

# Publikumsgesellschaften

---

<p><strong>IMPRESSUM<br />

<br />

Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone</strong></p>

<p><strong>FS 21 Mag. iur. LL.M. Magda Aref, MLaw Giovanni Dazio, RA MLaw Bruno Mahler</strong></p>

<p><strong>HS 20</strong> <strong>Mag. iur. LL.M. Magda Aref, RA M.A. HSG Merens Derungs, RA MLaw Oliver Dalla Palma, LL.M.</strong><br />

<strong>HS 19 Mag. iur. LL.M. Magda Aref, RA M.A. HSG Merens Derungs, MLaw Sandro Bernet<br />

HS 18 MLaw Corina Moschen, MLaw Olivia Wipf, MLaw Fleur Baumgartner<br />

HS 17 RA M.A. HSG Richard Allemann, MLaw Thomas Grob, RAin MLaw Patricia

Reichmuth, MLaw Olivia Wipf<br />

HS 15 RA lic. iur. Olivier Baum, RA MLaw Alexander Wherlock<br />

HS 14 RA M.A. HSG Yves Mauchle, MLaw Felix Buff, MLaw Martin Monsch<br />

HS 13 RA MLaw Daniel Brugger, RA M.A. HSG Simon Bühler,<br />

MLaw Martin Monsch<br />

HS 12 MLaw Adriano Huber, RA M.A. HSG Valentin Jentsch,<br />

lic. iur. Matthias Trautmann, HS 11 RA lic. iur. oec. Jan Hoffmann,<br />

lic. iur. Benedict Burg<br />

FS 11 lic. iur. Benjamin Bloch, RA lic. iur. oec. Jan Hoffmann,<br />

RA M.A. HSG Valentin Jentsch, RA lic. iur. oec. Matthias Maurer<br />

HS 10 lic. iur. Tiffany Ender, lic. iur. Benedict Burg<br />

FS 10 RA MLaw Johannes Vetsch, FS 09 RAin lic. iur. Nina Reiser<br />

HS 08 RAin lic. iur. et rer. pol. Catherine Chammartin<br />

HS 07 lic. iur. Alex Domeniconi, lic. iur. Martina Isler,<br />

lic. iur. Matti Läser, lic. iur. Tatjana Linder<br />

WS 06/07 lic. iur. Eva Bilek, RA lic. iur. Urs Hoffmann-Nowotny; SS 04 lic. iur. Guillaume

Vionnet, lic. iur. Karin Eugster, lic. iur. Loïc Pfister, lic. iur. Thilo Pachmann</strong><br />

<br />

<br />

Zitiervorschlag: von der Crone et al.; RechtEck, die Internetplattform zum Handels- und Wirtschaftsrecht; [http://www.rechteck.uzh.ch/\[...\]](http://www.rechteck.uzh.ch/[...]); besucht am 25.03.2023.</p>

<p><strong>Vgl. auch die französische Version zum Handels- und Wirtschaftsrecht (bitte

1. Kapitalmarkt als Funktionsträger .....	5
2. Kapitalmarktspezifische Regeln des Obligationenrechts .....	7
2.1. Eingeschränkte Vinkulierungsordnung .....	7
2.2. Rechnungslegung .....	8
2.3. Bekanntgabe bedeutender Aktionäre .....	8
2.4. Vergütung .....	8
3. Öffentliches Börsenrecht als Kapitalmarktrecht .....	9
3.1. Selbstregulierung .....	9
3.2. Zulassung von Effekten .....	10
3.3. Anforderungen an kotierte Gesellschaften .....	11
3.3.1. Rechnungslegung .....	11
3.3.2. Ad hoc-Publizität .....	12
3.3.3. Corporate Governance .....	15
3.4. Offenlegung von Beteiligungen .....	16
3.4.1. Persönlicher Anwendungsbereich .....	17
3.4.2. Sachlicher Anwendungsbereich .....	18
3.4.3. Meldeverfahren .....	19
3.4.4. Durchsetzung .....	19
3.5. Öffentliche Kaufangebote .....	20
3.5.1. Anforderungen .....	21
3.5.2. Übernahmeverfahren .....	21
3.5.3. Konkurrierende Angebote .....	24
3.5.4. Pflichten der Zielgesellschaft .....	24
3.5.5. Pflichtangebot .....	27
3.5.6. Durchsetzung .....	30

---

3.6. Kraftloserklärung (Squeeze-out)	32
--------------------------------------	----

---

auf Icon oben rechts klicken)

---

### Publikumsgesellschaften

Begriff (Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 OR, alternativ)

- Gesellschaft mit börsenkotierten Beteiligungspapieren
- Gesellschaft mit ausstehenden Anleiensobligationen
- Gesellschaft, die börsenkotiert ist oder Anleiensobligationen ausstehend hat, mit einem Beitrag von mind. 20% der Aktiven oder des Umsatzes zur Konzernrechnung

## 1. Kapitalmarkt als Funktionsträger

---

### Kapitalmarkt als Funktionsträger

Oberhalb der KMU-Schwelle

- Bedürfnis nach zusätzlichen Finanzierungsmöglichkeiten
- Erweiterter Aktionärskreis

Kapitalmarkt (Börse)

- Geldanleger bzw. Investoren
- Aktiengesellschaften bzw. Investitionsziel

Funktion des Kapitalmarktes innerhalb der AG

- Steuerungsfaktor bzw. unsichtbare Hand
- Ausgleich von funktionalen Defiziten

### Inanspruchnahme des Kapitalmarktes

Durch die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes entsteht für die Gesellschaft ein breiterer Finanzierungshorizont. Andererseits wird die Gesellschaft in erheblicher Weise vom Markt abhängig. Dadurch erlangt der Markt mit seinem Kräftespiel die Position eines eigenständigen Faktors innerhalb der Gesellschaft.

Beispiele

- Reputation der Führungsspitze als Steuerungsmechanismus des Agenten (vgl.
-

- Markt für Manager);
- Investitionsmobilität/Liquidität durch die leicht handelbaren Beteiligungen.

#### Voraussetzungen eines gut funktionierenden Marktes

Damit der Markt seine Rolle innerhalb der Gesellschaft spielen kann, sind zwei Elemente unerlässlich:

- Liquidität (erhöhte Handelbarkeit der Beteiligungen);
- Transparenz (erhöhter Informationsgrad).

Liquidität ist eine wichtige Voraussetzung für einen gut funktionierenden Markt. Nur wenn ein Nachfrager am Markt mit hoher Wahrscheinlichkeit zu jedem Zeitpunkt auf einen Anbieter bzw. ein Anbieter auf einen Nachfrager trifft, bildet sich ein aussagekräftiges Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage.

Fehlt diese Liquidität, so wird die Preisbildung erratisch. Gutes Beispiel sind die Brauereien Haldengut/Calanda: Preisausschläge von bis zu 30%, ohne dass sich Änderungen an den Fundamental-Faktoren ergeben hätten.

Auch die Bedeutung der Transparenz für einen gut funktionierenden Markt ist einleuchtend. Nur durch einen uneingeschränkten Informationsaustausch kann das Spiel von Angebot und Nachfrage ein realistisches Bild der Marktwerte reflektieren. Letzteres ist notwendige Grundlage für effiziente Investitionsentscheide.

Informationsmangel führt dazu, dass die betroffenen Titel weniger oder mit einem Preisabschlag gehandelt werden. Jede Informationsasymmetrie birgt die Gefahr einer Fehlentscheidung, die wiederum negative Auswirkungen auf das Funktionieren des Marktes haben könnte.

Aufgabe der Marktregulierung ist es deshalb, unter anderem die Grenze zur unzulässigen Informationsasymmetrie festzulegen (vgl. z.B. Art. 53 Kotierungsreglement der SIX).

