (Art. 5 Abs. 1 lit. a StG *e contrario*). Da mit einer allfälligen Aktienzusammenlegung keine entgeltliche Übertragung von Aktien einhergeht, wird dadurch im Grundsatz auch keine Umsatzabgabe ausgelöst (Art. 13 Abs. 1 StG *e contrario*).

VI. Schlussfolgerungen

Der *Reverse Merger* stellt ein zweckdienliches Mittel dar, mit dem privat gehaltene Gesellschaften ihre Aktien an die Börse bringen können, ohne den traditionellen IPO-Prozess durchlaufen zu müssen. Die dem zugrunde liegende Struktur – eine Kapitalerhöhung der kotierten Gesellschaft durch Sacheinlage der Aktien der privaten Gesellschaft – führt zwar rechtlich zu einer Unterordnung der zuvor privat gehaltenen Gesellschaft, wirtschaftlich und somit faktisch übernimmt jedoch das private Unternehmen die kotierte Gesellschaft. Die gesellschaftsrechtliche Umsetzung ist in der Regel wenig kontrovers. Wohingegen börsen-, übernahme- und offenlegungsrechtliche Aspekte einer sorgfältigen Planung und Berücksichtigung verschiedener Interdependenzen (*cross-conditionality*) bedürfen. Zudem führt die zeitliche Abfolge des Vorgangs des *Reverse Mergers* dazu, dass die Aktionäre im Zeitpunkt der Entscheidungsfindung an der (ausserordentlichen) Generalversammlung eine unzureichende Informationsbasis haben, da ihnen weder ein Prospekt noch die transparenzschaffenden Pro forma-Finanzinformationen vorliegen. Bis zur Generalversammlung besteht – nicht zuletzt wegen der unvorteilhaften Informationsgrundlage der Aktionäre – ein erhebliches Transaktionsrisiko. Gegensätzlich dazu besteht nach erfolgter Zustimmung der Aktionäre weitestgehend eine gewisse Transaktionssicher-

heit. Entsprechend sollten die Arbeiten und Kosten so weit als möglich auf die Zeit nach dem Kapitalerhöhungsbeschluss der Generalversammlung angesetzt werden.

Der *Reverse Merger* bietet sowohl Chancen als auch Risiken. So stellt diese Vorgehensweise nicht immer eine Abkürzung dar, um mit den Aktien einer privat gehaltenen Gesellschaft an die Börse zu gelangen. Zudem sind die Altlasten der allenfalls konkursiten kotierten Gesellschaft nicht zu unterschätzen. Und nicht zuletzt aufgrund von Missbräuchen in der Vergangenheit stellt der Weg an die Börse über den *Reverse Merger* einen reputationell schwierigen Start als kotierte Gesellschaft dar. Eine sorgfältige Planung und Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen und wirtschaftlichen Aspekte sind entscheidend für den Erfolg der Transaktion. Unternehmen sollten sich der potenziellen Herausforderungen bewusst sein und entsprechende Massnahmen ergreifen, um diese zu bewältigen.

