

Rechtsprobleme beim IPO

von
Rolf Watter/Thomas Reutter*

Inhalt

- I. Die Bedeutung des IPO
- II. IPO Strukturen
 1. Verkauf von Aktien bisheriger Aktionäre an das Publikum („Secondary Offering“ oder „Secondary Placement“)
 2. Kapitalerhöhung („Primary Offering“ oder „Primary Placement“)
 3. Spin-off (Spaltung)
 4. Börsenmanteltransaktionen
 5. Strukturvarianten aus Bankensicht
- III. Überblick über typische Rechtsfragen
- IV. Bezugsrecht des Aktionärs beim Primary Offering und beim Greenshoe
 1. Bezugsrechtsausschluss beim Primary Offering
 2. Bezugsrechtsausschluss beim Greenshoe
- V. Kostentragung der Gesellschaft beim Secondary Placement
- VI. GV-Beschlüsse beim Spin-off
 1. Allgemeines
 2. Notwendigkeit eines GV-Beschlusses für die Reorganisation und die Abspaltung?
 3. Notwendigkeit eines GV-Beschlusses wegen Zweckeingrenzung?
 4. Ausschüttungsbeschluss
- VII. Flow-back (insbesondere beim Spin-off)
- VIII. Lock-up

* Die Autoren danken Herrn Roland Truffer für die wertvolle Beiträge im Zusammenhang mit Fragen des Spin-off sowie Herrn Felix M. Huber für kritische Durchsicht und nützliche Hinweise.

I. Die Bedeutung des IPO

Die Zahl der Börsengänge oder Initial Public Offerings („IPOs“) hat in den letzten Jahren kontinuierlich zugenommen und im Jahr 2000 mit der Zahl 28 einen vorläufigen Höhepunkt erreicht, wobei jedoch der Markt ab Sommer 2001 fast völlig zusammengebrochen ist. Zweifelsohne hat die Einführung des New Market Segmentes an der SWX Swiss Exchange („SWX“) zur damaligen Zunahme beigetragen. Auf den SWX New Market entfielen im Jahr 1999 fünf, und im Jahr 2000 zehn IPOs¹. Daneben gab es aber auch Börsengänge von Schweizer Unternehmen im Ausland, vor allem an der amerikanischen Nasdaq und am Frankfurter Neuen Markt. Die neuesten Indikationen deuten auf ein Wiederanziehen des IPO-Geschäfts hin, das ab dem zweiten Halbjahr 2002 auch in der Schweiz erneut aufleben dürfte.

Bei den Gründen für die Durchführung von IPOs stehen die Eigenkapitalfinanzierung (für die weitere Expansion der Unternehmenstätigkeit oder die Ablösung von Schulden), der Ausstieg bisheriger Investoren („Exit“, relevant vor allem im Private Equity Bereich und in Gesellschaften, die von Familien kontrolliert werden), die Fokussierung bzw. Verselbständigung von Geschäftsteilen sowie die Mitarbeiterbeteiligung im Vordergrund. Ein Börsengang vereinfacht ausserdem künftige Unternehmenskäufe mittels Aktientausch („share for share deals“), welche bei privat gehaltenen Gesellschaften nur eingeschränkt möglich sind². Für multinationale Gesellschaften sind gerade aus diesem Grund auch Mehrfachkoterungen, insbesondere in den USA, attraktiv³, da amerikanischen Aktionären einer Zielgesellschaft praktisch nur Titel angeboten werden können, die bereits in den USA registriert sind.

¹ Vgl. die Aufstellung unter [www://www.swx.com/issuers/ipo](http://www.swx.com/issuers/ipo).

² Dazu ausführlicher hinten, HUBER, IPO aus Bankensicht.

³ Vgl. etwa IPO Converterium 2001, Spin-Off Syngenta 2000, IPO/Privatisierung Swisscom 1998, IPO/Spin-off Sulzer Medica 1997; zu den Vor- und Nachteilen von Mehrfachkoterungen vgl. hinten den Beitrag von HUBER.

II. IPO Strukturen

1. Verkauf von Aktien bisheriger Aktionäre an das Publikum („Secondary Offering“ oder „Secondary Placement“)⁴

Bei dieser Strukturvariante veräussern der oder die bisherige(n) Aktionär(e) seine/ihre Beteiligungspapiere über Emissionsbanken als Intermediäre an eine breit gestreute Anlegerschaft. Die Gesellschaft selbst erhält bei einem reinen Secondary Offering keine neuen Mittel, denn diese fliessen an den oder die verkaufenden Aktionär(e)⁵. Es findet also keine Kapitalerhöhung statt. Dennoch ist die Emittentin im Rahmen der Due Diligence, der Prospekterstellung sowie der für Publikumsgesellschaften erforderlichen Anpassung an börsenrechtliche Vorschriften, wie beispielsweise Rechnungslegungsvorschriften, in den Börsengang involviert, wodurch ihr nicht unerhebliche Kosten entstehen. Ein reines Secondary Placement ohne Kapitalerhöhung ist, wie auch an den anderen „Neuen Märkten“ in Europa, am SWX New Market regulatorisch nicht möglich⁶.

