



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter / Thomas Werlen

Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht

17. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen
Tagungsband 2021



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht

17. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen

Tagungsband 2021

EIZ  Publishing



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

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

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

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-564-8 (Print – Softcover)

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

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

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

Version: 1.01 – 20230213

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

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

Urs Kägi/Matthias Tanner

Inhalt

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

I. Einleitung

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

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

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

² Vgl. Courvoisier, Kapitalmarktrecht, 22.

³ Vgl. Courvoisier/Reutter, 252.

⁴ Courvoisier, Kapitalmarktrecht, 22.

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

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

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

II. Lebenszyklus einer SPAC

1. Phase I: Gründung und IPO

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

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

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

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

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

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

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

2. Phase II: Suche nach einer Zielgesellschaft

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

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

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

⁹ Courvoisier/Reutter, 250.

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

3. Phase III: De-SPAC-Transaktion

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

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

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

¹¹ Vgl. Courvoisier, Schweizer Sicht, 353.

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

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

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

4. Phase IV: Post De-SPAC

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

III. Regelung von SPACs gemäss dem SIX Kotierungsreglement

1. Übersicht

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

¹³ Zum Ganzen Courvoisier, Schweizer Sicht, 251.

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

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

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

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

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

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

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

2. Anfängliche Strukturierung/Gründung

a) Zulässige Gesellschaftsformen/Dauer der Gesellschaft

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

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

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

b) Kapitalausstattung und Aktien der SPAC

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

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

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

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

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

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

c) *Wandelanleihen statt Aktien im Besonderen*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

d) *Treuhandkonto*

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

e) *Warrants*

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Initial Public Offering

a) *Entbindung vom Track-Record-Erfordernis*

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

b) *Information der Investoren*

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

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

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

²⁴ Courvoisier/Reutter, 250 ff.

²⁵ Courvoisier/Reutter, 250 ff.

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

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

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

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

4. De-SPAC-Transaktion

a) *Information der Investoren*

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

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

²⁷ *Private investment in public equity.*

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

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

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

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

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

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

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

b) „Fairness Opinion“

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

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

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

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

³¹ Bei Prüfung durch SIX Exchange Regulation als Prüfstelle.

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

c) *Abstimmung über De-SPAC-Transaktion*

Bei internationalen SPACs stimmen die Risikokapitalgeber, d.h. die Investoren, typischerweise über die De-SPAC-Transaktion vor deren Vollzug ab.³³ Auch für eine Schweizer SPAC-Transaktion erfordert Art. 89I KR, dass die Mehrheit an einer Investorenversammlung vertretenen Stimmen der De-SPAC-Transaktion zustimmt.

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

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

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

³³ Courvoisier/Reutter, 254 f.

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

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

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

³⁵ Courvoisier/Reutter, 255.

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

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

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

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

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

³⁹ Courvoisier/Reutter, 255.

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

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

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

d) Rückgaberecht (Redemption) und Vorzugsrechte

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

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

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

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

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

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

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

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

⁴³ Vgl. Courvoisier/Reutter, 255.

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

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

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

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

⁴⁸ Vgl. Art. 2 Ziff. 2 VT5 Statuten.

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

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

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

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

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

5. Nach Abschluss der De-SPAC-Transaktion

a) *Erweiterte Offenlegung von Management-Transaktionen*

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

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

b) *Lock-up-Vereinbarung*

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

⁵¹ Vgl. Courvoisier/Reutter, 255.

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

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

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

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

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

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

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

c) Quartalsberichterstattung

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

IV. Zusammenfassung und Fazit

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

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

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

Literaturverzeichnis

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

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