Literaturverzeichnis

- Aebischer Manfred/Küng Manfred, Art. 653p, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht II, 6. Aufl., Basel 2024, Rz. 7.
Harisberger Severin, Art. 684a, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht II, 6. Aufl., Basel 2024, Rz. 2.
Scotoni Fabio Enrico Renzo, Wurde der Mantelhandel legalisiert?, AJP. 12/2024, 1348 ff.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 233 **TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII – Tagungsband 2022
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Petra Ginter, Jonas Hertner, Benjamin Leisinger, Rebecca Paumgartner-Schori, Matthias Portmann, Cédric Remund, Lukas Roesler, Michael Schneitter, Philip Spoerlé, Annette Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 234 **Familienstiftungen – neue Perspektiven**
Tagungsband 2024
THOMAS SPRECHER, LUKAS VON ORELLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Brugger, Lukas Eichenberger, Urs Fasel, Michael Fischer, Harold Grüninger, Dominique Jakob, Daniel Leu, Stefan Oesterheld, Andrea Opel, Thomas Sprecher, Lukas von Orelli, 2024 – CHF 60.00.
- Band 235 **M&A unter geänderten Vorzeichen**
26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2023
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Anja Affolter Marino, Morgan Boeffard, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Romain Fakhoury, Frank Gerhard, Alex Nikitine, Fabienne Perlini-Frehner, Marco Sidler, Philippe Weber, Manuel Werder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 236 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Reflexion zum Stand der Entwicklungen beim Bedrohungsmanagement**
Tagungsband 2023
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von May Beyli, Massimo Bonato, Reinhard Brunner, Michael Bühl, Elmar Habermeyer, Alexandra Ott Müller, Philippe Vogt, Sven Zimmerlin, 2024 – CHF 60.00.
- Band 237 **When the rubber hits the road – Umsetzung der VAG/AVO Revision**
Tagungsband 2024
HANSJÜRG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Claudia Biedermann, Chiara Di Pietro, Julia Ender Amacker, Helmut Heiss, Vanessa Isler, Alexander Lacher, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Rupert Schaefer, Helmut Studer, Lutz Wilhelmy, 2024 – CHF 60.00.
- Band 238 **EU Enlargement and European Integration: Challenges and Perspectives**
14th Network Europe Conference – Stockholm, 25–26 September 2023
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, FATLUM ADEMI (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Antonina Bakardjieva Engelbrekt, Melita Carević, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Waltraud Hakenberg, Garine Hovsepian, Andreas Kellerhals, Lee McGowan, Henri Vogt, Ralph Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 239 **Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten**
9. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2024
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Jonas Bühlmann, Tino Gaberthüel, Dieter Gericke, Till Haechler, Petra Hanselmann, Reto Heuberger, Michel Jaccard, Yannic Schönenberger, Marc Walter, Caspar Wehrle, 2024 – CHF 60.00.

- Band 240 **Sexuelle Belästigung im öffentlichen und virtuellen Raum – Fokus der Kriminalprävention**
14. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2024
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI, AURELIA GURT (Hrsg.), mit Beiträgen von Naomi Chinasa Bögli, Aurelia Gurt, Pia Kuchenmüller, Dayana Mordasini, Rebecca Sigg, Claudia Stam, Aner Voloder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 241 **Parteienkrieg und Verzögerungsbomben im Wirtschaftsstrafprozess**
15. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2024
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Simone Brunner, Claire A. Daams, Friedrich Frank, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Konrad Jeker, Tanja Knodel, Gregor Münch, Cédric Remund, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.
- Band 242 **AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIX – Tagungsband 2023
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Rainer Adlhart, Andrea Andelic, Caroline Clemetson, Fabienne Crisovan, Sarah Ganz, Deirdre Ní Annracháin, Silke Weller, 2025 – CHF 60.00.
- Band 243 **Verantwortlichkeitsrecht im Wandel**
Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht XII Tagungsband 2024
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Isabelle Berger, Patrik Fisch, Peter R. Isler, Valentin Jentsch, Valerie Meyer Bahar, Tobias F. Rohner, Rolf Sethe, 2025 – CHF 60.00.
- Band 244 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Herausforderungen unserer Zeit**
Tagungsband 2024
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Milena Brüni, Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Karin Fehlmann, David Frei, Vivian Frei, Thomas Gerber, Katharina Girsberger, Anna Gottwald, Leonardo Vertone, 2025 – CHF 60.00.
- Band 245 **Sicherheit & Souveränität in Europa**
Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2022
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Michael Flügger, The Rt Hon Lord Frost of Allenton CMG, Botschafter Frédéric Journès, Livia Leu, Egils Levits, David Malpass, Petros Mavromichalis, Ambassador Chitra Narayanan, Ambassador Kojiro Shiraishi, Denys Shmyhal, Prof. Dr. Gabriele Siegert, Manuel Valls, Prof. Dr. Shinya Yamanaka, Volodymyr Zelenskyy, Dr. Andreas Zünd, 2025 – CHF 59.90.
- Band 246 **Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft**
27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2024
TINO GABERTHÜEL, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Tina Balzli, Brice Bolinger, Dieter Gericke, Marie Klingsporn, Matthias P. A. Müller, Christoph Neeracher, Philippe Seiler, Michael Tschan, Matthias Wolf, 2025 – CHF 60.00.

