

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 Abgabedruck 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 präzisierung darauf 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 Marktpreis ausgegeben³⁸. Diese Überlegungen führen uns 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 stehe, 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.

le bringt -, dann ist weiter zu untersuchen, ob die Rechtshandlung des Verwaltungsrates dennoch Rechtswirkungen zeigt, was dann der Fall ist, wenn sich der Dritte gutgläubig auf die „Vertretungsmacht“ verlassen durfte, die einem zeichnungsberechtigten Verwaltungsrat ja erlaubt, alle Geschäfte für die AG innerhalb der Zweckgrenze abzuschließen⁵³. In solchen Konstellationen – wo ein Geschäft für die AG wegen Drittschutzes gültig ist, obwohl das handelnde Organ wissen musste, dass es gegen die Interessen der AG handelt – stellt sich dann jeweils die Frage nach der Verantwortlichkeit⁵⁴. Fragt man damit nach dem Nutzen für die Gesellschaft, so ist zunächst festzuhalten, dass die Gesellschaft von der Börsenkotierung auch beim Secondary Offering profitiert. Zum einen stehen ihr in Zukunft eine einfachere (und billigere) Eigenkapitalfinanzierungsmöglichkeit und eine „Akquisitionswährung“ in Form von Aktien zur Verfügung; zum anderen werden die Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung durch den Börsengang stark verbessert. Weiter kann sich aus einem IPO eine gesteigerte Publizität für die Gesellschaft und damit indirekt auch für ihre Produkte und Dienstleistungen und somit auch ein höherer Umsatz ergeben. Aus diesen Überlegungen folgt zunächst, dass die Gesellschaft aus einem Börsengang durchaus einen Nutzen erhält, mithin ein Tätigwerden des Verwaltungsrates in diese Richtung sinnvoll und nützlich ist. Daraus folgt auch die Berechtigung, für die Börsenkotierung gewisse Kosten zu übernehmen und Risiken einzugehen. Kosten für die Prospekterstellung, für die Kotierung und für die generelle Werbung für die Gesellschaft („Roadshows“) können damit von der Gesellschaft ohne weiteres übernommen werden (sind also von der Vertretungsbefugnis gedeckt) bzw. stehen grundsätzlich nicht in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung. Gleiches gilt u.E. für die Abgabe von Garantien gegenüber Banken im Underwriting Agreement. Unzulässig wäre es u.E. hingegen, dass die Gesellschaft die üblichen Platzierungsgebühren der Banken für den Verkauf der Aktien von bisherigen Aktionären übernimmt. Diese sind, ebenso wie die Umsatzabgabe, von den verkaufenden Aktionären zu bezahlen⁵⁵.

53 Vgl. dazu BGE 116 II 323, wonach ausserhalb der Zweckgrenze nur Geschäfte liegen, die der Zweck nicht mit sich bringen kann, d.h. durch diesen geradezu ausgeschlossen sind; bestätigt in BGE 126 III 361 E. 2a (nicht publizierte E.); OR-WATTER, Art. 718a Rz. 2 ff.; BÖCKLI, Rz. 1580.

54 Vgl. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 30 Rz. 84.

55 Technisch wird die Abgabe natürlich von den Banken geschuldet, die die Kosten aber überwälzen können.

VI. GV-Beschlüsse beim Spin-off

1. Allgemeines

Im Rahmen der Fokussierung von Konzernen ist es in jüngerer Zeit zu mehreren Konzernspaltungen („Spin-Offs“ oder noch genauer: „Demergers“) gekommen⁵⁶, bei denen die bisherigen Aktionäre der sich aufteilenden Gesellschaft zusätzlich zu ihren bisherigen Aktien auch solche der neu abgespaltenen Gesellschaft erhielten. Die Praxis hat dabei Mittel und Wege gefunden, solche Abspaltungen auch ohne direkte gesetzliche Grundlage durchzuführen, hat mithin nicht auf den Erlass des Fusionsgesetzes⁵⁷ warten müssen, das Abspaltungen explizit regeln wird. Bei allen praktischen Beispielen wurde zunächst der abzuspaltende Konzernteil unter einer „Newco“ so reorganisiert, dass „Newco“ (als direkte Tochter der Konzernmutter) das ganze abzuspaltende Geschäft hielt. In einem zweiten Schritt wurden dann die Aktien wirtschaftlich auf die Aktionäre überführt, indem (i) entweder (so bei Ciba SC und Lonza) Newco ihr (minimales) Kapital stark erhöhte und die Mutter ihr Bezugsrecht an diesen neuen Aktien ihren Aktionären zuwies oder (ii) die Newco-Aktien ausgeschüttet wurden (so bei Givaudan), dies (iii) allenfalls verbunden mit einer Kapitalherabsetzung bei der Mutter (so bei Sulzer Medica) oder dann – dies als vorläufig letztes Beispiel – (iv) den Aktionären Kaufrechte zuteilt wurden, die es ihnen erlaubten, zum Nominalwert der Newco-Aktien diese von der Mutter zu erwerben (so grundsätzlich der Fall Syngenta). All diese Abspaltungsformen sind dadurch geprägt, dass steuerlich die Aktien (oder Bezugs- bzw. Kaufrechte) beim Aktionär grundsätzlich nicht als Einkommen besteuert werden (da ja seine Beteiligung an der Konzernmutter entsprechend an Wert verliert, er anders gesagt neu seine bisherige Beteiligung einfach mittels zwei Titeln hält), *ausser* es resultiere aus der Abspaltung ein Nennwertzuwachs beim Aktionär, den dieser nicht entschädigen muss; diesfalls sind dann von der abzspaltenden Gesellschaft analog zur Ausgabe von Gratisaktien Verrechnungssteuern geschuldet und vom Aktionär zumindest auf Bundesebene Einkommenssteuer. In der Technik (i) und (iv) wird die Problematik der Gratisaktienbesteuerung dadurch umgangen, dass vom Aktionär eine Geldleistung im Umfang des Nominalbetrages, den er zusätzlich „erhält“, verlangt wird, im Fall Givaudan wurde diese Steuer in Kauf genommen, im Fall

56 Vgl. die Aufzählung oben in II.1.

57 Vgl. die Botschaft vom 13. Juni 2000, BBl 2000, 4337 ff.

Sulzer Medica dadurch vermindert, dass der Nominalwert der „verbleibenden“ Aktien reduziert wurde, so dass der Aktionär nach erfolgtem Spin-off über (praktisch) gleich viel Nominalwert verfügte wie vor der Transaktion. In all diesen Fällen stellt sich die Frage nach den nötigen GV-Beschlüssen⁵⁸. Konkret fragt sich, ob

- a. die Abspaltung oder gar schon die Reorganisation unter eine Newco eine Zustimmung der Generalversammlung braucht; und/oder ob
- b. verbunden mit dem Spin-off der Zweck der bisherigen Gesellschaft durch die Generalversammlung eingegrenzt werden muss; und wie
- c. der „Ausschüttungsbeschluss“ zu erfolgen hat.