2. Kapitalerhöhung („Primary Offering“ oder „Primary Placement“)

Im Unterschied zum Secondary Offering werden bei einem Primary Offering neu geschaffene Aktien im Publikum platziert. Hierzu bedarf es einer Kapitalerhöhung im Rahmen des Börsenganges. Die Börsenreglemente der „Neuen Märkte“ der SWX Swiss Exchange, der Deutsche Börse AG und anderer europäischer Börsen verlangen in der Regel bei der Erstkotierung eine Kapitalerhöhung, da nur so sichergestellt werden kann, dass neues Kapital in die Gesellschaft fliesst und damit die Eigenkapitalbasis der Gesellschaft durch den IPO gestärkt wird. Bei dieser Kapitalerhöhung stellt sich u.a. die nachfolgend erörterte Frage nach der Behandlung des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre. In der Praxis finden sich oft Mischformen von Primary und Secondary Placement, bei denen eine

⁴ Vgl. dazu insbesondere DAENIKER, Grenzüberschreitende Aktienplatzierungen schweizerischer Unternehmen, in: EIZ Band 28, Zürich 2000, 73; KÜNG/HUBER/KÜSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 1998, inkl. erste Nachlieferung 2001, Band I, § 7 Rz 14 ff.

⁵ Vgl. etwa das Secondary Offering von Serono 2000.

⁶ Art. 6 Zusatzreglement SWX New Market verlangt, dass im Rahmen einer Emission mindestens 50% der Aktien aus einer Kapitalerhöhung gegen bar stammen müssen. Vgl. etwa das Secondary Offering von Jomed im Jahr 2000, bei welchem dementsprechend vor der Platzierung eine Kapitalerhöhung erfolgte.

Kapitalerhöhung mit einem Verkauf von Beteiligungsrechten bisheriger Aktionäre kombiniert wird⁷.

3. Spin-off (Spaltung)

Als Spezialfall eines IPO ist der Spin-off (bzw. „Demerger“) eines Unternehmens bzw. einer Konzernsparte an die bisherigen Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft zu erwähnen. Die Beispiele Ciba Specialty Chemicals und Sulzer Medica im Jahr 1997, Lonza 1999, sowie Givaudan und Syngenta im Jahr 2000, die je unterschiedliche Strukturvarianten verkörpern, demonstrieren die Popularität dieses Vorgehens. Während das geltende Börsengesellschaftsrecht den Spin-Off ungeregt lässt, wird das voraussichtlich im Jahre 2003 in Kraft tretende Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) verschiedene Formen des Spin-offs erfassen und auch dessen Durchführung detailliert regeln⁸.

4. Börsenmanteltransaktionen

In der Praxis kommen hin und wieder solche Transaktionen vor, bei denen eine zum IPO bestimmte AG (oder deren Unternehmen) gegen Ausgabe von Aktien auf eine Gesellschaft übertragen wird, die zwar börsenkotiert ist, die aber nur noch als Mantel – oder auf jeden Fall ohne nennenswerte Geschäftstätigkeit – existiert⁹. Als Gründe für dieses Vorgehen werden meist Kostenüberlegungen angegeben oder die Möglichkeit einer sehr schnellen Kotierung. Diese Variante wird vorliegend nicht näher besprochen – aus Anlegersicht wäre es wünschenswert, wenn bei einer solchen „Umnutzung“ einer kotierten Gesellschaft von der Börse ein neuer Kotierungsprospekt verlangt würde.

7 Vgl. etwa die IPO von Card Guard 1999 sowie Oridion und SHL im Jahr 2000.

8 Vgl. insbesondere Art. 29 ff. E-FusG.

9 Vgl. etwa Interdiscourt/Distefora, Complet-e/Pragmatica und Tege/Mobilzone. Das dabei in der Regel entstehende Problem der Angebotspflicht kann, sofern nicht ohnehin ein Opting out vorliegt (Tege/Mobilzone), allenfalls durch eine Ausnahmebewilligung (z.B. bei Complet-e/Pragmatica infolge Sanierung) umgangen werden.

5. Strukturvarianten aus Bankensicht

Bei dem in der (schon relativ fernen) Vergangenheit üblichen Festpreisverfahren übernahm ein Bankenkonsortium die zu veräussernden Aktien und platzierte sie anschliessend im Publikum. In der traditionellen Ausprägung dieses Verfahrens wussten die Banken in der Regel nicht, auf welche Nachfrage die von ihnen fest übernommenen Titel im Publikum stossen würden und übernahmen so ein nicht unerhebliches wirtschaftliches Risiko. Für die Preisfindung bei Börsengängen hat sich daher in der neuen Praxis das Bookbuilding Verfahren durchgesetzt, bei welchem zunächst aufgrund einer Unternehmensbewertung und einer Grob-abklärung der Nachfrage im Rahmen eines Pre-Marketing eine Preisspanne festgelegt wird, innerhalb welcher der Emissionspreis zu liegen kommen soll. Erst aufgrund der im Bookbuilding angegebenen indikativen Preis- und Mengenoverten institutioneller Kunden wird sodann der Emissionspreis festgelegt. Der Unterschied zum traditionellen Festpreisverfahren liegt darin, dass die federführende Bank zusammen mit den Konsortialbanken bei einem Bookbuilding die Marktresonanz sehr verlässlich ausloten können, bevor sie selber verpflichtet sind, während sie beim Festpreisverfahren ohne fundierte Kenntnis der Nachfrage einem Platzierungsrisiko ausgesetzt sind. Sowohl beim Bookbuilding-Verfahren wie auch beim Festpreisverfahren kommt es rechtstechnisch zu einer Festübernahme¹⁰ („firm underwriting“), im Gegensatz etwa zu einer Platzierung auf sogenannter „best efforts“-Basis¹¹.