Weitere Publikationen und Monografien

The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023)

Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis

CHRISTOS V. GORTSOS, 2024 – CHF 49.90/69.90.

Kartellverfahren als Strafverfahren

Zur institutionellen Ausgestaltung des Verfahrens über Direktsanktionen vor den Schweizer Wettbewerbsbehörden im Lichte der Bundesverfassung und der Europäischen Menschenrechtskonvention

MARC THOMMEN, ANDRÉS PAYER, 2024 – CHF 39.90/59.90.

Tierversuche in der Forschung: Herausforderungen und Chancen

Die Güterabwägung und das «unerlässliche Mass» – Aus rechtlicher, biomedizinischer, regulatorischer und klinischer Sicht – Tagungsband 2024

SCHWEIZERISCHES 3R-KOMPETENZZENTRUM (3RCC) (Hrsg.), mit Beiträgen von Christian Baumann, Eva Rached, Martin E. Schwab, Goran Seferovic, Janos Vörös, 2024 – CHF 39.90/49.90.

Schweizerische Sicherheitspolitik im internationalen Kontext von 1815 bis heute

Eine Skizze

MARTIN DAHINDEN, 2025 – CHF 39.90/49.90.

Schweiz – Europäische Union

Grundlagen, Bilaterale Abkommen, Autonomer Nachvollzug – 2. Auflage

MATTHIAS OESCH, 2025 – CHF 59.90/74.90.

TBTF & Finanzstabilität

Financial Stability Law Forum – Symposium 2025

ISABELLE CHABLOZ, FRANCA CONTRATTO, ALINE DARBELLAY, MIRIAM EGGEN, SERAINA GRÜNEWALD, NINA REISER, CORINNE ZELLWEGE-GUTKNECHT (Hrsg.), mit Beiträgen von Sarah Breeden, Isabelle Chabloz, Franca Contratto, Aline Darbellay, Patrik Ducrey, Mirjam Eggen, Susan Emmenegger, Neil Esho, Alain Girard, Seraina Grünewald, Eva Hüpkas, Martin Janssen, Sébastien Kraenzlin, Fabien Liegeois, Yan Liu, Mónica López-Monis Gallego, Monica Mächler, Michael Manz, Nina Reiser, Karl-Philipp Wojcik, Oliver Wunsch, Corinne Zellweger-Gutknecht, Heinz Zimmermann, 2025 – CHF 49.90/69.90.

Aktuelle Probleme der WTO

RICHARD SENTI, 2025 – CHF 19.90.

Haftpflichtrecht für künstliche Intelligenz

Warum erst die starke KI unser Haftpflichtregime herausfordert

MARKUS WINKLER, 2025 – CHF 69.90/79.90.

Militärisches Gesundheitswesen

Tagung des Kompetenzzentrums MERH 2025

THOMAS GÄCHTER, CHRISTIAN KAUFMANN, BRIGITTE TAG, MARTIN WYSS (Hrsg.), mit Beiträgen von Thomas W. Buehrer, Janis Denzler, Thomas Gächter, Daniel Heller, Christian Kaufmann, Frank Rühli, Michael Schaepman, Andreas Stettbacher, Brigitte Tag, Lukas Widmer, Martin Wyss, Georg Zimmermann, 2025 – CHF 39.90/59.90.

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. Die Beiträge in diesem Tagungsband befassen sich mit Aspekten der Governance und von ESG im Rahmen eines IPO, dem Reverse Merger als Alternative zum traditionellen IPO, den Herausforderungen der Ad-hoc Publizität für SIX kotierte Gesellschaften, den Transparenzpflichten («Corporate Disclosure») von Emittenten an der SIX sowie den geplanten Änderungen derselben (Finfrag-Revision), der Restrukturierung von Anleihen in der Unternehmenskrise sowie dem Spannungsfeld zwischen Regulierung und Innovation für De-Fi und Fintech.

Mit Beiträgen von:

Sandro Fehlmann
Thomas Müller
Anna Peter
Thomas U. Reutter
Kaan Saritas

Patrick Schärli
Jan Schmid
Michael Urwyler
Philippe Weber
Matthias Zinniker