## 2. Kapitalmarktspezifische Regeln des Obligationenrechts

---

### Kapitalmarktspezifische Regeln des Obligationenrechts

OR trägt den Anforderungen des Kapitalmarktes in viererlei Hinsicht Rechnung:

- Eingeschränkte Vinkulierungsordnung (Art. 685d-685g OR) führt zu erhöhter Handelbarkeit der Aktien
- Höhere Anforderungen an die Rechnungslegung (Art. 958e Abs. 1 Ziff. 2 OR, Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. a OR)
- Transparenz bzgl. bedeutender Aktionäre (Art. 663c OR)
- Transparenz bzgl. Vergütungen von VR und GL (Art. 663bbis OR, Art. 663c Abs. 3 OR, materiell ersetzt durch Art. 95 Abs. 3 BV und VegüV)

---

### 2.1. Eingeschränkte Vinkulierungsordnung

Zulässige Vinkulierungsgründe bei kotierten Gesellschaften

- Prozentklausel (Art. 685d Abs. 1 OR)
- Offenlegung der wirtschaftlichen Berechtigung (Art. 685d Abs. 2 OR)
- Auslandsklausel (Art. 4 der Schlussbestimmungen zum 26. Titel des OR)

Vinkulierungswirkungen bei kotierten Gesellschaften

- Automatischer Übergang der Aktionärsrechte mit dem Aktienerwerb (Art. 685f Abs. 1 OR, vgl. Art. 685c OR für nicht kotierte Aktien)
- Eintragung noch nicht anerkannter Aktionäre als Aktionäre ohne Stimmrecht ins Aktienbuch (Art. 685f Abs. 3 OR)
- Stimmrecht und damit verbundene Rechte bleiben ihnen bis zur Anerkennung versagt (Art. 685f Abs. 2 OR)

Erhöhte Funktionsfähigkeit des Marktes: Verbesserung der Handelbarkeit der Beteiligung durch Verminderung der Vinkulierungsgründe und -wirkungen (vgl. Art. 685d-685g OR)

Zur Vinkulierung bei kotierten Gesellschaften siehe entsprechende Ausführungen im Kapitel "Beteiligungspapiere"

---

---

## 2.2. Rechnungslegung

### Rechnungslegung

Erfordernis von erhöhter Information und Transparenz bei Publikumsgesellschaften: OR stellt besondere Anforderungen an die Rechnungslegung solcher Gesellschaften

- Zwingende Konzernrechnung (Art. 963 OR)
- Veröffentlichung von Jahres- und Konzernrechnung (Art. 958e OR)
- Besonders befähigter Revisor (Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 lit. a OR)

---

## 2.3. Bekanntgabe bedeutender Aktionäre

- Bedeutende Aktionäre der kotierten Gesellschaft müssen im Anhang zur Bilanz bekannt gegeben werden (Art. 663c OR)
- Kriterien für Status "bedeutender Aktionär" (Art. 663c Abs. 2 OR)
  - Mind. 5% aller Stimmrechte (allein oder in Vereinbarung mit anderen Aktionären)
  - Ggf. weniger als 5%, wenn eine tiefere Prozentklausel i.S.v. Art. 685d Abs. 1 OR eingefügt worden ist
- Art. 663c Abs. 1 OR: "sofern diese [den Gesellschaften] bekannt sind oder bekannt sein müssten" (starke Relativierung der Tragweite der Bestimmung)
- Vgl. aber auch Art. 120 FinfraG (zwingende Offenlegungspflicht)

---

## 2.4. Vergütung

### Vergütungstransparenz

- Umsetzung von Art. 95 Abs. 3 BV in Art. 14 VegüV
  - Überführung ins OR, siehe Art. 732 ff. revOR
  - Zu den Details siehe Verwaltungsrat und Geschäftsleitung / Entschädigung / Publikumsgesellschaften
-



## 3. Öffentliches Börsenrecht als Kapitalmarktrecht

---

### Öffentliches Börsenrecht als Kapitalmarktrecht

#### Börse als Institution des Kapitalmarktes

- Erhebliche volkswirtschaftliche Bedeutung: Funktionsfähigkeit ist von essentieller Wichtigkeit (vgl. Art. 1 Abs. 2 FinfraG)
- Risikobereich für die Teilnehmer
- Handlungsgebot für Staat nach Art. 98 Abs. 1 BV

#### Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG; früher im Börsengesetz (aBEHG) geregelt)

- Staatliche Zulassung und Aufsicht über die Börsen (vgl. Art. 1 FinfraG)
- Selbstregulierung der zugelassenen Börse (Art. 27 FinfraG)

---

### 3.1. Selbstregulierung

- Börse gewährleistet gem. Art. 27 Abs. 1 FinfraG eine eigene, ihrer Tätigkeit angemessene Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation
- Klassisches Beispiel der Selbstregulierung: Börse selbst (genauer: das aus Vertretern der Banken und der kotierten Unternehmen zusammengesetzte Regulatory Board, ehem. Zulassungsstelle) erlässt das Zulassungsreglement (Kotierungsreglement) und wendet es an (Art. 35 FinfraG)
- Vorteile der Selbstregulierung
  - Sachkompetenz
  - Nähe zum Markt
- Nachteil der Selbstregulierung: Potentieller Interessenkonflikt überall dort, wo Eigeninteressen betroffen sind
- Ausgleichsmechanismen
  - Zwingende gesetzliche Rahmenbedingungen der Selbstregulierung
  - Beaufsichtigung der Börse durch die Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA (Art. 145 FinfraG)

### 3.2. Zulassung von Effekten

Die Börse legt die Bedingungen für die Zulassung von Effekten (Art. 2 lit. b FinfraG) fest (Art. 35 FinfraG).

Gesetzlicher Rahmen:

- Handelbarkeit der Titel.
- Transparenz.
- Beachtung international anerkannter Standards.

Die SIX hat dementsprechend ein Kotierungsreglement (KR) erlassen.

#### Voraussetzungen für die Kotierung

An die AG ("Emittent", Art. 10-16 KR) und an die zu kotierenden Titel ("Effekten", Art. 17-26 KR) werden gewisse Anforderungen gestellt.

Für die Gesellschaft ist grundsätzlich erforderlich, dass sie eine sichere organisatorische und finanzielle Grundlage aufweist.

Die Titel selber müssen rechtmässig ausgestaltet sein. Sie müssen zudem einen hohen Grad an Handelbarkeit aufweisen (vgl. Art. 685d OR).

#### Kotierungsverfahren

Um eine möglichst weitgehende Transparenz über die Gesellschaft und die Titel zu erzielen, muss ein Kotierungsprospekt veröffentlicht werden (Art. 27-36 KR). Der Prospekt dient den Investoren als Grundlage für ihre Investitionsentscheide.

Das Kotierungsverfahren ist in den Art. 42-48 KR eingehend geregelt. Sind die Voraussetzungen erfüllt, besteht ein Anspruch auf Zulassung.

Ggf. kann gegen den Entscheid der Zulassungsstelle (Art. 3 KR) Beschwerde erhoben werden (Art. 62 KR). Die Börse muss eine besondere Beschwerdeinstanz bestellen (Art. 37 FinfraG). Danach kann nötigenfalls beim Zivilrichter auf Zulassung geklagt werden (Art. 37 Abs. 4 FinfraG).

#### Zulassungsreglement

Art. 35 f. FinfraG enthält rudimentäre Bestimmungen über die inhaltliche Gestaltung des Zulassungsreglements.

Bemerkenswert ist die Auflage, wonach das Zulassungsreglement internationalen Standards Rechnung zu tragen hat (Art. 35 Abs. 2 FinfraG). Dies zeigt einerseits das

Bestreben um internationale Integration. Andererseits ist dies aber zugleich auch Ausdruck einer gewissen Skepsis gegenüber der Selbstregulierung durch die Börse.

Schliesslich handelt es sich dabei um Marktteilnehmer, die sich selbst ihre Spielregeln geben, was sich eigentlich nicht von einem Kartell unterscheidet.

Die damalige SWX hat am 24. Januar 1996 ein Kotierungsreglement erlassen. Es ist durch die Aufsichtsbehörde FINMA zu genehmigen (Art. 27 Abs. 4 FinfraG).