III. Überblick über typische Rechtsfragen

Wie schon erwähnt, stellt sich beim Primary Placement das Problem der Zulässigkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts der bisherigen Aktionäre. Ein analoges Problem ergibt sich beim Secondary Placement dann, wenn der sog. „Green-

10 Vgl. dazu die Beiträge von HUBER und DAENIKER weiter hinten; ferner SCHÜRMAN, Festübernahme bei Emission von Anleiheemissionen, Diss. Bern 1971; STRAZZER, Die Festübernahme bei der Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1995, 12 ff.; WATTER, Die Festübernahme von Aktien speziell beim „Initial Public Offering“, in: Roland von Büren (Hrsg.), Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, FS Bär, Bern 1998, 387 ff.; Entsprechende Hinweise auch bei WATTER, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1992, 48 ff.

11 SCHÜRMAN, 17 FN 10, unterscheidet dabei zwischen kommissionsweiser Platzierung (Bank handelt in eigenem Namen und auf fremde Rechnung) und vermittlungsweiser Platzierung (Bank handelt in fremdem Namen und auf fremde Rechnung).

shoe" aus neu geschaffenen Gesellschaftskapital stammt. Bei einem reinen „Secondary Placement" kommt der Platzierungserlös (vom Verkauf eigener Aktien einmal abgesehen) nicht der Gesellschaft zugute, sondern deren Aktionären. Dennoch ist es in der Praxis üblich, dass die Gesellschaft gewisse Kosten im Zusammenhang mit dem IPO trägt. Es stellt sich hier die Frage, ob diese Kostenüberwälzung auf die Gesellschaft aus aktienrechtlicher (und steuerrechtlicher) Sicht zulässig ist¹². Erfolgt der Börsengang im Rahmen eines Spin-off, ergeben sich Fragen bei den Beschlüssen der Generalversammlung der abspaltenden Gesellschaften, etwa nach einer möglichen und nötigen Zweckänderung durch die Abspaltung und nach den zu fassenden Beschlüssen für die Ausschüttung. Sodann besteht in den ersten Handelstagen nach dem Spin-off oft ein Angebotsüberhang, da viele Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft „ungewollt" zu Aktionären der abgespaltenen Gesellschaft geworden sind. Zudem passt oft eine Beteiligung an der abgespaltenen Gesellschaft, sei es aus Nationalitäts-, Branchen- oder anderen Kriterien, nicht mehr in die Anlagerichtlinien der Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft. Dadurch kann nach dem Börsengang ein Abgedruck auf die Titel der neu kotierten Gesellschaft („Flow-back") entstehen. Die zur Bekämpfung dieses Problems angewandten Massnahmen des Flow-back Managements werfen eine Reihe von zusätzlichen Rechtsfragen auf¹³. Schliesslich ist auch auf die von der SWX und zahlreichen anderen Börsen im Zusammenhang mit einem IPO verlangten Veräusserungsverbote bisheriger Grossaktionäre („Lock-ups") einzugehen. Nicht erst seit Inkrafttreten der entsprechenden Richtlinie der SWX für den „New Market" stellen sich Fragen nach der Rechtsnatur und der Absicherung einer solchen „Lock-up"-Verpflichtung.

12 So könnten etwa eine Rückerstattungspflicht i.S. von Art. 678 OR bzw. eine nach Art. 680 OR unzulässige Kapitalrückgewähr sowie eine verrechnungssteuerlich relevante Ausschüttung vorliegen.

13 Primär stellen sich hier die börsengesetzlichen Fragen im Zusammenhang mit einem Rückkauf eigener Beteiligungspapiere, selbst wenn das Flow-Back Management durch eine Bank (im Auftrag des Emittenten) vorgenommen wird.

IV. Bezugsrecht des Aktionärs beim Primary Offering und beim Greenshoe

1. Bezugsrechtsausschluss beim Primary Offering

Bei einem Primary Offering und der damit verbundenen Kapitalerhöhung ist ein Bezugsrechtsausschluss dann notwendig, wenn ein Verzicht bisheriger Aktionäre auf Ausübung des Bezugsrechts nicht möglich oder nicht praktikabel ist. Da ein Entzug des Bezugsrechts nach Art. 652b OR nur aus „wichtigem Grund" vorgenommen werden darf, stellt sich die Frage, ob ein Börsengang einen solchen „wichtigen Grund" im Sinne dieser Bestimmung darstellt. Die Frage des Bezugsrechtsausschlusses ist bei einem Börsengang aufgrund der konkreten Umstände bzw. Interessenlage im Einzelfall zu entscheiden¹⁴. Obschon diese Umstände im Einzelfall divergieren können, kommen Lehre und Rechtsprechung aber nicht umhin, für den Ausschluss des Bezugsrechts beim IPO allgemeine Aussagen zu formulieren, die freilich unter dem Vorbehalt eines abweichenden Einzelfalls stehen. Auszugehen ist bei der Formulierung solcher Kriterien von der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, insbesondere vom Leitescheid vom 25. April 1995 in Sachen SBG/BK Vision, wo das Bundesgericht unter anderem festgehalten hat, dass auch die Finanzierung von Übernahmen und Beteiligungen im Einzelfall die Aufhebung des Bezugsrechtes zu rechtfertigen vermag¹⁵. Unter Verweis auf NOBEL weist das Bundesgericht aber präzisierungsdaruf hin, dass die Finanzierung von Investitionen zwar für sich allein kaum als wichtiger Grund betrachtet werden darf, dagegen die Interessenabwägung bei bestimmten Finanzierungssituationen einen Entzug des Bezugsrechtes zu rechtfertigen vermag, namentlich wenn damit eine Kotierung der Aktien an ausländischen Börsen verbunden ist¹⁶. Dies trifft gemäss Bundesgericht vor allem für solche Sach-

14 Vgl. NOBEL, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss, AJP 1993, 1174, wonach Fälle oder Fallgruppen in ihrer konkreten Ausgestaltung interessenabwägend zu würdigen sind; BÖCKLI, Schweizerisches Aktienrecht, Rz. 272a, wonach in jenen Fällen, wo der Bezugsrechtsausschluss nicht sachlogisch notwendig ist, eine Beurteilung der Interessenlage durch den Verwaltungsrat zu erfolgen hat, wobei eine sorgfältige Abwägung der Interessen notwendig sei, ohne dass eine gesetzliche Vermutung diese auf bestimmte Bahnen weisen würde.