Die Fragen (a) und (b) sind dabei auch relevant, wenn nicht ein Spin-Off im Sinne eines „Demergers“ (wie bei den eben beschriebenen Fällen), sondern ein Spin-Off im Sinne eines Secondary Offerings (wie beispielsweise in den Veräusserungen der Clariant oder der Selecta) gemacht wird – ja, die Fragen (a) und (b) erhalten in diesen Konstellationen besondere Bedeutung, weil bei deren Bejahung eventuell gesondert zu einer Generalversammlung eingeladen werden muss. Beim Demerger braucht es dagegen die Generalversammlung (wegen des „Ausschüttungsbeschlusses“) sowieso, womit die Fragen (a) und (b) dort eher prozedurale Bedeutung haben.

2. Notwendigkeit eines GV-Beschlusses für die Reorganisation und die Abspaltung?

Nach Art. 716 OR kann der Verwaltungsrat in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht nach Gesetz oder Statuten der Generalversammlung zugewiesen sind⁵⁹. Die Kompetenz des Verwaltungsrates, einen Konzern zu organisieren, folgt daneben aus der expliziten Kompetenz von Art. 716a Abs. 1 Ziff. 2 OR. Damit darf grundsätzlich der Verwaltungsrat eine Geschäftseinheit oder Division unter eine Newco gruppieren, wobei sich aber dennoch die Frage nach der

⁵⁸ Das Fusionsgesetz wird für die Auf- bzw. für die Abspaltung eine Mehrheit von 2/3 verlangen, vgl. Art. 43 Abs. 2 i. V. m. Art. 18 Abs. 1 E. FusG, sofern für eine allenfalls notwendige Zweckerklärung statutarisch kein höheres Quorum vorgesehen ist.

⁵⁹ Im Schrifttum wird von einem „Kompetenzauffangbecken“ beim Verwaltungsrat gesprochen (vgl. BÖCKLI, Rz 1522, der dieses allerdings auf den Exekutivbereich beschränkt wissen will; OR-WATTER, Art. 716 Rz. 1 m. w. H.).

Zuständigkeit der Generalversammlung für die Abspaltung stellt, da oft bereits die Reorganisation zu Steuermachtteilen führt, die der getreu handelnde Verwaltungsrat dann nicht ohne Zustimmung der Generalversammlung in Kauf nehmen wird, wenn ein nachfolgender Schritt in einem Plan eine solche Zustimmung braucht.

Nachdem die Statuten der Generalversammlung für die Abspaltung kaum je Kompetenzen zuweisen werden und gesetzlich momentan keine Kompetenzregelung besteht, stellt sich die Frage, ob die Spaltung einer Liquidationshandlung gleichzusetzen ist, für welche die Generalversammlung zuständig wäre. Formell handelt es sich bei einer Spaltung natürlich nicht um eine Liquidation, da sowohl die Unternehmen der abspaltenden wie auch der abgespaltenen Gesellschaft weiterbestehen. Hingegen fragt sich, ob bei solchen Spaltungen, bei denen regelmässig ein bedeutender Teil des Unternehmensbereiches und des Umsatzes von der Gesellschaft „abgestossen“ wird, materiell von einer Liquidationshandlung gesprochen werden kann (sogenannte „faktische Liquidation“). Das Bundesgericht hat sich im „Kammgarnspinnerei“-Fall⁶⁰ teilweise mit dieser Problematik befasst. Es hat festgestellt, dass die Veräusserung des gesamten Betriebes mit allen Aktiven der Gesellschaft nicht mehr innerhalb der Rechtshandlungen liegt, die der Gesellschaftszweck mit sich bringen kann, weshalb es dem Verwaltungsrat grundsätzlich verwehrt sei, das ganze Unternehmen in eigener Kompetenz zu veräussern⁶¹. Für eine solche Handlung bedarf es nach Ansicht des Bundesgerichtes grundsätzlich der Zustimmung durch die Generalversammlung. Im Schrifttum wird darüber hinaus etwa von BÖCKLI die Ansicht vertreten, auch eine wesentliche (faktische) Teilliquidation unterliege diesem Erfordernis⁶². BÖCKLI nennt keine quantitativen Richtlinien (z. B. in Prozenten des Umsatzes oder der Bilanzsumme, die abgespalten wird) hinsichtlich der geforderten Wesentlichkeit, doch macht er diesbezüglich qualitative Aussagen, wonach (vereinfacht) folgende Voraussetzungen für eine (Teil-)Liquidation vorliegen müssen: (a) die Gesellschaft stösst mit der Teilveräusserung einen Kernbetriebsteil ab, ohne den die Fortführung des verbleibenden Geschäftes wirtschaftlich stark erschwert oder nicht mehr sinnvoll ist, (b) die Aktivseite

⁶⁰ BGE 116 II 320 ff.

⁶¹ Im konkreten Fall kommt das Bundesgericht jedoch zum Schluss, dass besondere Umstände vorlägen (Insolvenz, zeitliche Dringlichkeit etc.), die ausnahmsweise auch die Veräusserung des Gesamtunternehmens ohne entsprechenden GV-Beschluss rechtfertigten.

⁶² BÖCKLI, Rz 1580a und Rz 1962c ff.; vgl. auch OR-STÄUBLI, Vor Art. 736-747 Rz 3.

besteht zum überwiegenden Teil aus nicht mehr betrieblich investierten Aktiven und (c) der Erlös aus der Veräusserung ist nicht für die Reinvestition im „weiteren Tätigkeitsbereich“ der Gesellschaft bestimmt. Sofern die genannten Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein müssen, wovon hier ausgegangen wird, dürfte eine Teilliquidation bei einer Abspaltung kaum je vorliegen. Die zum abgespaltenen Unternehmenstil gehörenden Aktiven werden nicht in liquide Form gebracht; buchhalterisch gesehen erfolgt nicht ein Aktivtausch⁶³, sondern eine Bilanzverkürzung und die abspaltende Gesellschaft wird ihre bisherige Tätigkeit (wenn auch in verändertem Rahmen, beschränkt nur noch auf ein „Kerngeschäft“) problemlos fortführen. Eine der Zuständigkeit der Generalversammlung unterliegende faktische Liquidation wird daher im Rahmen einer Spaltung kaum je vorliegen.