---

### 3.3. Anforderungen an kotierte Gesellschaften

#### Besondere Anforderungen an kotierte Gesellschaften (Emittent)

1. Strengere Rechnungslegungsvorschriften (Art. 49-51 KR und Richtlinie Rechnungslegung, RLR)
2. Umfassende Bekanntgabepflicht besonderer Tatsachen (Art. 52-56 KR, insb. Ad hoc-Publizität)
3. Elemente der Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG)

#### Ergänzende Sonderbestimmungen gem. Art. 64-113 KR

- Investmentgesellschaften
- Immobiliengesellschaften
- Gesellschaften des Domestic Standard
- Hinterlegungsscheine
- Kollektive Kapitalanlagen

---

#### 3.3.1. Rechnungslegung

##### Höhere Anforderungen an Rechnungslegung von Publikumsgesellschaften

- Regelmässig zu veröffentlichende Berichterstattung (Art. 49-51 KR sowie Art. 9-13 RLR; zudem "Richtlinie betreffend Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren), Anleihen, Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen" (RLMRP), insb. Pflicht zur Veröffentlichung des Halbjahresberichts, vgl. Art. 9 Ziff. 2.01 RLMRP)
  - Anpassung an anerkannte Rechnungslegungsstandards nach bestimmten Voraussetzungen (Art. 49 KR und Art. 6-8 RLR), insb. IFRS, US-GAAP und Swiss GAAP FER
-

### 3.3.2. Ad hoc-Publizität

#### Grundlage der Ad hoc-Publizität (Art. 53 KR)

- **Transparenz/Information als Entscheidungsfundament**
- **Gleichbehandlung/Vermeidung eines "horizontalen" Wissensvorsprungs**
  - Schaffung eines "level playing field"
  - Fairer Wettbewerb

#### Gegenstand

- **Gesellschaftsinterne, kursrelevante Tatsachen (Art. 53 KR)**
- **Änderung der rechtlichen Ausgestaltung der Titel (Art. 55 KR)**
- **Offenlegung von Management-Transaktionen (Art. 56 KR)**

#### Wortlaut Art. 53 f. KR

##### Art. 53 Informationspflicht bei potentiell kursrelevanten Tatsachen (Ad hoc-Publizität)

- 1 Der Emittent informiert den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Als kursrelevant gelten Tatsachen, die geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen.
- 2 Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat.
- 3 Die Bekanntmachung ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist.

(siehe hierzu auch: Richtlinie Ad hoc-Publizität (RLAhP))

##### Art. 54 Bekanntgabeaufschub

- 1 Der Emittent kann die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben, wenn
  1. die Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht; und
  2. deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen.
- 2 Der Emittent muss gewährleisten, dass die Vertraulichkeit der kursrelevanten Tatsache während der gesamten Dauer des Bekanntgabeaufschubs gewährleistet ist. Tritt ein Informationsleck auf, ist der Markt gemäss den Vorschriften zur Ad hoc-Publizitätspflicht umgehend über die Tatsache zu informieren.

(siehe hierzu auch: Richtlinie Ad hoc-Publizität (RLAhP))

#### Ad hoc-Publizität (Art. 53 KR)

Information ist für den Kapitalmarkt zentral. Sie bildet eine notwendige Grundlage für den Investitionsentscheid, was sich unmittelbar im Kurs widerspiegelt.

Vor dem Erlass des Kotierungsreglements der SWX (heutige SIX) galt gerade das Gegenteil: Über Internas sollte, wenn möglich, geschwiegen werden.

Die Kehrtwende der SWX von 1996 rechtfertigt sich in zweierlei Hinsicht:

- Transparenz des Marktes führt zum richtigen Preis;
- einem allfälligen unbilligen Wissensvorsprung einzelner Marktteilnehmer wird durch das Informieren aller entgegengewirkt (vgl. level playing field).

Bekanntgabepflichtig sind nach Art. 53 KR nur Tatsachen, die nicht öffentlich bekannt sind und eine erhebliche Änderung des Kurses bewirken ("kursrelevant").

Wären solche Tatsachen nur einem beschränkten Kreis von Personen zugänglich, könnten diese den unbilligen Wissensvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern ausnutzen (Wettbewerbsverzerrung).

"Öffentlich" zugängliche Informationen unterliegen nicht der Ad hoc-Publizität. Grundelement eines freien, kompetitiven Marktes ist es, dass sich jedermann die Informationen selbst beschafft.

Die Ad hoc-Publizität entzieht dem Insiderbestand nach Art. 154 FinfraG den Boden.

#### Bekanntgabeaufschub (Art. 54 KR)

Die Bekanntgabe gesellschaftsinterner, kursrelevanter Informationen steht im Widerspruch zum Geschäftsgeheimnis der Gesellschaft (Art. 717 Abs. 1 OR) und kann der Gesellschaft schaden.

Aus diesem Grund besteht die Möglichkeit, die Bekanntgabe unter gewissen Bedingungen hinauszuschieben (Art. 54 KR).

Eine Bedingung ist die uneingeschränkt vertrauliche Behandlung der vorenthaltenen Information, um die Gleichbehandlung der Investoren zu gewährleisten.

#### Wortlaut Art. 55 f. KR

Art. 55 Bekanntmachung von Änderungen der mit den Effekten verbundenen Rechte

1 Der Emittent macht jede Änderung der mit den kotierten Effekten verbundenen Rechte rechtzeitig im Hinblick auf das Inkrafttreten dieser Änderung bekannt, sodass für die Anleger die Wahrnehmung ihrer Rechte gewährleistet ist.

2 Der Emittent hat die Änderungen SIX Exchange Regulation zu melden.

---

3 Er muss überdies die Anleger in geeigneter Form auf beabsichtigte Änderungen der mit den Effekten verbundenen Rechte aufmerksam machen, damit diese ihre Rechte wahrnehmen können.

(Siehe hierzu auch RLRMP)

#### Art. 56 Offenlegung von Management-Transaktionen

1 Die Offenlegung von Management-Transaktionen fördert die Informationsversorgung der Anleger und trägt zur Verhütung und Verfolgung von Marktmissbräuchen bei.

2 Emittenten, deren Beteiligungsrechte an SIX Swiss Exchange AG primärkotiert sind, sorgen dafür, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Transaktionen mit Beteiligungsrechten des Emittenten oder damit verbundenen Finanzinstrumenten bis spätestens am zweiten Börsentag nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts oder, bei Börsengeschäften, nach Ausführung der Transaktion, dem Emittenten melden.

3 Meldepflichtig sind Transaktionen, die das Vermögen der meldepflichtigen Person direkt oder indirekt betreffen. Nicht der Meldepflicht unterliegen jene Transaktionen, die ohne Möglichkeit einer Einflussnahme der meldepflichtigen Person getätigt werden.

Meldepflichtig sind auch Transaktionen nahe stehender Personen, die unter massgeblichem Einfluss einer meldepflichtigen Person getätigt werden.

4 Die Meldung an den Emittenten beinhaltet folgende Angaben:

1. Name der meldepflichtigen Person;
2. Funktion der meldepflichtigen Person als exekutives Mitglied des Verwaltungsrats/Mitglied der Geschäftsleitung oder nicht-exekutives Mitglied des Verwaltungsrats;
3. bei meldepflichtigen Transaktionen von nahe stehenden Personen, Angabe, ob die Transaktion von einer natürlichen oder juristischen Person abgeschlossen wurde;
4. Art der Transaktion;
5. Art, Gesamtzahl und ISIN der Beteiligungsrechte und Finanzinstrumente, oder falls keine ISIN vorhan den, die wesentlichen Bedingungen der Finanzinstrumente;
6. Gesamtwert der Transaktion;
7. Datum des Verpflichtungsgeschäfts oder, bei Börsengeschäften, Datum der Ausführung der Transaktion;
8. Datum der Meldung der meldepflichtigen Person an den Emittenten.

5 Der Emittent meldet SIX Exchange Regulation die Angaben gemäss Abs. 4 innerhalb

---

von drei Börsentagen nach Eingang der Meldung. Diese Angaben werden, mit Ausnahme von Abs. 4 Ziff. 1 und Ziff. 8, veröffentlicht.

6 SIX Exchange Regulation betreibt eine Datenbank über die bei ihr eingegangenen Meldungen. Die veröffentlichten Meldungen sind mittels eines Abrufverfahrens über einen Zeitraum von drei Jahren öffentlich zugänglich.