15 BGE 121 III 219, 237. Vgl. dazu die Urteilsbesprechung von ZOBL, SZW 1996, 139 ff.

16 Anzumerken ist im Hinblick auf den nachfolgenden Satz, dass der vom Bundesgericht zitierte NOBEL der Ansicht war, die Kotierung an einer „fremden Börse" könnte als wichtiger Grund für den Bezugsrechtsausschluss anzuerkennen sein (vgl. NOBEL, AJP 1993, 1175), aber keine Verknüpfung mit einer Unternehmensübernahme machte.

verhalte zu, bei denen im Fall von Annexionen, Fusionen oder wesentlichen Beteiligungserwerben einer Vorschrift des ausländischen Rechts nachzuleben ist, wonach Aktien der übernehmenden Gesellschaft am Sitz der übernehmenden Gesellschaft zu kotieren oder mindestens auf dem dortigen Aktienmarkt zu platzieren sind¹⁷. Damit relativiert das Bundesgericht auch die von ihm zuvor zitierten Literaturstellen wieder, wonach eine internationale Aktienplatzierung zu Marktbedingungen einen Bezugsrechtsausschluss rechtfertigen könne¹⁸. Nicht klar wird damit aus diesem Entscheid, ob eine internationale Aktienplatzierung nur dann einen Ausschluss des Bezugsrechts rechtfertigt, wenn sie im Zusammenhang mit der Finanzierung von Übernahmen steht. Offen bleibt auch, ob eine „nationale“ Aktienplatzierung bzw. eine Kotierung an einer inländischen Börse zu Marktbedingungen einen Bezugsrechtsausschluss zu rechtfertigen vermag.

Für FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL bedeutet dieser höchstgerichtliche Entscheid lediglich, dass die „Finanzierung von Übernahmen und Beteiligungen im Einzelfall“ die Aufhebung des Bezugsrechts rechtfertigen könne, etwa dann, wenn eine internationale Aktienplatzierung oder die Kotierung der neuen Aktien an ausländischen Börsen beabsichtigt sei¹⁹. Diese Autoren scheinen somit einer generellen Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses bei einer internationalen Aktienplatzierung skeptisch gegenüberzustehen, indem sie am Erfordernis der Finanzierung von Übernahmen und Beteiligungen festhalten²⁰. Für BÖCKLI ist die Aktienplatzierung auf dem ausländischen Kapitalmarkt der für grosse, internationale Gesellschaften wichtigste Fall des Bezugsrechtsausschlusses, mit der

17 Dieses Argument macht aber eigentlichen keinen Sinn, denn in dieser Konstellation erfolgt die Übernahme „share for share“, es liegt also gar keine „Finanzierung“ vor. Vielmehr rechtfertigt sich der Bezugsrechtsausschluss durch den Umstand, dass ein Unternehmen übernommen wird.

18 Vgl. die in den nachfolgenden Fussnoten zitierten Autoren PETER BÖCKLI, ALAIN HIRSCH, PETER NOBEL, ANDREAS VON PLANTA, PETER ISLER und ZINDEL/ISLER; vgl. auch das Urteil des deutschen Bundesgerichtshofes in Sachen Deutsche Bank (BGHZ 125, 239 ff. (245)), in dem ein Bezugsrechtsausschluss zum Zweck der Einführung von Aktien an einer ausländischen Börse oder der Erweiterung der Präsenz auf einem ausländischen Finanzmarkt, an dem die Aktien bereits zum Börsenhandel zugelassen sind, insofern für zulässig erachtet wurde, als die neuen Aktien zur Erweiterung des Aktionärskreises genutzt und breit gestreut werden und der Ausgabekurs der neuen Aktien sich an den aktuellen Börsenkurs anlehnt (vgl. BOSCH/GROSS, Das Emissionsgeschäft, Köln 1998, Rz 10/300).

19 FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 40 Rz 256c.

20 Restriktiv noch (vor dem Entscheid i.S. SBG/BK Vision) VON BÜREN, der im Fall der Aktienplatzierung zur Finanzierung einer Unternehmensübernahme eine Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses verneint (VON BÜREN, Erfahrungen schweizerischer Publikumsgesellschaften mit dem neuen Aktienrecht, ZBJV 1995, 77).

Kotierung von Aktien an einer ausländischen Börse als typischer Ausprägung²¹. Im Gegensatz zu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL sieht BÖCKLI damit von einem erforderlichen Nexus zur Finanzierung von Übernahmen ab. Noch vor dem SBG-Entscheid erblickten ZINDEL/ISLER einen wichtigen Grund im Bedarf einer Gesellschaft, möglichst viel Eigenkapital zum Marktwert der Aktien aufnehmen zu können²² und NOBEL sah einen möglichen Ausschlussgrund in der „Kotierung der Aktien an einer fremden Börse“²³. HIRSCH schliesslich befürwortete bereits im Jahre 1991 die Möglichkeit des Ausschlusses des Bezugsrechts im Falle einer internationalen Aktienplatzierung mittels Barliberierung²⁴. Damit sehen diese Autoren in den von ihnen – allerdings vor dem SBG-Entscheid – erwähnten „wichtigen Gründen“ vom Erfordernis einer Verbindung zu einer Unternehmensübernahme ab. Praxisgerecht gehen GERICKE/LAMBERT neuerdings explizit vom Vorliegen eines wichtigen Grundes bei einer Platzierung von Aktien an nationalen und internationalen Börsen aus²⁵.