3. Notwendigkeit eines GV-Beschlusses wegen Zweckeingrenzung?

Zusätzlich zur vorgenannten Frage ist bei einer Abspaltung zu untersuchen, ob die Generalversammlung eine Zweckeingrenzung zu beschliessen hat⁶⁴, wenn der abzuspaltende Unternehmenstil in der Zweckklausel der abspaltenden Gesellschaft explizit genannt wird, denn nach der Abspaltung des Unternehmens teils aus dem Konzern⁶⁵ wird die abspaltende Gesellschaft die betreffende Tätigkeit ja nicht mehr ausüben. Damit wird die Frage nach der faktischen Zweckänderung im vorliegenden Zusammenhang aufgeworfen, bzw. ist abzuklären, ob die Generalversammlung der abspaltenden Gesellschaft zwingend eine entsprechende Änderung des Unternehmenszweckes und damit eine Statutenänderung beschliessen oder wenigstens – ohne die Statuten formell zu ändern – der Abspaltung zustimmen muss. Folgt man der Ansicht des Bundesgerichtes im FABAG Entscheid⁶⁶, scheint dies in der Tat der Fall zu sein. In diesem Entscheid

63 Etwa durch Versilberung von Produktionsanlagen.

64 Selbstverständlich ist bei formeller Änderung der Statuten immer ein Beschluss der Generalversammlung notwendig (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR).

65 Verbliebe die abgespaltene Gesellschaft als Tochter im Konzern der abspaltenden Gesellschaft, könnte unter Hinweis auf gewisse Meinungen im Schrifttum, wonach die Konzernmutter ihren statutarischen Zweck auch durch Gründung von Tochtergesellschaften erfüllen kann, auf jeden Fall von einer Zweckänderung abgesehen werden (vgl. AMSTUTZ, Konzernorganisationsrecht, Bern 1993 Rz 562, 566; HANDSCHIN, Der Konzern im geltenden schweizerischen Privatrecht, Zürich 1994, 105 ff.).

66 BGE 100 II 384 ff.

betrachtete es die Ausgliederung des Produktions- bzw. Verlagsbereiches einer AG als Zweckänderung, da das Führen eines Produktionsbetriebes bzw. Verlaages und nicht das Halten von Beteiligungen als Hauptzweck in den Statuten aufgeführt war, obschon auch das Halten von Beteiligungen als Mittel zur Zweckerreichung in den Statuten enthalten war⁶⁷. Da die dem FABAG Entscheid zugrunde liegende Transaktion die Gesellschaft „dem Wesen und der Organisation nach (...) veränderte und ihren Geschäftsbereich sowohl einengte wie auch ausdehnte“, war die Generalversammlung für die Beschlussfassung über eine Zweckänderung nach Ansicht des Bundesgerichtes zwingend zuständig. Der FABAG Entscheid ist jedoch nur in beschränktem Mass auf die bei Spaltungen typische Konstellation übertragbar, ging es doch dort um eine vollständige Aufgabe der operativen Tätigkeit, während hier in der Regel der Wegfall einer von mehreren, in den Statuten erwähnten Tätigkeitsbereichen der Gesellschaft oder ihrer Tochtergesellschaften (bei schon vorhandener Holdingstruktur) zur Debatte steht. Bei dieser Konstellation muss man sich vielmehr die Frage stellen, ob die Nennung einer Tätigkeit in den Statuten für die abspaltende Gesellschaft lediglich eine Berechtigung, oder eine Pflicht zur Durchführung der entsprechenden Tätigkeit darstellt. Bei der Beantwortung dieser Frage kommt es darauf an, wie die Zweckklausel abgefasst ist, bzw. wie diese auszulegen ist. Namentlich bei einer offenen und lediglich beispielhaften Aufzählung möglicher Tätigkeitsbereiche, wenn etwa die einzelnen Tätigkeiten mit dem Wort „oder“ verknüpft sind oder die Gesellschaft bislang gar nicht alle in den Statuten genannten Tätigkeiten ausgeübt hat, kann man von einer blossen statutarischen Ermächtigung ausgehen. Auch ist denkbar, dass nach einer Abspaltung Teilbereiche, die unter die entsprechende Zweckklausel fallen, weiterbestehen: wird etwa die Chemiedivision abgespalten, werden im Rahmen des verbleibenden Pharmageschäftes aber dennoch chemische Prozesse eingesetzt, so bleibt die Firma auch nach Abspaltung in der chemischen Industrie tätig. Zweckklauseln, die eine Tätigkeitspflicht statuieren, sind aber auch denkbar: in dieser Konstellation ist zwingend einer Zweckänderung nötig, die mit der dafür nötigen Mehrheit beschlossen werden muss. Wie einleitend gesagt, wird dann der Verwaltungsrat auch ohne Generalversammlungsbeschluss nicht mit Reorganisationsritten beginnen können, wenn diese beispielsweise (ohne dass die Abspaltung dann vollzogen werden könnte) zu Steuernachteilen führen.

4. Ausschüttungsbeschluss

Beim Spin-off (im Sinne des Demergers) wird immer ein Unternehmensbereich (bzw. die Aktien der diesen Bereich kontrollierenden Newco) ins Eigentum der bisherigen Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft überführt⁶⁸. Wie bei einem Dividendenbeschluss werden dabei die Aktien des abspaltenden Unternehmenssträgers reduziert und an die Aktionäre überführt. Selbstverständlich liegt – wie auch bei der Ausschüttung von Dividenden – ökonomisch keine Bereicherung der Aktionäre vor, denn diese Halten ihre bisherigen Anlagen weiterhin, aber in rechtlich anderer Form, womit ihr vermögenswerter Status derselbe bleibt. Angesichts der Verwandtschaft mit einer Ausschüttung von Dividenden fragt sich indessen, ob bei Abspaltungen nicht ebenfalls ein Ausschüttungsbeschluss der Generalversammlung zu erfolgen hat. Diese Frage ist in jenen Fällen klar zu bejahen, wo Aktien der abspaltenden Gesellschaft in Form einer Sachdividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden⁶⁹. Wo die Abspaltung hingegen mittels Zuweisung von Bezugs- oder Kaufrechten erfolgt, ist dies weniger evident. Rechtstechnisch gesehen liegt dort keine eigentliche Ausschüttung vor. Im Fall der Verwendung von Bezugsrechten etwa wird eine Kapitalerhöhung auf Ebene einer Tochtergesellschaft durchgeführt, wobei die Muttergesellschaft auf das Bezugsrecht zugunsten ihrer Aktionäre verzichtet. Demgegenüber hat die Zuwendung von Kaufrechten, wie im Fall Syngenta praktiziert, wieder eher Dividendencharakter. Wie man die Angelegenheit aber aus Aktionärsicht und Optik der Gesellschaft auch betrachten will, aus Gläubigersicht ist klar, dass auch Alternativkonstruktionen wie die Zuweisung von Bezugsrechten oder die Ausschüttung von Optionen als dividendenähnliche Ausschüttung qualifizieren müssen, da – wie bei Geld- oder Sachdividenden – Aktien der Gesellschaft letztlich zugunsten der Aktionäre „verschwinden“. Aus Sicht des Gläubigers ist es gar so, dass ihm durch die „Ausschüttung“ nicht nur ein gewisser Buchwert „entzogen“ wird, sondern sich sein Haftungssubstrat vielmehr um den Verkehrswert der abgespaltenen Unternehmung (minus „mitgegebener“ Schulden) reduziert. Notwendig ist damit u.E. die Beachtung der Ausschüttungsvorschriften des Gesetzes bei Abspaltungen, also zunächst ein Generalversamm-

68 Im Gegensatz dazu werden bei einer Ausgliederung Aktien der ausgegliederten Gesellschaft ins Eigentum der ausgliedernden Gesellschaft überführt (vgl. die Botschaft zum FusG, BBl 2000, 4360).