---

### 3.3.3. Corporate Governance

#### Grundidee: Transparenz der Gesellschaft

- Einführung der Corporate Governance Richtlinien als Reaktion auf spektakuläre Misserfolge von Publikumsgesellschaften (z.B. Enron), um die Zahl solcher Vorfälle in Zukunft zu verringern
- 2002 hat SWX (heutige SIX) Richtlinie betr. Information zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG) erlassen
  - Ziel: Schaffung einer möglichst transparenten Entscheidungsbasis für die Investoren, nicht: Aufzwingen eines gewissen Corporate Governance-Modells gegenüber den Gesellschaften
  - Transparenz der Gesellschaft erlaubt eine richtige Beurteilung des Werts der Beteiligungstitel (vgl. Kapitel "Corporate Governance")

#### Aspekte der Corporate Governance

- Transparenz (Beurteilungsmöglichkeit)
- Leitlinien für Verhalten des Führungsorgans (prozedurale Elemente)
- Führungsstruktur (Ausgestaltung des Führungsorgans)
- Unternehmensstruktur (Zusammenspiel der Unternehmensorgane)

#### Grundsätzlicher Inhalt der Corporate Governance-Richtlinie:

- Transparenz gegenüber Marktteilnehmern bzgl. Corporate Governance-relevanten Tatsachen der Gesellschaft: Information über die Gesellschaft (Art. 4-8 RLCG und Anhang zur RLCG)
- "Comply or explain" (Art. 7 RLCG): Richtlinie ist nicht zwingendes Recht, Nichtbeachtung muss aber gerechtfertigt sein und erläutert werden

#### Gegenstand der Information

Die von der RLCG geforderte Information ist in neun Gebiete gegliedert (Anhang zur RLCG):

- Konzernstruktur und Aktionariat: Beurteilung der wirtschaftlichen
-

- Machtverhältnisse.
- Kapitalstruktur: Ausgestaltung des Kapitals und Beteiligungsarten.
  - Verwaltungsrat: Organisation und Interessenbindungen des VR.
  - Geschäftsleitung: Organisation und Interessenbindungen der GL.
  - Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen:
    - Inhalt und Festsetzungsverfahren der Entschädigungen und Beteiligungsprogramme für amtierende und ehemalige Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung;
    - Angaben von Emittenten, die der VegüV unterstehen:
      - Statutarische Regeln betreffend Grundsätze über Vergütungen von Mitgliedern der Geschäftsleitung, die nach der Abstimmung der GV ernannt werden;
      - Statutarische Regeln betreffend Darlehen, Kredite und Vorsorgeleistungen;
      - Statutarische Regeln betreffend Abstimmung der GV über Vergütungen.
    - Angaben von Emittenten, die der VegüV nicht unterstehen: Vergütungsbericht analog zu Art. 14 bis 16 VegüV.
  - Mitwirkungsrechte der Aktionäre: Stellung der Mitgliedschaft innerhalb der Gesellschaft.
  - Kontrollwechsel und Abwehrmassnahmen: Angaben über statutarische Regelungen betr. Opting-out (Art. 125 Abs. 4 FinfraG) bzw. Opting-up (Art. 135 Abs. 1 FinfraG) oder über den Inhalt von Kontrollwechselklauseln (z.B. über "golden parachutes").
  - Revisionsstelle: Entgelt und Amtsdauer sowie Kontrollmechanismen. Damit soll dem Erfordernis der Unabhängigkeit der Revisionsstelle (Art. 728 OR, Art. 729 OR) Rechnung getragen werden.
  - Informationspolitik: Mechanismen der Transparenz.

---

### 3.4. Offenlegung von Beteiligungen

Grundgedanke: Transparenz über die Beherrschungsverhältnisse in der Gesellschaft (Art. 120 FinfraG)

- Beurteilung der Gesellschaft
  - Feste Kontrolle
  - Breit gestreutes Aktionariat mit entsprechend starker Stellung des Managements
  - Wahrscheinlichkeit eines Kontrollwechsels
- Frühwarnsystem (schrittweiser Aufbau einer kontrollierenden Position)

#### Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse gem. Art. 663c OR

Nach Art. 663c OR besteht die Pflicht zur Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse bedeutender Aktionäre, sofern diese der Gesellschaft bekannt sind oder bekannt sein müssten.

Probleme dieser Regel (Art. 663c OR)

---



- Wissen der Gesellschaft als Voraussetzung. Dies ist vor allem für die Inhaber- und Dispoaktien (vgl. Art. 685f Abs. 2 OR) problematisch, da sie im Aktienbuch (Art. 686-686a OR) nicht erscheinen.
- Keine Meldepflicht der Aktionäre.

---

### 3.4.1. Persönlicher Anwendungsbereich

#### Meldepflichtige Personen

- Wirtschaftlich und formell an den Aktien Berechtigte (Art. 120 Abs. 1 FinfraG)
- Aktionärsgruppen (Art. 121 FinfraG)
- Gesellschaft (Art. 124 FinfraG)

Ausnahmen von der Meldepflicht sind möglich (Art. 123 Abs. 2 FinfraG)

#### Meldepflichtige Personen

Meldepflichtig ist der wirtschaftlich berechtigte Erwerber und Veräusserer der Aktien (Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA). Diese Bestimmung gibt nur wieder, was schon durch den Begriff des indirekten Erwerbs (Art. 120 Abs. 1 FinfraG) abgedeckt ist. Die Meldepflicht trifft auch den formellen Aktienbesitzer.

Konsequenz der wirtschaftlichen Betrachtungsweise (vgl. Art. 120 Abs. 1 FinfraG) ist u.a., dass eine Aktionärsgruppe (durch Aktionärsbindungsvertrag oder auf sonstiger Grundlage) von der Meldepflicht erfasst wird (Art. 121 FinfraG).

Meldepflichtig ist auch die Gesellschaft, soweit sie vom Aktionär benachrichtigt worden ist (Art. 124 FinfraG) oder sonst von der Transaktion erfährt (Art. 122 FinfraG).

Der Offenlegung von Beteiligungen unterliegen alle Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, die in der Schweiz (teil-) kotiert sind, sowie alle Gesellschaften mit Sitz im Ausland, die in der Schweiz ganz oder teilweise hauptkotiert sind (vgl. Art. 120 Abs. 1 FinfraG). Hauptkotiert sind Beteiligungspapiere ausländischer Gesellschaften in der Schweiz, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz (Art. 115 FinfraV).

#### Ausnahmebewilligungen

Ausnahmebewilligungen von der Meldepflicht sind möglich (Art. 26 FinfraV-FINMA).

Für die Bearbeitung von Gesuchen nach Art. 26 FinfraV-FINMA muss die Börse eine besondere Stelle (Offenlegungsstelle) schaffen (Art. 27 FinfraV-FINMA).

---

### 3.4.2. Sachlicher Anwendungsbereich

#### Aktientransaktionen (Aktienerwerb bzw. -veräusserungen)

- Abstellen auf wirtschaftliche Kriterien (Art. 120 Abs. 1 FinfraG und Art. 120 Abs. 5 FinfraG, Art. 10 FinfraV-FINMA)
- Formelle Schwellenwerte (Art. 120 Abs. 1 FinfraG)

#### Erwerbstatbestände

- Direkter Erwerb bzw. Veräusserung: Personalunion zwischen dem formell und wirtschaftlich Berechtigten.
- Indirekter Erwerb bzw. Veräusserung (Art. 11 FinfraV-FINMA):
  - Konzernverhältnisse;
  - indirekte Beteiligung (Zwischengesellschaft);
  - Nutzniessung (vgl. Art. 690 Abs. 2 OR, Art. 120 Abs. 3 FinfraG);
  - Erwerb von Call-Optionen bzw. "contracts for difference" (vgl. Art. 120 Abs. 5 FinfraG, seit den Fällen "Sulzer" und "Oerlikon").
  - Nicht von diesem Tatbestand erfasst ist die Stimmrechtsvollmacht (vgl. Art. 120 Abs. 5 FinfraG).
- Gleichstellung mit Erwerb (Effektenleihe und vergleichbare Geschäfte gem. Art. 17 FinfraV-FINMA).

