



Peter V. Kunz*

Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» der Publikumsgesellschaften

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
 1. Vorbemerkungen
 - 1.1. Begriffliches
 - 1.2. Regulatorisches und Internationales
 2. Tatsächliche Hinweise
 - 2.1. Aktualitäten im In- und Ausland
 - 2.2. Börsen-Situationen
 3. Theoretische Grundlagen für Publikumsgesellschaften – «exit» und «voice»
 - 3.1. Konzeptionelles
 - 3.2. USA
 - 3.3. Schweiz
- II. Kotierung
 1. Ablauf
 - 1.1. Motive und Aktionärsgefährdungen
 - 1.2. Technisches
 - 1.3. Kotierungsrechtliche Kompensationen?
 2. Ausgewählte Einzelfragen
 - 2.1. Zuständigkeit: GV oder VR?
 - 2.2. Pflicht zur Anpassung des Prospekts?
 - 2.3. Bezugsrechtsausschluss beim primary offering?
 - 2.4. Kostentragung durch AG beim secondary offering?
 3. Folgen
 - 3.1. Aktienrechtliche Aspekte
 - 3.2. Börsenrechtliche Aspekte
 - 3.3. Kotierungsrechtliche Aspekte
- III. Dekotierung
 1. Ablauf
 - 1.1. Motive und Aktionärsgefährdungen
 - 1.2. Technisches
 - 1.3. Kotierungsrechtliche Kompensationen?

2. Ausgewählte Einzelfragen
 - 2.1. Zuständigkeit: GV, Sonderversammlung oder VR?
 - 2.2. Angebotspflicht bzw. Austrittsrecht?
 - 2.3. Angemessenheitskontrolle analog Art. 105 FusG?
3. Folgen
 - 3.1. Grundsatz
 - 3.2. Spezialität beim Börsenrecht?
- IV. Schluss – und einige Postulate de lege ferenda

I. Einleitung

1. Vorbemerkungen

1.1. Begriffliches

Eine sog. *Kotierung* von Wertpapieren¹ (insbesondere von Aktien) bedeutet das formelle Verfahren des «an die Börse bringen» dieser Valoren; nicht die Gesellschaft – meist eine Aktiengesellschaft (AG) – ist kotiert, sondern deren Beteiligungspapiere sind zum Börsenhandel zugelassen², d.h. also die Aktien oder allenfalls die Partizipationsscheine (PS)³. Meist erfolgt eine Kotierung

¹ Weitaus häufiger als Wertpapiere sind *Wertrechte*, werden doch kaum noch Rechte in Wertpapieren verbrieft. Beispielsweise ist auch jener Anleger ein Aktionär, der über Namenaktien mit aufgehobenem oder aufgehobenem Titeldruck verfügt. In funktionaler Hinsicht sind Wertrechte den Wertpapieren weitgehend gleichgestellt (ausführlich zu den Wertrechten: ARTHUR MEIER-HAYOZ/HANS CASPAR VON DER CRONE, Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000, § 25 N 28 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 540 ff.).

² Nach der börsenrechtlichen *Legaldefinition* bedeutet *Kotierung*: «Zulassung zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse» (Art. 2 lit. c BEHG); der Begriff des kotierten Wertpapiers wird im *Börsenrecht* und im *Aktienrecht* einheitlich verwendet: THOMAS VON BALLMOOS, Nochmals zum Kotierungsbegriff gemäss Aktien- und Börsenrecht – oder: Wider die Einführung unnötiger Differenzierungen, SJZ 93 (1997), 345 ff.

³ Der vorliegende Aufsatz konzentriert sich auf die *Kotierung bzw. Dekotierung von Aktien* und lässt Partizipationsscheine (PS) ausser Betracht; im Wesentlichen stellen sich indes für PS die gleichen Fragen (und ergeben sich ebenfalls die gleichen Antworten). An der *SWX Swiss Exchange* sind zurzeit verschiedene PS kotiert, nämlich bei folgenden Gesellschaften: Basellandschaftliche Kantonalbank, Basler Kantonalbank, Chocofabrizien Lindt & Sprüngli AG, Graubündner Kantonalbank, Perrot Duval Holding SA, Rätia Energie AG, und zwei PS der Schindler Holding