69 Dies wurde beispielsweise im Fall Givaudan so praktiziert. Vgl. nachfolgend zu den Bewertungsfragen.

lungsbeschluss, sodann das Vorhandensein von frei ausschüttbaren Reserven, dies aber nicht im Verkehrswert, sondern nur im Buchwert der ausgeschütteten Aktien, wie das in der Praxis bisher auch gemacht wurde⁷⁰, denn das Gesetz geht davon aus, dass sich der Gläubiger darauf verlassen darf, dass ihm die Aktien zumindest zu Buchwerten zur Befriedigung seiner Ansprüche zur Verfügung stehen⁷¹. Einen Anspruch darauf, dass ihm auch ein höherer Verkehrswert nicht entzogen wird, hat der Gläubiger dagegen nicht. Anders gesagt muss auf Ebene der abspaltenden Gesellschaft ausschüttbares Substrat, d.h. frei verwendbares Eigenkapital „nur“ in Höhe des Buchwertes der abzuspaltenden Aktiven vorhanden sein⁷². Wie nachstehend in Ziff. VII. erläutert wird, kann zwecks Erreichen des notwendigen ausschüttbaren Substrats auch ursprünglich aus Agio stammendes Kapital verwendet werden. Der Entwurf des Fusionsgesetzes sieht in Art. 45–47 weitergehende Gläubigerrechte vor. Die Gläubiger der an der Spaltung beteiligten Gesellschaften können wie bei der (konstitutiven) Kapitalherabsetzung Sicherheitsforderungen verlangen⁷³. Allerdings soll die Sicherstellungspflicht nach Art. 46 Abs. 2 E-FusG entfallen, wenn „die Gesellschaft nachweist, dass die Erfüllung der Forderung durch die Spaltung nicht gefährdet wird“. An diesen Nachweis wird die Praxis angesichts der nicht unproblematischen subsidiären Haftung aller an der Spaltung beteiligter Parteien⁷⁴ nach

70 Vgl. zum Beispiel Novartis/Ciba Speciality Chemicals oder Aluisse/Lonza.

71 Vgl. ZWICKER/KÜNZLE, Abspaltung von Unternehmensteilen bei der AG – Rechtliche Aspekte, ST 1997, 994 f. Implizit in diesem Sinne auch HUBER, Die Spaltung der Aktiengesellschaften aus handelsrechtlicher Sicht, Diss. Zürich 1979, 93. Vgl. ferner auch HAMMER, Die Teilung der Aktiengesellschaft unter Berücksichtigung der steuerlichen Folgen, Diss. Diesenhofen 1978, 38 sowie 148, 172.

72 Vgl. Art. 675 Abs. 2 OR und 652d Abs. 1 OR.

73 Vgl. Art. 45 und Art. 46 Abs. 1 E-FusG.

74 Dies bedeutet unter anderem, dass die abspaltende Gesellschaft auch weiterhin für von der abgespaltenen Gesellschaft übernommene Anleihen (solidarisch) haftbar bleibt, was Eventualverbindlichkeiten in enormen Summen noch Jahre oder Jahrzehnte nach der Spaltung zur Folge haben kann. Die Vorschrift ist aus Art. 12 Abs. 3 der 6. EU Richtlinie (82/891/EWG; ABJ No L 378 vom 31.12.1982 47 ff.) entnommen. Allerdings stellt sie eine zu starre Umsetzung europarechtlicher Vorgaben dar. Die EU-Richtlinie verlangt „Sicherstellung“ (dt. Version: „Garantien“; engl. Version: „Safeguards“; frz. Version: „Garanties“) nur, „wenn die finanzielle Lage der gespaltenen Gesellschaft [engl. Version: „company being divided“] und der solchen Schutz erforderlich machen und die Gläubiger nicht schon derartige Garantien haben“. Eine solidarische Haftung ist lediglich fakultativ (vgl. Art. 12 Abs. 6 der Richtlinie) und trifft lediglich diejenigen Gesellschaften, die Aktien in der Spaltung erhalten haben (vgl. aber die Botschaft zum Fusionsgesetz BBl 2000, 4442 FN 131). Obnehin ist die 6. Richtlinie nur auf Abspaltungen (d.h. bei Auflösung der übertragenden Gesellschaft) anwendbar (vgl. Art. 2

Art. 47 E-FusG keine allzu strengen Anforderungen knüpfen dürfen. Die vorgesehenen Gläubigerrechte erscheinen insbesondere dann als übertrieben, wenn der Spin-off – wie oben beschrieben – durch Ausschüttung von frei verwendbarem Eigenkapital vorgenommen werden könnte. Unseres Erachtens bleiben daher Spin-offs unter Verwendung von frei verwendbarem Eigenkapital nach bisherigem Muster (d.h. ohne Anwendbarkeit von Art. 47 FusG) auch unter dem Fusionsgesetz weiterhin möglich, sofern letztlich (auf welchem Weg auch immer) Aktien einer Tochtergesellschaft „ausgeschüttet“ werden.