Diese liberale, praxisfreundliche Ansicht verdient u.E. Zustimmung, ist doch (abgesehen vom Gesetzestext, der die Unternehmensübernahme nennt, dies allerdings nur exemplifikativ) nicht einzusehen, weshalb beispielsweise der Kauf neuer Produktionsanlagen mittels Unternehmenskauf andere Rechtsfolgen tätigen soll als etwa die direkte Eigeninvestition in eine neue Fabrik. Es ist daher nicht erforderlich, der Finanzierung einer Unternehmensübernahme in der Auslegung einen speziellen Platz einzuräumen. Ausserdem machen – wie schon in FN 17 erwähnt – die vom Bundesgericht (und ihm folgend einem Teil der Lehre) zitierten „ausländischen Vorschriften“, denen bei Übernahme eines ausländi-

21 BÖCKLI, Rz 272a.

22 OR-ZINDEL/ISLER, 1. Aufl., Art. 652b Rz 20 (so auch die 2. Auflage). Anders FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz 234, für die nach dem Urteil des Bundesgerichtes in Sachen SBG/BK Vision feststeht, dass der Umstand, dass von Dritten ein höherer Erlös als von den Aktionären zu erwarten ist, als wichtiger Grund nicht genügt.

23 NOBEL, AJP 1993, 1175.

24 HIRSCH, Rechtsprechungsübersicht, SZW 1991, 295. Ähnlich VON PLANTA, Aktionärsschutz bei der bedingten Kapitalerhöhung, SZW 1992, 208 („besondere Investitionsvorhaben oder ... die blosse Ausweitung und Internationalisierung des Aktionärskreises“) und ISLER, Ausgewählte Aspekte der Kapitalerhöhung, AJP 1992, 735 („Finanzierung solcher Akquisitionen oder neuer Investitionsprojekte der Gesellschaft durch internationale Platzierung von Aktien zu Marktbedingungen“).

25 GERICKE/LAMBERT, OF-Kurzkommentar, Zürich 2002, Art. 652b Rz 7. Die Autoren erwähnen ebenfalls keinen Nexus zu einer geplanten Unternehmensübernahme, betonen aber die Wichtigkeit der konkreten Umstände im Einzelfall für die Frage des Vorliegens eines wichtigen Grundes.

schon Unternehmens nachzuleben ist und die einen Ausschluss rechtfertigen sollen, als Argument keinen Sinn: Solche Vorschriften bestehen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen nur und einzig beim Aktientausch, wo sich das Problem des Bezugsrechtsausschlusses aus Schweizer Sicht gar nicht wirklich stellt, da dann ja der Ausschlussgrund der (direkten) Unternehmensübernahme vorliegt. Es bleibt somit die Frage, ob eine Kotierung – die ja oft eine Streuung der Aktien erfordert und damit einen Bezugsrechtsausschluss nötig macht²⁶ – für sich (d.h. unabhängig von einer Finanzierung eines bestimmten Kaufs und allfälligen „ausländischen Vorschriften“) einen wichtigen Grund darstellt, der es einer Zweidrittelmehrheit der Aktionäre erlauben soll, zu entscheiden, dass auch die übrigen Aktionäre auf ihr Bezugsrecht verzichten müssen. Dies ist u.E. praxisbezogen zu bejahen, denn durch die Kotierung profitieren nicht nur alle Aktionäre durch eine neue Verkaufsmöglichkeit, sondern insbesondere auch die Gesellschaft durch erweiterte Finanzierungsmöglichkeiten, durch die möglich werdende Mitarbeiterbeteiligung (die ja für sich einen Grund für den Ausschluss darstellt, praktisch aber oft nur im Zusammenhang mit einer Kotierung wirklich durchführbar wird) und die Möglichkeit, im Aktien-tausch andere Unternehmen übernehmen zu können. Anzuführen ist, dass es bei einer freiwilligen Kotierung nicht einzusehen ist, weshalb es einen Unterschied machen soll (den das Bundesgericht aber zu machen scheint), ob diese in der Schweiz oder im Ausland erfolgt. Weitere Gründe für eine offene Haltung zu diesem Aspekt liegen darin, dass der Ausgabepreis bei einem Börsengang aufgrund des Bookbuilding Verfahrens dem Kräfteverhältnis von Angebot und Nachfrage entspringt und damit vom Markt diktiert wird, d.h. eine Kapitalverwässerung keine Rolle spielt und dem Bezugsrecht somit nur ein vernachlässigbarer geldwerter Vorteil zukommt²⁷. Aufgrund des Gesagten kann man davon ausgehen, dass ein Ausschluss des Bezugsrechtes beim IPO im Allgemeinen zulässig sein muss. Dies gilt vor allem dann, wenn mit dem IPO primär eine Finanzierung neuer Geschäfte (sei es mittels Unternehmenskauf oder Eigeninvestition) beabsichtigt ist. Aber auch die Verstärkung der Eigenmittel (indem

26 Es soll ja ein börsenmässiger Handel ermöglicht werden. Dies setzt ausreichende Liquidität und damit ein einigermaßen disperses Aktionariat voraus (vgl. auch Art. 17 des Kotierungsreglements des SWX).