* Prof. Dr. iur. Peter V. Kunz, Fürsprecher, LL.M. (Georgetown University Law Center, Washington, D.C) ist ordentlicher Professor für Wirtschaftsrecht sowie für Rechtsvergleichung an der Universität Bern; der Autor amtiert als Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht (www.iwr.unibe.ch) und ist Leiter des Departementes für Wirtschaftsrecht – der Autor war in seiner früheren praktischen Tätigkeit als Rechtsanwalt bei der Schweizer Börse als anerkannter Emittentenvertreter gemäss Art. 50 KR zugelassen. Besonders bedanken für seine intensive Mitarbeit möchte ich mich bei meinem Assistenten, Herrn Fürsprecher *Samuel Jost*, der das Vorhaben mit grosser Umsicht begleitet hat. Der Aufsatz wurde *anfangs September 2006* abgeschlossen.

dieser Valoren im Rahmen eines *initial public offering* (IPO)⁴, ehemals verbreitet als «*going public*» einer Gesellschaft bezeichnet⁵.

Eine Gesellschaft bzw. (im Folgenden im Vordergrund stehend) eine AG⁶ gilt nach einem Börsengang als sog. Publikums-gesellschaft, was indes kein juristischer «*terminus technicus*» ist⁷. In der Schweiz gibt es zurzeit etwas *mehr als 400* Gesellschaften⁸, deren Beteiligungspapiere an einer der beiden schweizerischen Börsen⁹ zugelassen sind und folglich Publikumsgesellschaften darstellen.

Der Übergang von einer *Privat-AG* zu einer *Publikums-AG* bringt in rechtlicher Hinsicht einen eigentlichen «Statuswechsel» mit sich¹⁰, und zwar in erster Linie für die betroffene (Publikums-)AG einerseits sowie für die betroffenen (Publikums-)Aktionäre andererseits¹¹; die «heilige Kuh» der *Einheit des Aktienrechts* ist materiell schon seit langer Zeit *geschlachtet* – das «*Börsengesellschaftsrecht*» gelangt bei Publikumsgesellschaften zur Anwendung¹².

Eine sog. *Dekotierung* stellt das Gegenteil – sozusagen der «*actus contrarius*» – einer Kotierung dar, nämlich das formelle Verfahren des «von der Börse wegnehmen» der kotierten Beteiligungspapiere. Als Gegensatzbegriff

zum «*going public*» wird regelmässig von einem «*going private*» einer Gesellschaft¹³ gesprochen oder geschrieben¹⁴, d.h. eine Publikums-AG wird wieder zu einer Privat-AG; diese (untechnische) «Rückabwicklung» bringt unter rechtlichen Aspekten einen *spiegelbildlichen Statuswechsel* insbesondere für die (Privat-)AG sowie für die (privaten) Aktionäre mit sich – und führt sozusagen zu einem «*Status quo ante*»¹⁵.

1.2. Regulatorisches und Internationales

Kotierungen sowie Dekotierungen von Beteiligungspapieren werden – nicht nur in der Schweiz, sondern oft ebenfalls im Ausland – durch ein «*Kotierungsrecht*» geregelt¹⁶, das in aller Regel *nicht unmittelbares bzw. hoheitliches Recht* (z.B. eben nicht «staatliches Börsenrecht») darstellt¹⁷. Es handelt sich oftmals um *Selbstregulierungen der Börsen*, an denen die Kotierung bzw. die Dekotierung zur Debatte steht¹⁸. D.h. bei den vorliegenden juristischen Problembereichen geht es um *Börsen-Themen* (z.B. «Was schreibt das Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vor?»¹⁹), die *gesellschaftsrechtliche Reflexdiskussionen* (z.B. «Wer ist zuständig für den Dekotierungsbeschluss?»²⁰) auslösen.

Einleitend wird eine kurze Übersicht über die im Umbruch befindliche (nationale und internationale) «*Börsenlandschaft*» verschafft²¹. «*Going public*» bzw. «*going private*» haben zudem eine *theoretische* Komponente (nämlich: «*exit*» und «*voice*»)²². Im Übrigen sollen die

AG (Hauptsegment) sowie Golay Buchel Holding S.A., Loeb Holding AG, Metall Zug AG, (SWX Local Caps); zu (ausschliesslichen) PS-Kotierungen: VON BALLMOOS (FN 2), 346 f.