VII. Flow-back (insbesondere beim Spin-off)

Wie bereits bei der Diskussion des Greenhoe in Ziff. 4 angetönt, besteht unmittelbar nach Durchführung eines IPO oft ein Angebotsüberhang. Beim Spin-off ist dieses Problem wesentlich akuter, da zahlreiche bisherige Aktionäre der abspaltenden Gesellschaft „unfreiwillig“ Aktien eines neuen Unternehmens erhalten, das möglicherweise nicht in ihr Portfolio oder ihre Anlagerichtlinien passt. Dies bewirkt einen Abgedruck auf die neu kotierten Aktien des abspaltenden Unternehmensträgers („Flow-back“). Dem unerwünschten Flow-back Phänomen kann mit verschiedenen Mitteln begegnet werden. Die klassischen Methoden sind Aktienrückkäufe durch die soeben an der Börse kotierte Gesellschaft⁷⁵, die gleichzeitige Platzierung von Aktien, um mittels üblicher Verkaufsbemühungen von Banken parallel zum IPO Nachfrage zu schaffen⁷⁶, allenfalls verbunden mit der bereits oben geschilderten Variante der Mehrzuteilungsoption (Greenhoe) und einer Preisgarantie („Stand-by-Underwriting“), bei der Banken versprechen, bei einem gewissen Preisniveau sämtliche angebotenen Aktien aufzukaufen⁷⁷. Im Folgenden soll das Rückkaufsprogramm, das beispielsweise im Fall Syngenta nach Durchführung des Spin-off lanciert wurde, näher beleuchtet werden. Grundsätzlich müssen bei einem Rückkaufsprogramm, wie bei jedem

75 Abs. 1 der Richtlinie). Die solidarische Haftung in Art. 47 E-FusG sollte daher nur dann angewendet werden, wenn weder der Nachweis fehlender Gefährdung nach Art. 46 Abs. 2 E-FusG noch Sicherstellung trotz Verlangen des Gläubigers erfolgt.

76 So gemacht im Beispiel Syngenta, vgl. die Empfehlung der Schweizerischen Übernahme-Kommission vom 31. August 2000.

77 So gemacht bei Ciba SC, allerdings noch unter dem Kodex für öffentliche Übernahmeangebot vor Inkrafttreten des BEHG.

78 Diese Form, die allerdings heute schon wegen Problemen mit dem Übernahmerecht kaum mehr angewandt werden dürfte, gelangte ebenfalls beim Spin-off der Ciba SC zum Einsatz.

Aktienrückkauf, freie Reserven in ausreichender Höhe zur Verfügung stehen⁷⁸. Umstritten ist, ob dafür auch ursprünglich aus Agio (bei Gründung der Newco, allenfalls bei Kapitalerhöhung) stammende „Reserven“⁷⁹ verwendet werden können. BÖCKLI vertritt hier die Auffassung, eine Ausschüttung in Form einer Dividende, die zulasten von historisch aus Agio stammenden Reserven geht, sei nicht zuzulassen. Dementsprechend wäre auch bereits die Umwandlung von Teilen der allgemeinen gesetzlichen Reserve in eine freie Reserve durch die Generalversammlung in diesem Ausmass verboten⁸⁰. Zur Begründung führt er vor allem aus, ein im Obligationenrecht implizit enthaltener Grundsatz verbiete es, dass „einbezahltes Kapital“ (einschliesslich des Agio) wieder an die Aktionäre ausgeschüttet werde⁸¹. Eine Ausschüttung verletze daher Art. 660 OR. Diese Ansicht wird indessen mehrheitlich abgelehnt⁸². Danach ist das Agio zwar gemäss dem Wortlaut von Art. 671 Abs. 2 Ziff. 1 OR immer zunächst in die allgemeine (gesetzliche) Reserve einzubuchen. Diese allgemeine Reserve kann aber auch insoweit von der Generalversammlung in eine freie Reserve umgewandelt werden (bzw. direkt als Ausschüttungssubstrat dienen), als sie auf solche Agio-Einbuchungen zurückgeht, sofern sie den gesetzlichen Maximal-Sperbetrag übersteigt. Diese Meinung vertritt auch, mit einlässlicher Begründung, das ‘Handbuch der Wirtschaftsprüfung’ der Treuhand-Kammer⁸³. Im Ergebnis ist

78 Art. 659 OR.

79 Diese sind in der Bilanz nicht separat ausgewiesen, sondern in der „allgemeinen (gesetzlichen) Reserve“ enthalten.

80 BÖCKLI, Rz 1414b/c, vgl. auch Rz 923 (m.w.H., die allerdings nicht alle als Belegstellen in Anspruch genommen werden können).

81 Auf dieser Grundlage sieht BÖCKLI Rz 923 dieselbe Behandlung (Einbuchung in die allgemeine Reserve und ewige Ausschüttungssperre) auch für freie Zuschüsse und à-fonds-perdu-Beträge der Aktionäre vor.

82 So etwa FORSTMOSER, Schweizerisches Aktienrecht, Band I/1, Zürich 1981, § 9 Rz 49 ff., 54 (zum alten Recht); GIGER, Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht, Bern 1995, 89; HOFSTETTER, Erwerb und Wiederveräußerung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 139 f.; OR-KURER Art. 675 Rz 19; MÜLLER M.W.H., Der Schutz der Aktiengesellschaft vor unzulässigen Kapitalentnahmen, Bern 1997, 20; OR-NEUHAUS Art. 671 Rz 28 ff., 36; WATTER, Gewinnverschiebungen bei Aktiengesellschaften im schweizerischen Handelsrecht, AJP 1996, 135 ff., 141. Diese Frage wird offengelassen bei FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 50 Rz 22.

83 Treuhandkammer, Schweizerisches Handbuch der Wirtschaftsprüfung 1998, Band I, 426 f. Der Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Rechnungslegung und Revision (RRG) vom 29. Juni 1998 sieht hingegen vor, dass das Agio in eine besondere, in der Bilanz separat auszuweisende „Kapitalreserve“ einzubuchen ist, für die – im Gegensatz zur „Gesetzlichen [Gewinn-] Reserve“ kein Höchstsperrbetrag gilt (Art. 16 Abs. 3 Ziff. 19-21, Art. 72 [Änderung

es daher zulässig, dass die abgespaltene und neu kotierte Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft und die Basis für einen solchen Rückkauf durch Umwandlung von Agio in freie Reserven schafft, sofern die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind. Allgemeine gesetzliche Reserven, in die auch ein allfälliges Agio einzubuchen ist⁸⁴, dürfen nur dann in freie Reserven umgewandelt werden, wenn die in Art. 671 OR festgelegten Sperrquoten überschritten werden. Im Normalfall beträgt diese Quote 50% des Aktienkapitals⁸⁵, d.h. allgemeine Reserven dürfen nur in dem 50% des Aktienkapitals übersteigenden Betrag in freie Reserven umgewandelt werden. Bei Holdinggesellschaften⁸⁶ ergibt sich eine Sperrquote von 20% des Aktienkapitals⁸⁷. In formeller Hinsicht setzt diese Umwandlung einen Beschluss der Generalversammlung voraus, wobei nur Beträge in frei verwendbares Eigenkapital umgewandelt werden, die in einem geprüften Jahresabschluss oder einem geprüften Zwischenabschluss⁸⁸ als die Sperrquote übersteigende allgemeine Reserve aufgeführt sind⁸⁹.