#### Schwellenwerte und Berechnungsgrundlagen

Die Meldepflicht ergibt sich aus Art. 120 Abs. 1 FinfraG. Sie entsteht mit dem Verpflichtungs-, nicht dem Verfügungsgeschäft (Art. 13 Abs. 1 FinfraV-FINMA).

Die Gesamtzahl der stimmberechtigten Aktien ergibt sich aus dem Handelsregistereintrag (Art. 14 Abs. 2 FinfraV-FINMA). Mitgezählt werden folgende Aktienbestände:

- Eigene Aktien der Gesellschaft (vgl. Art. 659 OR);
- Aktien ohne Stimmrecht wegen Prozentvinkulierung (Art. 685d Abs. 1 OR i.V.m. Art. 685f Abs. 3 OR, vgl. Art. 120 Abs. 1 FinfraG);
- Aktien mit Stimmrechtsbeschränkungen (Art. 692 Abs. 2 OR).

Das Abstellen auf die im Handelsregister eingetragenen Aktien ist eine relativ formalistische, aber praktikable Lösung. Eine Alternative wäre das outstanding capital gewesen, d.h. die Aktien, welche von der Gesellschaft selbst gehalten werden, würden nicht in die Berechnung miteinbezogen werden. Diese Grösse wäre zur Abbildung der Kontrollverhältnisse massgebender, aber weitaus weniger praktikabel.

---

### 3.4.3. Meldeverfahren

#### Meldefristen (Art. 24 FinfraV-FINMA)

- Meldung des Aktionärs (Art. 120 FinfraG):
  - Schriftlich innerhalb von vier Börsentagen nach Entstehung der Meldepflicht
  - Verlängerung auf zwanzig Börsentage im Fall des Erwerbs durch Erbgang
- Meldung der Gesellschaft (Art. 124 FinfraG): Innerhalb von zwei Börsentagen nach Eintreffen der Meldung des Aktionärs

#### Veröffentlichung der Meldung (Art. 25 FinfraV-FINMA)

- Meldung wird über die von der zuständigen Offenlegungsstelle betriebene elektronische Veröffentlichungsplattform veröffentlicht
- Gesellschaft veröffentlicht die Meldung im SHAB und in einem bedeutenden elektronischen Medium, falls die zuständige Offenlegungsstelle keine elektronische Veröffentlichungsplattform betreibt

---

### 3.4.4. Durchsetzung

#### Aufsicht über Offenlegung von Beteiligungen

- Allgemeine Marktaufsicht durch Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA (Art. 145 FinfraG)
- Offenlegungsstelle (Art. 27 FinfraV-FINMA, vgl. das Reglement für die Offenlegungsstelle der SIX)

#### Sanktionen bei Verletzung der Meldepflicht

- Busse bis CHF 10 Mio. (Art. 151 FinfraG)
- vorsorglich:
  - Suspendierung des Stimmrechts (Art. 144 lit. a FinfraG)
  - Zukaufsverbot (Art. 144 lit. b FinfraG)
- Schadenersatz (Art. 41-61 OR)
- Auskunftspflicht (Art. 146 FinfraG)
- Verantwortlichkeit der Gesellschaftsorgane (Art. 754 OR, vgl. Art. 124 FinfraG, grundsätzlich unmittelbarer Schaden des betroffenen Aktionärs)
- Aufsichtsinstrumente des Finanzmarktaufsichtsgesetzes, insb. Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung und Einziehung (Art. 145 FinfraG i.V.m. Art. 34 f. FINMAG)

#### Aufsicht

Aufsichtsbehörde über die Meldepflicht ist die FINMA (Art. 145 FinfraG). Sowohl die Börse als auch die Gesellschaft hat ein Anzeigerecht (Art. 122 FinfraG).

Die FINMA hat gestützt auf Art. 123 Abs. 1 FinfraG eine Börsenverordnung erlassen, die insb. die Offenlegung von Beteiligungen konkretisiert (Art. 10-29 FinfraV-FINMA).

---

Um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden, sieht das Gesetz ein Recht auf Vorabentscheidung der Aufsichtsbehörde vor (Art. 123 Abs. 3 FinfraG).

Für die Bearbeitung der Gesuche hat die Börse eine besondere Stelle vorzusehen (Offenlegungsstelle, Art. 27 FinfraV-FINMA, vgl. das Reglement für die Offenlegungsstelle der SIX).

Die Offenlegungsstelle muss gegenüber dem Gesuchsteller eine Empfehlung erlassen, wohingegen die FINMA nur in bestimmten Fällen zu verfügen hat (Art. 27 Abs. 3 FinfraV-FINMA und Art. 28 Abs. 4 FinfraV-FINMA).

#### Sanktionen

Grundsätzlich wird die Verletzung der Meldepflicht mit einer Busse bis CHF 10 Mio. sanktioniert (Art. 151 FinfraG).

Ein Schadenersatzanspruch ist nicht vorgesehen, ergibt sich aber aus der allgemeinen Haftpflicht (Art. 41-61 OR). In diesem Fall sind die Haftungsvoraussetzungen zu beachten, was bezüglich der Kausalität und der Schadensberechnung Schwierigkeiten bereiten kann.

Bei Erwerb oder Veräusserung von Beteiligungen unter Verletzung der Meldepflicht kann die FINMA die Ausübung des Stimmrechts vorläufig suspendieren und/oder ein Zukaufsverbot erlassen (Art. 144 FinfraG)

Ein Erfüllungsanspruch in Form eines Auskunftsrechts ergibt sich aus Art. 146 FinfraG. In diesem Fall ist die Aufsichtsbehörde um eine entsprechende Verfügung zu ersuchen.

Als öffentliches Recht ist die Meldepflicht (Art. 120 FinfraG und Art. 124 FinfraG) zwingendes Recht. Eine Wegbedingung durch die Betroffenen ist daher nicht möglich.

---

## 3.5. Öffentliche Kaufangebote

### Übernahme und Aktienkauf

- Freiwillige "Übernahme" einer Gesellschaft durch Erwerb einer Beteiligungsmehrheit
  - Freundlich (friendly takeover)
  - Feindlich (bzw. "aggressiv", unfriendly takeover)
- Pflichtübernahme einer Gesellschaft aufgrund der Überschreitung gesetzlicher Grenzen

### Missbrauchsgefahr gegenüber der Aktionärsminorität

- Kontrollwechsel der Mehrheit ("private benefits of control")
  - Allmähliche Erlangung einer Mehrheit
-

---

### 3.5.1. Anforderungen

Gesetzliche Grundlage:

- Art. 127 ff. FinfraG; und
- Art. 131 FinfraG.

Teilangebote sind möglich.

---

### 3.5.2. Übernahmeverfahren

- Verschärfte Meldepflicht der Grossaktionäre während des öffentlichen Angebots (Art. 134 FinfraG)
- Prüfung des Angebots durch eine Prüfstelle (Art. 128 FinfraG)
- Transparenz des Angebots durch einen öffentlichen Prospekt (Art. 127 Abs. 1 FinfraG)
- Voranmeldung des Angebots möglich (Art. 5-8 UEV)
- Besondere (Karenz-) Fristen
  - Möglichkeit der Angebotsannahme nach zehn Börsentagen (Art. 14 Abs. 1 UEV und Art. 14 Abs. 2 UEV)
  - Angebotsdauer von 20 bis 40 Börsentagen (Art. 14 Abs. 3 UEV und Art. 14 Abs. 4 UEV)
  - Nachfrist nach Angebotsergebnis während zehn Börsentagen (Art. 130 Abs. 2 FinfraG, Art. 14 Abs. 5 UEV)

#### Prüfung des Angebots

Vor der Veröffentlichung muss der Anbieter das Angebot von einer von der FINMA zugelassenen Prüfgesellschaft oder einem Effektenhändler prüfen lassen (Art. 128 FinfraG).

Der Prüfungsmassstab ist die Beachtung des Gesetzes und der Ausführungsbestimmungen (Art. 128 Abs. 2 FinfraG, Art. 27 UEV).

Ziel ist der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft.

#### Angebotsprospekt

Damit die Aktionäre der Zielgesellschaft ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können, wird eine umfassende Informationsverbreitung durch den Anbieter verlangt (Art. 17-25 UEV).