27 Negativ schlagen bei dieser Analyse eine mögliche (aber seltene) Gewinnanteilsverwässerung sowie die Stimmrechtsverwässerung zu Buche. Letztere trifft allerdings vor allem Grossaktionäre, die durch die Quorumbestimmung von Art. 704 OR schon geschützt sind und die in der Regel den Entscheid für den Börsengang mittragen.

der Erlös aus der Platzierung der Aktien zur Schuldentilgung verwendet wird) oder im Interesse der Gesellschaft liegende Motive (wie beispielsweise erleichterte Mitarbeiterbeteiligung) dürften grundsätzlich als Ausschlussgrund genügen. Immerhin müssen die Umstände des Einzelfalls berücksichtigt werden, etwa der Umfang der Kapitalerhöhung²⁸: so könnte es bei einer sehr grossen Kapitalerhöhung geboten sein, das Bezugsrecht teilweise zu gewähren, sofern auch dann eine ausreichende Streuung mit einem teilweisen Ausschluss sichergestellt ist²⁹.

2. Bezugsrechtsausschluss beim Greenshoe

Der „Greenshoe“³⁰ ist eine den die Aktien platzierenden Banken bzw. Effekthändlern³¹ eingeräumte Mehrzuteilungsoption, die diesen die Stabilisierung des Preises unmittelbar nach dem IPO – üblicherweise während ca. 30 Tagen – erlaubt. Dies wird so erreicht, dass das Emissionskonsortium zunächst bei der Platzierung mehr Beteiligungspapiere als es vom Emittent und dessen Aktionären zur Platzierung übernommen hat, verkauft. Dieser partielle „Leerverkauf“ (und die daraus entstehende „short position“) wird durch ein oder mehrere Wertpapierleihgeschäfte („Securities Lending“) mit Grossaktionären³² abgedeckt, indem im IPO Verkäufe teilweise aus diesen geliehenen Beständen erfüllt werden. Die Rückgabeverpflichtung aus dem Securities Lending wird wiederum dadurch abgesichert, dass sich die Banken die Option geben lassen, allenfalls zusätzliche Aktien zum Emissionspreis erwerben zu können („Greenshoe“), falls sie nicht Aktien am Markt kaufen können³³. Sofern sich nämlich die Aktienkurse nach dem IPO unter dem Emissionspreis bewegen, kaufen die Banken Titel am

28 Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass nach § 186 Abs. 3 Satz 4 des deutschen Aktiengesetzes der Ausschluss des Bezugsrechts insbesondere dann zulässig ist, „wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet“.

29 Dies ergibt sich auf dem Gebot der schonenden Rechtsausübung. Bei einer Kapitalerhöhung im Verhältnis 1:8 könnten die bisherigen Aktionäre dann beispielsweise 4 neue Aktien zeichnen.

30 Der Begriff „Greenshoe“ leitet sich von der Greenshoe Manufacturing Co. her, bei der dieses Verfahren erstmals angewendet wurde (vgl. BOSCH/GROSS, Rz 10/271 FN 3).

31 Im Folgenden wird nur von „Banken“ gesprochen.

32 Allenfalls auch mit der Gesellschaft, falls diese über eigene Aktien verfügt.

33 Vgl. zum Ganzen auch BOSCH/GROSS, Rz 10/272 sowie der Beitrag von HUBER hinten.

Markt, um durch zusätzliche Nachfrage die Kurse zu stützen. Die Mehrzuteilungsoption muss dann nicht ausgeübt werden, da die Erfüllung der Verpflichtungen aus der Wertpapierleihe aus den so gekauften Aktien erfolgen kann. Liegt umgekehrt der Kurs der Aktien über dem Platzierungspreis, werden die Banken keine Aktien kaufen und ihre Rückgabeverpflichtung aus der Option erfüllen. Die Bereitstellung der für den Greenshoe notwendigen Aktien kann entweder durch die Gesellschaft selbst oder durch deren Grossaktionäre erfolgen. In der Praxis werden beim Secondary Placement zur Sicherstellung des Greenshoes meist bestehende Aktien eines Grossaktionärs beigezogen, der diese Aktien dann oft auch in einem ersten Schritt an die Banken ausleiht. In dieser Konstellation stellt sich die Frage, ob die Gesellschaft den Grossaktionär für diese – primär der Gesellschaft dienende³⁴ – Leistung entschädigen darf. U.E. ist diese Frage analog zu der im nächsten Abschnitt behandelten Frage der Kostentragung der Gesellschaft beim Secondary Placement zu beantworten: Damit darf die Gesellschaft dem Aktionär den Wert der Option, die dieser einräumt, bis zum Verkehrswert dieser Option entschädigen. Anzumerken ist allerdings, dass die Bestimmung des Wertes deshalb schwierig ist, weil im Einräumungszeitpunkt (d.h. unmittelbar vor Börsenkotierung) mangels eines Marktes die Volatilität der Aktien, die ja ein wichtiger Faktor für die Bestimmung des Optionswertes ist, kaum abgeschätzt werden kann. Beim Primary Placement (seltener beim Secondary Placement) kann die Bereitstellung der für den Greenshoe benötigten Aktien auch durch die Gesellschaft, zum Beispiel aus genehmigtem Kapital, erfolgen, sofern die entsprechenden statistischen Voraussetzungen gegeben sind. Gelegentlich wird aber auch bedingtes Kapital dafür verwendet, wenn auch dessen Zulässigkeit für diese Zwecke noch nicht als allgemein anerkannt gelten kann³⁵. Notwendig ist auf jeden Fall ein Bezugsrechtsverzicht, -abkauf oder

34 Die Gesellschaft profitiert durch einen am Anfang stabilisierten Kurs in der Zukunft, z.B. durch vereinfachte Eigenmittelaufnahme. Umgekehrt ist die Gewährung eines Greenshoes kein besonders lukratives Geschäft für denjenigen, der die Option einräumt: sinkt der Kurs, wird sie nicht ausgeübt, steigt er, muss der Optionsschreiber Aktien zum tieferen Emissionspreis abgeben.