VIII. Lock-up

An praktisch allen Börsen für Jungunternehmen wird verlangt, dass sich die Grossaktionäre eines Emittenten nach dem Börsengang verpflichten, ihre Beteiligungen während einer gewissen Zeit nicht zu verkaufen („Lock-up Agreement“). Nach Art. 7 des Zusatzreglementes des SWX New Market („ZRN“⁹⁰) muss der Gesuchsteller nachweisen, dass sich der Emittent sowie seine Aktionäre, die unmittelbar vor der Platzierung der Beteiligungsrechte im Rahmen eines Börsenganges über mehr als zwei Prozent des ausstehenden Kapitals oder der ausste-

von Art. 671 ff. OR] VE RRG). Dem Begleitbericht der Expertenkommission (ad Art. 72 VE) ist zu entnehmen: „Eine allfällige Rückzahlung an die Aktionäre kann somit nur durch Umwandlung in Aktienkapital und anschließendes ordentliches Kapitalherabsetzungsverfahren erfolgen. Damit stellt sich die Frage nicht mehr, ob das Agio ausgeschüttet werden kann oder nicht“.

84 Art. 671 Abs. 2 Ziff. 1 OR.

85 Vgl. Art. 671 Abs. 3 OR.

86 Holdinggesellschaften sind Gesellschaften, deren Zweck hauptsächlich in der Beteiligung an anderen Unternehmen besteht (vgl. Art. 671 Abs. 4 OR).

87 Art. 671 Abs. 1 i. V. m. Art. 671 Abs. 4 OR; BöCKLI, Rz 924a; OR-KURER, Art. 675 Rz 17; OR-NEUHAUS, Art. 671 Rz 38.

88 Vgl. zur Notwendigkeit eines Zwischenabschlusses in zeitlicher Hinsicht BöCKLI, Rz 1419a.

89 Vgl. BöCKLI, Rz 1419a und 1419b; OR-KURER Art. 675 Rz 35.

henden Stimmen verfügen, verpflichtet haben, innerhalb eines Zeitraumes von mindestens sechs Monaten nach dem ersten Handelstag keine Beteiligungsrechte zu veräussern⁹⁰. Die SWX hat hierzu eine Richtlinie über Veräusserungsverbote („Richtlinie“) erlassen, welche am 1. Februar 2000 in Kraft getreten ist. Im Gegensatz zu Art. 7 ZRN, welche lediglich den Nachweis einer Verpflichtung des Aktionärs verlangt (i.e. der Verpflichtung, nicht zu veräussern), spricht die Richtlinie in Rz 14 ff. explizit von „unzulässigen Transaktionen“. Als solche werden der Verkauf, jegliche Form des zum Verkauf Anbieten, die Äusserung von Verkaufsabsichten, Termingeschäfte, das Einräumen (Schreiben) von Wandelrechten und Erwerbsrechten (Call-Optionen), der Erwerb von Put-Optionen⁹¹, der Abschluss von Swap- und Tauschverträgen sowie die Sicherungsüberrichtung⁹² angesehen⁹³. Da auch die Gesellschaft in den Lock-up miteinbezogen wird, werden ihr die Emission von neuen Beteiligungsrechten sowie die Ausgabe von Erwerbs- Wandel- oder Umtauschrechten, welche zum Bezug von neuen Beteiligungsrechten berechtigen, untersagt, wobei Mitarbeiteroptionen und Mitarbeiteraktien bei entsprechender Offenlegung eingeräumt werden können, falls sichergestellt ist, dass diese während der Sperrfrist ebenfalls nicht veräussert werden können⁹⁴. Zwecks Sicherstellung des Veräusserungsverbot sind die davon betroffenen Aktien von der SIS SEGAINTERSETTLE AG unter einer separaten Valorennummer zu führen⁹⁵. Beteiligungspapiere mit dieser separaten Valorennummer gelten als kotiert, können jedoch während der Sperrfrist nicht über die Handelsplattform der SWX gehandelt werden und gelten nicht als „unsanftgemässe Lieferung“ im Sinne der Allgemeinen Geschäftsbedin-

90 Vgl. auch Ziff. 2.2 (1) des Regelwerks des Neuen Marktes in Deutschland.

91 Die unter dem „Lock-up“ relevanten Transaktionen sind spiegelbildlich zu den unter der Meldepflicht relevanten (vgl. Art. 13 Abs. 1 und 4 BEHV-EBK, wonach zwar der Erwerb von Call-Optionen, nicht aber deren Einräumung meldepflichtig ist). Die mittels Lock-up verpflichteten Personen können somit – durch Erwerb von Call-Optionen oder Schreiben von Put-Optionen – Rechte auf Bezug weiterer Aktienbestände erwerben oder ihre Position „hedgen“. Darunter dürften grundsätzlich auch Securities Lending Transaktionen fallen.

92 Vgl. Rz 15 der SWX Richtlinie über Veräusserungsverbote.

93 Vgl. Rz 16 der SWX Richtlinie über Veräusserungsverbote. Mitarbeiteroptionen und Mitarbeiteraktien können während der Sperrfrist durch den Emittenten eingeräumt werden, wenn diese im Emissionsprospekt offengelegt worden sind und die entsprechende Mitarbeiterbeteiligungspläne vorsehen, dass diese Optionen bzw. Aktien während der sechsmonatigen Sperrfrist nicht veräussert werden können (vgl. Rz 24 der SWX Richtlinie über Veräusserungsverbote).

94 Vgl. auch das dazugehörige Merkblatt der SIS SEGAINTERSETTLE (Anhang I der Richtlinie) vom 23. November 2000.

gungen der SWX⁹⁶. Den börsenreglementarischen Anforderungen wird in der Praxis dadurch nachgekommen, dass die Konsortialführerin mit den betreffenden Aktionären eine Lock-up Vereinbarung unterzeichnet, in der sich diese verpflichten, ihre Aktien nicht zu veräussern oder wirtschaftlich vergleichbare Rechtsgeschäfte abzuschliessen. Diese Vereinbarungen widerspiegeln in der Regel die Vorgaben der Richtlinie und verlangen die Einlieferung der betreffenden Aktien in ein Sperrdepot sowie die Hinterlegung allfälliger Zertifikate⁹⁷. Mit dieser dinglichen oder „quasidinglichen“ Absicherung kann allerdings nicht verhindert werden, dass der dem Lock-up unterliegende Aktionär sich schuldrechtlich z.B. durch einen „Short Sale“ oder eine Derivatkonstruktion von seinen Aktien trennen kann. Selbstverständlich hat die Lock-up Vereinbarung aber gemäss Richtlinie vorzusehen, dass diese Arten der Veräusserung ebenfalls unterbunden werden⁹⁸. Ein solches Vorgehen stellt somit eine Verletzung des Lock-up Vertrages dar. In solchen Konstellationen (bei denen die bloss „dingliche“ Absicherung nicht ausreicht) ist zunächst klar, dass die Konsortialführerin als Vertragspartnerin bei Verletzung des Veräusserungsverbots einen vertraglichen Anspruch gegen den betreffenden Aktionär geltend machen kann.