Diese Informationen werden mit einem Prospekt veröffentlicht (Art. 127 Abs. 1 FinfraG).

---

Voranmeldung

---



Vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts darf der Anbieter eine Voranmeldung des Angebots verbreiten (Art. 5 Abs. 1 UEV).

Dabei gilt der Grundsatz der Gleichbehandlung, indem die Voranmeldung landesweit verbreitet werden muss (Art. 6 UEV, vgl. Art. 53 KR).

Für die Voranmeldung gelten strenge Regeln bezüglich der Preisbestimmung des Pflichtangebots (Best Price Rule, Art. 10 UEV).



#### Fristen

Nach der Veröffentlichung des öffentlichen Angebots ist eine Karenzfrist von zehn Börsentagen zur Annahme des Angebots zu beachten (Art. 14 Abs. 2 UEV). Das öffentliche Angebot muss 20 bis 40 Börsentage offen bleiben (Art. 14 Abs. 3 und Abs. 4 UEV).

Ziel der Mindestdauer ist, dass sich die Aktionäre der Zielgesellschaft nicht unter Zeitdruck entscheiden müssen.

Nach der Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots (Art. 130 Abs. 1 FinfraG) wird eine Nachfrist von zehn Börsentagen gewährt (Art. 130 Abs. 2 FinfraG, Art. 14 Abs. 5 UEV). Die Nachfrist bietet der verbleibenden Aktionärsminorität die Möglichkeit, sich aufgrund der veränderten Machtverhältnisse neu zu entscheiden (Verwirklichung des Gedankens der Ausstiegsoption für den Minderheitsaktionär).



#### Zwischenmeldepflicht

Während des öffentlichen Kaufangebots müssen alle Änderungen der Machtverhältnisse im Aktionariat der Zielgesellschaft gemeldet werden (Art. 134 FinfraG).

Diese im Vergleich zu Art. 120 f. FinfraG verschärfte Meldepflicht entspricht dem besonderen Schutz- bzw. Transparenzbedürfnis der Minderheitsaktionäre im Übernahmekampf.

### 3.5.3. Konkurrierende Angebote

**Übernahmekampf:** Vorliegen von mehreren öffentlichen Übernahmeangeboten für eine Zielgesellschaft

- Freie Wahl der Aktionäre der Zielgesellschaft (Art. 133 Abs. 1 FinfraG)
- Reihenfolge der Angebote spielt keine Rolle (Auktionsregel, vgl. Art. 48-52 UEV)
  - Konkurrierendes Angebot muss vor Ablauf der Angebotsfrist des ersten Angebots vorangemeldet werden (Art. 50 Abs. 1 UEV)
  - Fristanpassung zwischen Angeboten (Art. 51 Abs. 1 UEV)
  - Widerrufsrecht der annehmenden Aktionäre (Art. 51 Abs. 2 UEV)
  - Widerrufs- und Änderungsrecht der vorhergehenden Anbieter (Art. 52 UEV)
  - Potentielles Angebot: Angebot oder Unterlassenserklärung (Art. 53 UEV).

### 3.5.4. Pflichten der Zielgesellschaft

**Möglicher Interessenkonflikt des VR**

- Öffentliche Stellungnahme des VR (Art. 132 Abs. 1 FinfraG, Art. 30-34 UEV)
- Keine Abwehrmassnahmen durch den VR, wohl aber durch die GV (Art. 132 Abs. 2 FinfraG, Art. 35-37 UEV)

#### Stellungnahme der Zielgesellschaft

Dem Verhalten der Zielgesellschaft bzw. deren VR-Mitgliedern bei einem öffentlichen Übernahmeangebot kommt grosse Bedeutung zu (Informationsvorsprung der Unternehmensspitze).

**Interessenkonflikt des VR**

- Bei feindlicher Übernahme ist ein Managerwechsel wahrscheinlich.
- Konsequenz ist eine starke Versuchung, die Übernahme zu verhindern bzw., wenn sie sich nicht mehr vermeiden lässt, seine Haut möglichst teuer zu verkaufen.

Folglich wird vom VR der Zielgesellschaft eine Stellungnahme zum Übernahmeangebot verlangt (Art. 132 Abs. 1 FinfraG, Art. 30-34 UEV).

- Bericht des VR;
- Wahrheit und Vollständigkeit der Informationen;
- Veröffentlichung der Stellungnahme.

Durch die Transparenz des VR gegenüber den Aktionären wird die Chancengleichheit innerhalb der Zielgesellschaft gewährt.

#### Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft



Während des öffentlichen Kaufangebots darf der VR der Zielgesellschaft keine Rechtsgeschäfte vornehmen, die den Bestand der Bilanz erheblich verändern (Art. 132 Abs. 2 FinfraG, Art. 36 UEV).

Massgebend ist der Zeitpunkt der Voranmeldung bzw. der Veröffentlichung.

Ein solches Rechtsgeschäft würde eine Anpassung der Bedingungen des Angebots für beide Parteien verlangen, was angesichts des strengen gesetzlichen Rahmens nicht möglich ist.

Die Gesellschaft hat jede geplante Abwehrmassnahme der Aufsichtsbehörde zu melden (Art. 35 UEV).

Verboten ist insbesondere, aus der Gesellschaft eine sog. Poison Pill (Senkung der Attraktivität der Gesellschaft) zu machen.

Beispiel einer unzulässigen Abwehrmassnahme: Verkauf eines wichtigen Geschäftsbereichs.

Dagegen sind Abwehrmassnahmen durch die GV zulässig (Art. 132 Abs. 2 FinfraG).

Beispiel einer zulässigen Abwehrmassnahme: Antrag an GV auf Kapitalherabsetzung.

#### Golden Parachutes

Art. 132 Abs. 3 FinfraG beauftragt die Übernahmekommission, Bestimmungen zu erlassen, um Handlungen des VR zu sanktionieren, die unzulässig sind, weil sie einem Angebot zuvorkommen oder dessen Erfolg verhindern.

In Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV werden die sog. Golden Parachutes verboten. Goldene Fallschirme nennt man Verträge, die der VR abschliesst, um sich oder Dritten im Falle des Ausschlusses aus der Gesellschaft unüblich hohe Abgangsschädigungen auszuzahlen.

Durch die Einführung von Art. 95 Abs. 3 BV wurde Art. 36 Abs. 2 lit. c UEV obsolet, da mit dem Inkrafttreten der neuen Salärregeln Abgangsschädigungen ohnehin verboten werden.

Verhältnismässige Abfindungen ("Change of Control"-Klauseln) sind erlaubt.

#### Green Mailing

Unter Green Mailing versteht man den Rückkauf der Aktien vom Übernahmewilligen, der mit seinem Aktienpaket den VR und die GL unter Druck setzt. Als Gegenleistung erhalten sie in der Regel eine "Entschädigung".

Dies kann eine Verletzung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG darstellen. Das Vorgehen wird als

---

widerrechtlich betrachtet, wenn nicht ein Interesse der übrigen Aktionäre daran besteht.

#### Lock-up Klauseln

Art. 704 Abs. 2 OR soll den sog. Lock-up Klauseln (Petrifizierungs-Klauseln) entgegenwirken. Die Klauseln dienen als Mittel um drohende, potentielle Übernahmen abzuwehren.

Um einem Angreifer die Erlangung der Kontrolle über die Gesellschaft zu erschweren, können z.B. folgende Beschlüsse statutarisch einer qualifizierten Mehrheit unterstellt werden:

- Umwandlung von Namenaktien in Inhaberaktien (sofortige Aufhebung der Vinkulierung);
- Aufhebung oder Lockerung der Vinkulierung von Namenaktien;
- Aufhebung der Stimmkraftbeschränkung;
- Verkürzung der Amtsdauer des VR.

Im Gesetz nicht mehr geregelt ist die Abschaffung bzw. Lockerung von qualifizierten Mehrheitserfordernissen. In der Revision von 1991 wurde Art 648 Abs. 1 aOR (1936) gestrichen.

Die h.L. spricht sich für die sog. "Siegwart-Regel" aus, wonach Erschwernisse der Beschlussfassung nur mit derjenigen Mehrheit aus den Statuten gestrichen werden können, die sie selber vorschreiben.