35 Skeptisch zur Zulassung des bedingten Kapitals für „nackte“ oder „einfache“ Optionen FORSTER/MOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 Rz 334; OR-ZINDEL/ISLER, Art. 653 Rz 20a. Vgl. aber WENGER, Das bedingte Kapital im Schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996, 163 (wobei unklar bleibt, ob dieser Autor – wie bei den Aktionärsoptionen – die Zulässigkeit nur unter der Voraussetzung der Bezugsrechtsgewährung bejaht). Hingegen ist die Zulässigkeit des bedingten Kapitals für Aktionärsoptionen heute anerkannt (vgl. statt vieler BÖCKLI, Rz 229 ff.). Geht man davon aus, dass die aus dem Greenshoe berechtigten Banken Aktionäre der Gesellschaft sind, reduziert sich die Zulässigkeitsfrage wieder auf die hier erörterte Frage

-ausschluss, womit sich auch hier die Frage nach der Zulässigkeit eines Bezugsrechtsausschlusses stellt. Bei der Beantwortung dieser Frage ist (erneut) davon auszugehen, dass die Stabilisierung des Aktienkurses nach der Platzierung im Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre liegt³⁶, und es ferner um vergleichsweise kleine Zahlen geht (typischerweise 10% bis maximal 15% des Emissionsvolumens). Zu berücksichtigen ist sodann, dass bei Ausübung des Greenshoes ja bloss das passiert, was vorn als grundsätzlich zulässig erachtet wurde, nämlich das Bezugsrecht von Altaktionären zugunsten des Publikums auszuschliessen³⁷. Ausserdem werden die Aktien aus dem Greenshoe zum Emissionspreis, d.h. einem qualifizierten Quorum von Aktionären bei der Schaffung zum Schluss, dass ein qualifiziertes Quorum von Aktionären bei der Schaffung von genehmigtem oder gegebenenfalls bedingtem Kapital, aus welchem der Greenshoe erfüllt werden soll, das Bezugs- bzw. Vorwegzeichnungsrecht entziehen dürfen, ohne dass Aktionäre, die mit diesem Vorgehen nicht einverstanden sind, deswegen erfolgreich eine Anfechtungsklage erheben könnten³⁹.

V. Kostentragung der Gesellschaft beim Secondary Placement

Beim reinen Secondary Placement werden keine neuen Aktien ausgegeben, sondern bestehende Aktienbestände im Publikum platziert. Die Gesellschaft selbst führt keine Kapitalerhöhung durch und erhält somit auch keine Mittel aus dem Börsengang. In finanzieller Hinsicht profitiert sie damit nicht direkt vom IPO. Dennoch hat die Gesellschaft in der Regel die Kosten für die Prospekter-

des Ausschlusses des Bezugsrechts.

36 Vgl. dazu vorn bei FN 34 und BOSCH/GROSS, Rz 10/271.

37 Obwohl technisch die Banken die Aktien erhalten, werden diese Aktien durch den Leerverkauf im IPO wirtschaftlich im Publikum platziert – die Banken „behalten“ diese Aktien ja auch nicht, sondern benötigen sie nur, um ihrer Rückgabeverpflichtung aus dem Securities Lending nachzukommen.

38 Zu berücksichtigen bleibt natürlich, dass der Greenshoe nur ausgeübt wird, wenn der Kurs seit dem Emissionszeitpunkt gestiegen ist – das Delta zum Emissionszeitpunkt wird aber in aller Regel gering bleiben.

39 Vgl. auch OR-ZINDEL/ISLER, ART. 652b Rz 20, die den Entzug des Bezugsrechtes für die Zwecke des Greenshoes als zulässig erachten.

stellung⁴⁰ – und möglicherweise auch für weitere Arbeiten des Underwriters⁴¹ – zu tragen. Sie muss darüber hinaus im Underwriting Agreement⁴² gegenüber den Konsortialbanken im allgemeinen Garantien abgeben, welche diese vor Prospekthaltung schützen sollen⁴³. Da lediglich die Aktionäre direkt vom Börsengang profitieren, fragt sich, ob die Gesellschaft solche Kosten tragen darf oder allenfalls ein Fall von Art. 678 OR⁴⁴ vorliegt, der ungerechtfertigte Leistungen der Gesellschaft an nahestehende Personen verbietet. Ferner wäre möglich, dass der Verwaltungsrat der Emittentin (der sich nicht selten aus Personen zusammensetzt, die auch verkaufende Aktionäre sind) in Abmachungen, die zu einer Übernahme solcher Kosten und Risiken führen, seine Vertretungsbefugnis im Sinne von Art. 718a OR⁴⁵ überschreitet, was zu einer Verantwortlichkeit der handelnden Organe oder sogar zu einer Unverbindlichkeit der Abmachung führen könnte, wenn argumentiert wird, die Bank habe sich nicht gutgläubig darauf verlassen können, dass die handelnden Personen zum Abschluss von Geschäften ermächtigt sind, die nur gewissen Aktionären, nicht aber der Gesellschaft nützen⁴⁶. Die Deckung von Kosten des IPO durch die Gesellschaft und die Übernahme von Risiken im Underwriting Agreement stellen keinen Fall von Art. 678 Abs. 1 OR dar, welcher die formell als Ausschüttungen deklarierten Leistungen

40 Diese umfassen Kosten der Bank, Anwalts Honorare sowie Druck- und Versandkosten. Vgl. zu den Massnahmen der Kontrolle dieser Kosten während einer Transaktion, HUBER, „Legal Transactions Management“ – zur Durchführung von Kapitalmarkttransaktionen, in: Meilens- teine im Management, Band X Management & Law, Basel/Gent/München, erscheint 2002.