Fraglich ist indessen, ob und durch wen überhaupt Schadenersatz geltend gemacht werden kann⁹⁹. Nimmt man an, dass die Bekanntgabe der Verletzung des Lock-up¹⁰⁰ einen Kurssturz auslöst, so hat die Konsortialführerin lediglich inso-

96 Rz 39 der Richtlinie.

97 Für Wertrechte, d.h. Aktien mit aufgehobenem oder aufgehobenem Titeldruck, die nach der im Schrifttum überwiegenden Ansicht durch Zession übertragen werden können (vgl. ZOBL, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht), SZW 2001, 108 m.w.H.), könnte der Lock-up auch durch ein *pactum de non cedendo* abgesichert werden. Ein gutgläubiger Erwerb der Aktien (Forderung) wäre dann aufgrund von Art. 164 Abs. 2 OR (*e contrario*) nicht möglich (vgl. aber BRUNNER, Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere, Diss. Bern 1996, 232 ff.).

98 Vgl. dazu die vorne gemachten Bemerkungen.

99 Eine Konventionalstrafe wird von der SWX Swiss Exchange nicht verlangt. Lock-up Vereinbarungen betreffend SWX kotierte Aktien sehen daher bei Vertragsverletzungen praktisch nie eine Konventionalstrafe vor. Demgegenüber verlangt die in Anlage 1 des Regelwerks des (deutschen) Neuen Marktes aufgeführte Musterklärung eine Verpflichtung zur Zahlung einer Vertragsstrafe in Höhe des Differenzbetrages zwischen Emissionspreis und Veräusserungserlös bzw. des geldwerten Vorteils an die Deutsche Börse AG. Dieser Betrag kommt allerdings nicht den übrigen Aktionären zugute, sondern wird von der Deutschen Börse AG zur Weiterentwicklung des Neuen Marktes eingesetzt.

100 Nach Rz 33 der Richtlinie muss die federführende Emissionsbank jede festgestellte Verletzung des Veräusserungsverbotens unverzüglich der SWX melden. Sobald die SWX von einer solchen Verletzung aufgrund einer Meldung oder auf andere Weise Kenntnis erhält, nimmt sie – nach

fern einen Schaden erleiden, als bei ihr noch vorhandene Aktienbestände an Wert eingebüsst haben. Die Werteinbusse bzw. der Schaden trifft in den meisten Fällen aber vor allem die Publikumsaktionäre, die aber mit dem gegen das Veräusserungsverbot verstossenden Aktionär in keiner vertraglichen Beziehung stehen. Angesichts dieser Umstände liegt die Frage nahe, ob die Lock-up Vereinbarung nicht Elemente eines (unechten) Vertrages zugunsten Dritter¹⁰¹ enthält oder ob allenfalls die – in der Schweiz allerdings nicht allgemein anerkannte – Figur der Drittschadensliquidation¹⁰² hier nutzbar gemacht werden kann. Darüber hinaus könnte die Lock-up Vereinbarung auch als Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter ausgestaltet sein, womit den Publikumsaktionären als „Dritten“ auch ein direkter vertraglicher Anspruch gegenüber dem veräussernden Aktionär zukommen kann¹⁰³. Welche Möglichkeiten dem geschädigten Publikumsaktionär offenstehen (so er überhaupt einen Schaden nachweisen kann, was generell schwierig sein wird), hängt natürlich wesentlich von der konkreten Ausgestaltung des Lock-up-Vertrages ab, doch spielen in der Auslegung dieser Vereinbarung auch die Umstände und die Interessenlage bei Vertragsschluss eine grosse Rolle, dies u.a. deshalb, weil ein Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter auch konkludent abgeschlossen werden kann, „wenn der Schuldner im Zeitpunkt des Vertragsschlusses erkennen kann, dass die Verletzung des Vertrages Gefahren für Dritte schafft, für die der Gläubiger gesetzlich oder vertraglich oder auf andere Weise verantwortlich ist und an deren

Rücksprache mit der federführenden Bank und dem Emittenten – eine öffentliche Bekanntmachung vor (Rz 34 der Richtlinie).

101 Art. 112 Abs. 1 OR. Im Unterschied zum echten Vertrag zugunsten Dritter kommt dem Dritten dabei kein direktes Forderungsrecht zu. Die Stellung des Dritten ist lediglich die eines Begünstigten, zu dessen Gunsten der Gläubiger die Forderung aus dem Vertrag geltend zu machen hat (vgl. statt vieler GAUCH/SCHLUEP/REY, Rz 4010 ff.; GUHL/KOLLER § 22 Rz 6 ff.).

102 Danach kann der Vertragspartner den Schaden des an sich nicht anspruchsberechtigten Dritten geltend machen („liquidieren“). So kann beispielsweise der Generalunternehmer nach einem Urteil des Kantonsgerichts St. Gallen die Schäden des Bestellers gegenüber einem Subunternehmer geltend machen (vgl. GVP SG 1978, Nr. 16, 46 ff. und die entsprechenden Hinweise bei GAUCH/SCHLUEP/REY Rz 2691).

103 Vgl. den Hinweis in BGE 120 II 112, 116 (direkter Anspruch des Vermieters gegen den Untermieter) sowie die Ausführungen in BGE 121 III 310, 315 f. zum mehrgliedrigen Überweisungsverkehr und zur Rechtsnatur von Art. 399 Abs. 3 OR (direkter Anspruch des Auftraggebers gegen den Substituten). Von einem endgültigen Durchbruch des Vertrags mit Schutzwirkung zugunsten Dritter kann gleichwohl noch nicht die Rede sein (ROBERTO, Schweizerisches Haftpflichtrecht, Zürich 2002 § 8 Rz 279; vgl. zum Stand von Rechtsprechung und Lehre GAUCH/SCHLUEP/REY, Rz 4048 ff.).

direktem Klagerecht dieser eben deshalb interessiert ist"¹⁰⁴. Vorliegend besteht eine Verantwortung oder Verpflichtung der Emissionsbanken gegenüber der Börse, für eine Veräusserungssperre zu sorgen. Die Veräusserungssperre soll in erster Linie das Vertrauen in den Finanzmarkt und die Institution der Börse stärken¹⁰⁵ und dient somit auch den Interessen der Publikumsaktionäre des neuen Emittenten. Ob daraus allein aber eine direkte Schutzwirkung des Lock-up Vertrages zugunsten der Publikumsaktionäre abgeleitet werden kann, erscheint als eher fraglich. Denkbar ist aber, dass die Emissionsbanken allfällige Schadensersatzansprüche der Publikumsaktionäre aufgrund eines (unechten) Vertrags zugunsten Dritter¹⁰⁶ geltend machen. U.E. sollte auch eine Drittschadensliquidation bei einer derartigen Konstellation zu bejahen sein.