#### Scorched Earth und Crown Jewels

Verboten sind bedeutende Änderungen im Aktiven- oder Passivenbestand. Bedeutend ist eine Verschiebung, wenn sie 10% der Bilanzsumme ausmacht (Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV).

In diesem Zusammenhang wird von "Scorched Earth" und "Crown Jewels" gesprochen. Um die Gesellschaft für den Angreifer unattraktiv zu machen, werden wichtige Unternehmensteile gekauft oder verkauft, welche die Gesellschaft aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen uninteressant machen.

### 3.5.5. Pflichtangebot

- Wirtschaftlich berechtigter Erwerber von Aktien der Zielgesellschaft, der den Grenzwert von einem Drittel der Stimmrechte erreicht, ist zur Unterbreitung eines Angebots verpflichtet (Art. 135 Abs. 1 FinfraG [Art. 32 Abs. 1 aBEHG], Art. 125 Abs. 1 FinfraG [Art. 22 Abs. 1 aBEHG])
- Begriff des wirtschaftlichen/indirekten Erwerbs ergibt sich aus der Regelung der Offenlegungspflicht (Art. 32 FinfraV-FINMA i.V.m. Art. 10 FinfraV-FINMA [Art. 30 aBEHV-FINMA i.V.m. Art. 9 aBEHV-FINMA])
- Handeln mehrere Anbieter in gemeinsamer Absprache (vgl. Art. 33 FinfraV-FINMA i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA [Art. 31 aBEHV-FINMA i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und Abs. 2 aBEHV-FINMA]), so werden sie alle von der Angebotspflicht erfasst (Art. 127 Abs. 3 FinfraG [Art. 24 Abs. 3 aBEHG])

#### Ziele der Angebotspflicht

- Primär: Präventiver Minderheitenschutz durch gesetzliches Mitverkaufsrecht für Aktionäre
- Sekundär: Möglichkeit, sich einem "Verkauf" der Gesellschaft anzuschliessen
- Gleichbehandlung der Aktionäre
  
- Opting-out: Den potentiellen Zielgesellschaften ist es möglich, die Angebotspflicht in den Statuten wegzubedingen (Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG [Art. 22 Abs. 2 und 3 aBEHG]).
- Opting-up: Die Statuten können aber auch eine Anhebung des gesetzlichen Grenzwertes vorsehen (Art. 135 Abs. 1 FinfraG [Art. 32 Abs. 1 aBEHG]; Grenze: 49%).

#### Anforderungen

- Gleichbehandlung sämtlicher Aktionäre (Art. 127 Abs. 2 FinfraG und Art. 9 UEV):
  - Besondere Tragweite des Gleichbehandlungsgebots: Aktionäre untereinander (vgl. dagegen Art. 717 Abs. 2 OR).
  - Angebot muss sich auf alle kotierten Beteiligungspapiere (Aktien, Partizipations- und Genussscheine) richten (vgl. Art. 2 lit. i FinfraG). Dies kann dazu führen, dass der Übernehmer die "ganze" Gesellschaft kaufen muss.
  - Angebotsbedingungen müssen für alle Verkäufer gleich sein. Verschiedene Beteiligungskategorien sind verhältnismässig gleich zu behandeln (Art. 135 Abs. 3 FinfraG, Art. 9 Abs. 3 UEV).
- Lauterkeit (Art. 131 lit. b FinfraG und Art. 13 UEV):
  - Keine Potestativbedingung.
  - Keine Resolutivbedingung.

#### Preisuntergrenze

- Preisuntergrenze eines öffentlichen Pflichtkaufangebots (Art. 135 Abs. 2 FinfraG):
  - Börsenkurs (Art. 42 FinfraV-FINMA); oder

- der höchste Preis, den der Anbieter in den letzten 12 Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (Art. 43 f. FinfraV-FINMA).
- Ein Paketzuschlag ist nicht mehr zulässig (Art. 135 Abs. 2 FinfraG).
- Gleichbehandlungsgebot der Aktionäre (Art. 127 Abs. 2 FinfraG): Relative Gleichbehandlung zwischen den Beteiligungskategorien (Art. 135 Abs. 3 FinfraG, Art. 9 Abs. 3 UEV).

#### Tauschangebot vs. Barpreisabgeltung

- Angebotspreis kann durch Barzahlung oder durch Tausch gegen Effekten geleistet werden (Art. 45 FinfraV-FINMA).
- Abgeltung durch Tausch gegen Effekten ist jedoch nur zulässig, sofern alternativ eine Barzahlung angeboten wird (Art. 45 Abs. 2 FinfraV-FINMA).
- Gemäss Mitteilung Nr. 4 vom 9. Februar 2009 gilt die Pflicht, dass neben einem Tauschangebot immer auch eine Barzahlung angeboten werden muss, nicht für freiwillige Kaufangebote.

#### Paketzuschlag (sog. Kontrollprämie)

Seit dem 1. Mai 2013 ist die Bezahlung einer Kontrollprämie widerrechtlich. Gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG muss der Angebotspreis mindestens dem höheren Betrag von Börsenkurs und dem höchsten Preis, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten bezahlt hat, entsprechen.

#### Alte Regelung:

Die absolute Preisuntergrenze des zwingenden Angebots an alle Aktionäre war der Börsenkurs der betroffenen Titel (Art. 32 Abs. 4 aBEHG).

Darüber hinaus wurde von Art. 32 Abs. 4 aBEHG eine relative Mindestgrenze gesetzt. Dadurch wurde einem häufig vorkommenden sog. Paketzuschlag Rechnung getragen.

Ein Paketzuschlag oder eine Kontrollprämie ist ein Preiszuschlag beim Kauf eines Aktienpaketes, das eine Kontrollstellung bei der Zielgesellschaft vermittelt (Kontrolltransaktion). Der Mehrwert der mit dem Aktienpaket verbundenen Kontrollmacht entspricht dem Zuschlag.

Ein (Paket-) Zuschlag war vor dem öffentlichen Angebot zulässig. Der Preis pro Aktie durfte aber nicht mehr als 25% über dem öffentlichen Preis für Publikumsaktionäre liegen (Art. 32 Abs. 4 aBEHG).

#### Opting-out und Opting-up

- Opting-out: Den potentiellen Zielgesellschaften ist es möglich, die Angebotspflicht in den Statuten wegzubedingen. Dabei ist vor und nach der Kotierung zu unterscheiden.
  - Vor der Kotierung: Vorbehaltlos erlaubt (Art. 125 Abs. 3 FinfraG).
  - Nach der Kotierung: Keine Benachteiligung der Aktionäre (Art. 125 Abs. 4 FinfraG mit Verweis auf den materiellen Gehalt von Art. 706 OR).

- Opting-up: Die Statuten können aber auch lediglich eine Anhebung des gesetzlichen Grenzwertes vorsehen (Art. 135 Abs. 1 FinfraG). Die Grenze liegt bei 49%. Dabei gelten die gleichen Voraussetzungen wie bei Art. 125 Abs. 4 FinfraG.

vgl. dazu: Baum/von der Crone, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, in: SZW 87 (2015), 417-430.

### Entbindung und Ausnahmen

#### Entbindungen von der Angebotspflicht

- Opting-up (teilweise, Art. 135 Abs. 1 FinfraG).
- Opting-out (vollständig, Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG).

#### Ausnahmen von der Angebotspflicht

- Ohne Genehmigung der Aufsichtsbehörde (ipso iure):
  - Sanierung (Art. 40 Abs. 1 lit. a FinfraV-FINMA);
  - Festübernahme durch eine Bank (Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA);
  - Erwerb durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung (Art. 136 Abs. 2 FinfraG, vgl. Art. 685c Abs. 2 OR).
- Mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde (Art. 136 Abs. 1 FinfraG und Art. 41 FinfraV-FINMA):
  - Pflichterlass durch die Aufsichtsbehörde;
  - Auflagen können mit Genehmigung verbunden werden;
  - Ausnahme ist im SHAB zu publizieren.

### Diskussion Angebotspflicht

Soll ein Aktionär, der die Mehrheit an einer Gesellschaft erwirbt, den anderen Aktionären ein Angebot unterbreiten müssen?