41 Im Extremfall können die Parteien versuchen, auch Verkaufskommissionen der Gesellschaft aufzuerlegen. Andere Kosten bestehen aus Auslagen im Zusammenhang mit „Road Shows“.

42 Das Underwriting Agreement weist als „Hauptparteien“ natürlich die verkaufenden Aktionäre und das Bankenkonsortium auf.

43 Vgl. dazu den Beitrag von DAENIKER hinten.

44 Nach dieser Bestimmung sind Aktionäre und Mitglieder des Verwaltungsrates sowie diesen nahestehende Personen, die ungerechtfertigt und in bösem Glauben Dividenden, Tantiemen, andere Gewinnanteile oder Bauzinsen bezogen haben, zur Rückerstattung verpflichtet. Nach Art. 678 Abs. 2 sind diese Personen auch zur Rückerstattung anderer Leistungen der Gesellschaft verpflichtet, soweit diese in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung und zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft stehen. Im Nachlass- oder Konkursverfahren kann die Rückerstattung ungerechtfertigter Leistungen auch mittels actio pauliana (Art. 285 ff. SchKG) durchgesetzt werden.

45 Gemäss Art. 718a Abs. 1 OR können die zur Vertretung befugten Personen des Verwaltungsrates im Namen der Gesellschaft alle Rechtshandlungen vornehmen, die der Zweck der Gesellschaft mit sich bringen kann.

46 Vgl. zu dieser Problematik generell OR-WATTER, Art. 718a OR Rz. 1 ff.; WATTER, Gewinnverschiebungen bei Aktiengesellschaften, AJP 1996, 142 ff.

der Gesellschaft erfasst⁴⁷. In Frage kommt hingegen eine Anwendung von Art. 678 Abs. 2 OR, der die Rückerstattung anderer Leistungen der Gesellschaft, namentlich verdeckter Gewinnausschüttungen, regelt. Art. 678 Abs. 2 OR verlangt aber – wie auch der Tatbestand der Übervorteilung nach Art. 21 OR – ein offensichtliches Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung. Das in Art. 678 Abs. 2 ebenfalls erwähnte Erfordernis des Missverhältnisses zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft wird dagegen von der Lehre als unangebracht abgelehnt und nicht beachtet⁴⁸. Nach wohl herrschender Lehre setzt Art. 678 Abs. 2 OR – obwohl nicht ausdrücklich erwähnt – auch die Bösgläubigkeit des Empfängers als Voraussetzung der Rückerstattungspflicht voraus⁴⁹. Ein Teil der Lehre geht indessen von einer Vermutung der Bösgläubigkeit bei Vorliegen eines offensichtlichen Missverhältnisses aus⁵⁰. Dem ist grundsätzlich zuzustimmen⁵¹. Auf den vorliegenden Fall übertragen ist daher im Zusammenhang mit der Prüfung nach Art. 678 in erster Linie zu beurteilen, ob bei der Kostentragung beim Secondary Placement ein offensichtliches Missverhältnis zwischen Leistung (an die Bank) und Gegenleistung (für die Gesellschaft) besteht. Damit stellt sich die Frage, ob argumentiert werden kann, der Börsengang bringe der Gesellschaft auch dann einen Nutzen, der in einem vernünftigen Verhältnis zu den Kosten steht, wenn ihr keine Gelder aus einer Kapitalerhöhung zufließen. Dieselbe Frage stellt sich auch bei der Analyse nach Art. 718a OR. Hauptfrage ist bei der Analyse der Vertretungsbefugnis nämlich, ob sich die handelnden Organe nach Treu und Glauben ermächtigt fühlen dürfen, die entsprechende Handlung vorzunehmen⁵². Dies ist jeweils dann zu bejahen, wenn eine Handlung unter den gegebenen Umständen der Gesellschaft voraussichtlich einen Nutzen bringt. Ist dies nicht der Fall – weil eine Handlung etwa nur einem Aktionär nützt, der dem Verwaltungsrat nahe steht, für die Gesellschaft aber keine Vortei-

47 Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 50 Rz. 118.

48 Ausführlich dazu BÖCKLI, Rz. 1428 f.; OR-KURER, Art. 678 Rz. 16; WATTER, Der Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 1993, 121.

49 BÖCKLI, Rz. 1427; OR-KURER, Art. 687 Rz. 18, m.w.H. VISCHER, OF-Kurzkommentar, Art. 678 Rz. 13 und 15.

50 BÖCKLI, Rz. 1427; a.A. VISCHER, OF-Kurzkommentar, Art. 678 Rz. 15.

51 Die von VISCHER Art. 678 Rz. 14 erwähnte zusätzliche Voraussetzung, dass die Ausschüttung ungerechtfertigt, d.h. in Verletzung von Gesetz und Statuten erfolgt ist, ist für Art. 678 Abs. 2 unergiebig, da gemäss dessen Wortlaut immer dann von einer Verletzung des Gesetzes auszugehen ist, wenn ein offensichtliches Missverhältnis von Leistung und Gegenleistung gegeben ist.

52 Vgl. OR-WATTER, Art. 718a Rz. 5 m.w.H.; so im Ergebnis auch BGE 126 III 361, 363 f.