Fraglich ist weiter, ob sich eine Klage geschädigter Anleger bei Verletzung der Veräusserungssperre auch auf Schadenersatz aufgrund unerlaubter Handlung im Sinne von Art. 41 Abs. 1 oder 2 OR stützen könnte. Bei einer Berufung auf Art. 41 Abs. 1 OR muss unter anderem eine Widerrechtlichkeit nachgewiesen werden, wofür vorliegend mangels Verletzung eines absoluten Rechtsgutes die Verletzung einer Schutznorm nötig ist. Damit stellt sich das von der Haftung für Verletzung der Ad-hoc Publizität bekannte Problem, ob Reglemente der SWX Schutznormen darstellen. Diese Frage wird heute in der Lehre mehrheitlich bejaht¹⁰⁷. Allerdings kommt bei der Verletzung einer Veräusserungssperre abgesehen von der Schadensfrage erschwerend hinzu, dass eine Lock-up Verpflichtung nur gemäss dem Zusatzreglement des SWX New Market gemacht werden muss und dass auch dieses Zusatzreglement lediglich den Nachweis eines Lock-up verlangt, die Verletzung der Veräusserungssperre selbst aber nicht sanktio-

104 GAUCH/SCHLUEP/REY, Rz 4049. Vgl. auch SCHWENZER, Schweizerisches Obligationenrecht, Allg. Teil, Bern 1998 Rz 87.04: „Der Dritte muss sich in Leistungsnähe befinden, so dass er für eine Schlechtleistung ebenso betroffen ist wie der Gläubiger selbst; der Gläubiger muss für das Wohl und Wehe des Dritten verantwortlich sein; der Schuldnerin müssen die beiden ersten Tatsachen erkennbar sein.“ SCHWENZER lehnt den Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter für das schweizerische Recht allerdings ab.

105 Gemäss Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 15/2000 vom 23. November 2000 soll mit der Bestimmung von Art. 7 ZRNM einem Vertrauensverlust unmittelbar nach dem IPO vorgebeugt werden. Zum Schutz der federführenden Bank, in deren Interesse ein Unterbleiben eines Kurssturzes aus Reputationsgründen und wegen Verlusten auf allfälligen Eigenbeständen ebenfalls ist, wäre diese Anforderung nicht nötig gewesen, denn diese hätten sich vertraglich selbst schützen können.

106 Dies hängt aber von der konkreten Ausgestaltung des Lock-up Vertrages ab.

107 Vgl. HSU, Ad-hoc Publizität, Diss. Zürich 2000, 271 ff. m.w.H.

niert. Angesichts dessen muss bezweifelt werden, dass Art 41 OR im Zusammenspiel mit Art. 7 ZRNM eine Rechtsgrundlage für Schadenersatz der Anleger bei Verletzung eines Veräusserungsverbotens darstellt.

Da bei der Veräusserung von Aktien unter Verletzung einer Lock-up Vereinbarung den Publikumsaktionären oft kein Schaden im Form einer Wertminderung ihrer Aktienbestände entsteht, den veräussernden Aktionären aber oft ein Kapitalgewinn erwächst, wäre es aus Sicht der übrigen Aktionäre wünschenswert, wenn dieser illegitime Kapitalgewinn „abgeschöpft“ werden könnte. Eine entsprechende vertragliche Berechtigung könnte in die Lock-up Vereinbarung eingebaut werden, was aber kaum je der Fall ist. Eine gesetzliche Rechtsgrundlage für eine solche Gewinnherausgabe böte die Geschäftsanmassung im Sinne von Art. 423 OR. Zwar kann nach der im neueren Schrifttum vorherrschenden Meinung auch die Verletzung relativer Rechte zur Gewinnherausgabe nach Art. 423 OR berechtigen¹⁰⁸, doch muss der herauszugebende Gewinn in einer dem Vertragspartner des Verletzers ausschliesslich zugewiesenen Sphäre erzielt worden sein¹⁰⁹. Bei der Konsortialführerin als Vertragspartei des Lock-up dürfte diese Voraussetzung kaum je vorliegen. Auch das Abstützen auf eine Eingriffskondition, die einen Eingriff in fremdes Vermögen ohne Rechtsgrund voraussetzt¹¹⁰, dürfte mangels eines solchen verpönten Eingriffes in ein fremdes Vermögen bei Verletzung des Lock-up zu verneinen sein¹¹¹.

Wie diese Ausführungen gezeigt haben, ist die Geltendmachung von Ansprüchen aus einer Verletzung des Lock-up mit dornenvollen rechtlichen Fragen verbunden. Die einfachste und pragmatische Lösung der dargestellten Probleme bestünde wohl darin, dass in den Lock-up Vereinbarungen eine Konventionalstrafe eingebaut wird, wie dies beispielsweise das Regelwerk des Neuen Marktes in Frankfurt verlangt¹¹². Bei Verletzung des Lock-up müsste der veräussernde

108 Vgl. OR-WEBER, Art. 423 Rz 6 mit einer Übersicht über die Lehrmeinungen.

109 Vgl. ZK-SCHMID, Art. 423 OR Rz 77, wonach der „Verletzer den Gewinn in einem Lebensbereich erzielt, der durch die vertragliche Ordnung ausschliesslich dem verletzten Kontrahenten zugewiesen ist“ (als Beispiel nennt SCHMID u.a. die Verletzung eines Konkurrenzverbotens). Ähnlich OR-WEBER, Art. 423 Rz 6: „ausschliessliche Nutzungsberechtigung“.

110 Vgl. OR-SCHULIN, Art. 62 Rz 20 m.w.H.

111 Darüber hinaus ist umstritten, ob bei Anrufung von Art. 62 OR als Anspruchsgrundlage nicht auch eine entsprechende Entreichnung des präsumtiven Bereicherungsgläubigers vorliegen muss (vgl. GUHL/KOLLER § 27 Rz 4 m.w.H.; ZK-SCHMID, Art. 423 OR Rz 180 ff. m.w.H.).

112 Vgl. das Muster in Anlage 1 des Regelwerkes des Neuen Marktes.

Aktionär somit eine „Strafzahlung“ leisten, die entweder den übrigen Aktionären, den Publikumsaktionären oder aber der Börse¹¹³ zugute kommen kann.

113 Dies entspricht der Situation am Neuen Markt in Frankfurt (vgl. das erwähnte Muster in Anlage 1 des Regelwerkes des Neuen Marktes).