- Pro:
  - Kontrollwechsel zieht oft einen Strategiewechsel nach sich. Ist ein Aktionär damit nicht einverstanden, so soll er aussteigen können.
  - Verkauf der Kontrolle ist faktisch ein Verkauf der ganzen Gesellschaft. Alle Aktionäre sollten sich daran beteiligen können.
- Contra:
  - Aktionär hat keine weiteren Pflichten gegenüber der Gesellschaft als die Liberierung der gezeichneten Aktien (vgl. Art. 680 Abs. 1 OR).
  - Person des (Mehrheits-)Aktionärs spielt grundsätzlich keine Rolle (AG als Kapitalgesellschaft).
  - Schutz der Aktionärsminorität ist im OR genügend gewährleistet.

---

### 3.5.6. Durchsetzung

#### Aufsicht über öffentliche Kaufangebote

- Effekthändler oder von der FINMA zugelassene Prüfstelle (Art. 128 FinfraG)
- Übernahmekommission (Art. 126 Abs. 3 FinfraG)
- FINMA (Art. 140 FinfraG)

#### Sanktionen bei Verletzungen der Übernahmevorschriften

- vorsorglich: Suspendierung der Stimmrechte des Aktionärs, der die Angebotspflicht verletzt, sowie Verbot zum Kauf weiterer Aktien der Zielgesellschaft (vgl. Art. 135 Abs. 5 FinfraG)
- Busse bis zu CHF 500'000 für die Zielgesellschaft, welche die ihr im Zusammenhang mit der Stellungnahme auferlegten Pflichten verletzt (Art. 153 FinfraG)
- Verkäufer erhält ein Rücktrittsrecht für Verkäufe im Rahmen eines untersagten Angebots (Art. 129 FinfraG, Art. 16 UEV)
- Schadenersatzanspruch (Art. 41 OR, Art. 754 OR) ist nicht auszuschliessen

#### Aufsichtssystem

- Allgemeine Aufsicht über öffentliche Kaufangebote obliegt der UEK (Art. 126 Abs. 3 FinfraG, Art. 136 Abs. 1 FinfraG, Art. 138 FinfraG, Art. 3 Abs. 1 UEV).
- FINMA fungiert als Beschwerdeinstanz gegen die von der UEK erlassenen Verfügungen (Art. 140 FinfraG).
- Für die Prüfung des öffentlichen Angebots ist ferner eine Prüfstelle beizuziehen (Art. 128 FinfraG).

#### Mehrstufige Prüfung des Angebots

1. Prüfstelle (Art. 128 FinfraG, Art. 26 UEV)
2. Übernahmekommission (Art. 27 UEV, Art. 131 lit. d FinfraG)
3. FINMA (ggf., Art. 140 FinfraG)
4. Bundesverwaltungsgericht (ggf., Art. 141 FinfraG)

#### Übernahmekommission

Die Übernahmekommission (UEK) ist eine selbständige Unterkommission der FINMA (Art. 126 FinfraG).

Die UEK wurde zu einer mit Verfügungskompetenz ausgestatteten Behördenkommission aufgewertet (Art. 138 FinfraG). Folglich ist für das Verfahren vor der UEK im Unterschied zur bisherigen Rechtslage neu das VwVG anzuwenden.

Kompetenz der UEK im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten (Art. 126 Abs. 3 FinfraG, Art. 136 Abs. 1 FinfraG und Art. 138 FinfraG, Art. 3 Abs. 1 UEV)

- Bestehen einer Angebotspflicht;
  - Zulassung von Bedingungen;
-

- besondere Ausnahmen von der Angebotspflicht.

Verfügungen der UEK können innert einer Frist von fünf Börsentagen bei der FINMA angefochten werden (Art. 140 FinfraG).

#### Eidgenössische Finanzmarktaufsicht

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) ist eine unabhängige und selbständige Behörde.

- Sie fungiert als staatliche Aufsichts- und Regulierungsbehörde. Als staatliche Aufsichtsbehörde ist die FINMA mit hoheitlichen Befugnissen über Banken, Versicherungen, Börsen, Effekthändler sowie kollektive Kapitalanlagen ausgestattet.
- Darüber hinaus ist sie Aufsichtsbehörde im Bereich der Offenlegung von Beteiligungen und Beschwerdeinstanz bei von der UEK erlassenen Verfügungen im Bereich der öffentlichen Kaufangebote bei börsenkotierten Gesellschaften (Art. 140 FinfraG).
- Die FINMA spricht bei Bedarf und nach Massgabe des Gesetzes Sanktionen aus.

#### Sanktionen

Der Durchsetzung der Angebotspflicht dient vorderhand die Meldepflicht (Art. 120 FinfraG). Somit werden schrittweise Übernahmen verhindert; die Absicht des Übernehmers wird frühzeitig offengelegt.

Aus der gesetzlichen Regelung folgt, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft einen Anspruch auf Unterbreitung eines Angebots haben. Dieser Anspruch richtet sich gegen denjenigen Aktionär, der die gesetzliche Schwelle (Art. 135 Abs. 1 FinfraG) erreicht.

Verletzungen der Bestimmungen der Angebotspflicht können der UEK gemeldet werden. Diese hat die Missstände zu beseitigen und für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes zu sorgen (Art. 138 Abs. 3 FinfraG).

Das Gesetz sieht verschiedene Sanktionen zur Durchsetzung der Angebotspflicht vor:

- Vorsorgliche Massnahme: Suspendierung der Stimmrechte des Aktionärs, der die Angebotspflicht verletzt sowie Verbot des Zukaufs weiterer Aktien der Zielgesellschaft (Art. 135 Abs. 5 FinfraG);
  - Rücktrittsrecht des Verkäufers bei einem untersagten Angebot (Art. 129 FinfraG, Art. 16 UEV);
  - Busse bis CHF 10 Mio. bei vorsätzlicher Missachtung einer rechtskräftig festgestellten Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots (Art. 152 FinfraG);
  - Busse bis zu CHF 500'000 für die Zielgesellschaft wegen Verletzung der Pflichten, die ihr im Zusammenhang mit der Stellungnahme auferlegt wurden (Art. 153 FinfraG).
-

### 3.6. Kraftloserklärung (Squeeze-out)

- Ziel der Kraftloserklärung: Vereitelung einer Vollübernahme durch Aktionärsminorität (Unterbinden der Möglichkeit einer "Zankminorität")
- Anbieter hat die Möglichkeit, die restlichen Aktionäre aus der Gesellschaft auszuschliessen, wenn seine Beteiligung nach der Übernahme mehr als 98% der Zielgesellschaft beträgt (Art. 137 Abs. 1 FinfraG, sog. Squeeze-out)
- Eigentümer der kraftlos erklärten Beteiligungspapiere wird im Betrag des Angebotspreises entschädigt (Art. 137 Abs. 2 FinfraG)

#### Kraftloserklärungsverfahren

- Klage gegen die Gesellschaft
- Beachtung einer dreimonatigen Frist
- Urteil lautet auf Kraftloserklärung der betroffenen Beteiligungspapiere

#### Funktion der Kraftloserklärung

Durch die Möglichkeit einer Kraftloserklärung (Squeeze-out) soll nicht zuletzt die Konzernbildung begünstigt werden.

Für die Berechnung der erforderlichen 98% sind kotierte und nicht kotierte Aktien mitzuzählen, wobei der Grenzwert von 98% gesamthaft und nicht bezogen auf jede Aktienkategorie erreicht werden muss. Bei der Berechnung des Grenzwerts von 98% der Stimmrechte sind zu den direkt gehaltenen Aktien auch Aktien deren Stimmrechte ruhen oder die der Anbieter im Zeitpunkt der Kraftloserklärung indirekt (eigene Aktien der Zielgesellschaft) oder in Absprache mit Dritten hält hinzuzuzählen (vgl. Art. 120 FinfraV). Getilgt werden können alle Beteiligungspapiere, darunter Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine.

Folge der Kraftloserklärung ist die 100%-ige Beherrschung des bisherigen Mehrheitsaktionärs über die Gesellschaft. Die Gesellschaft muss somit dekotiert werden (Art 17 KR und Art. 80 KR).