⁴ Die Begriffe *IPO* und *Kotierung* sind somit *nicht Synonyme*, sondern die Kotierung stellt nur einen Teil – gleichsam den Höhepunkt – des IPO-Prozesses dar.

⁵ Zum Terminologischen: DANIEL ZBINDEN, Börsenrechtliche Aspekte eines Initial Public Offering (IPO) in der Schweiz, Diss. St. Gallen 2003, 4.

⁶ Die meisten Publikumsgesellschaften sind AG – immerhin ist «*Sarasin*» als *Kommandit-AG* zu erwähnen.

⁷ Weniger von rechtlicher als vielmehr von *praktischer* Relevanz ist die Unterscheidung zwischen «*echten*» *Publikumsgesellschaften* (sc. grosse Zahl von Aktionären, bei denen niemand über eine beherrschende Stimmenmacht verfügt, also Vorliegen sozusagen einer «atomistischen Struktur») und «*unechten*» *Publikumsgesellschaften* (d.h. es gibt «stimmenmächtige» Aktionäre, z.B. eine Gründerfamilie); allg.: PETER V. KUNZ, Publikumsgesellschaften in der Schweiz – theoretische und praktische Ansätze zum Investorenschutz, recht 15 (1997), 136 ff.

⁸ Die Zahlen der Gesellschaften sowie der kotierten Valoren stimmen nicht überein, weil teils ein Emittent *mehr als ein Beteiligungspapier* kotiert hat (z.B. Swatch: Inhaber- und Namenaktien als unterschiedliche Valoren). Zu den Zahlen: SWX Swiss Exchange: 384 Valoren; BX Berne eXchange: 35 Valoren.

⁹ Vgl. dazu hinten I. 2. 2.2. bb/cc.

¹⁰ Statt aller: PETER NOBEL/ROBERT WALDBURGER, Der Unternehmensstandort Schweiz aus steuer- und aktienrechtlicher Sicht, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2006, 28.

¹¹ Meist etwas vergessen werden nebst der *Publikums-AG* und den *Publikumsaktionären* die *Gesellschaftsgläubiger*, obwohl deren Rechtsstellung durch einen Börsengang ebenfalls verändert – meist verbessert – wird; als Beispiel erwähnt sei der *erleichterte Informationszugang für alle Gläubiger* (selbst ohne «schutzwürdiges Interesse») im Rahmen von *Art. 697h Abs. 1/Abs. 2 OR*; hierzu: Handkommentar-KUNZ, OR 697h N 11 ff.

¹² Vgl. dazu hinten II. 3.

¹³ Die *Dekotierung* der Aktien an einer Börse ist Teil – gleichsam Höhepunkt – des «*going private*»-Prozesses, d.h. es handelt sich *nicht um Synonyme*.

¹⁴ Beispiele: KAREL KOHLIK, Ausgewählte Aspekte von Going Private Transaktionen, Diss. St. Gallen 2005, 4 ff.; MICHAEL Inderbitzin, Going Private und dem Going Private ähnliche Sachverhalte, Diss. Zürich 1993, 3 (der Begriff «going private» hat seinen Ursprung in den USA zu Beginn der 1970er Jahre: Inderbitzin, a.a.O.).

¹⁵ Vgl. dazu hinten III. 3.

¹⁶ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, § 7/Titel bei N 13 spricht vom «Eingangsrecht».

¹⁷ Insofern ist die *Rechtsnatur* des «Kotierungsrechts» *strittig*; beispielhaft ersichtlich wird dies bei der Thematik der sog. «*Ad hoc Publizität*», die – mindestens in der Schweiz (anders als etwa in Deutschland) – eben nicht unmittelbar im Börsenrecht (= Regulierung), sondern im «Kotierungsrecht» (= Selbstregulierung) geregelt wird; zur Diskussion statt aller: PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht (...), Habil. Bern 2001, § 10 N 267 ff., v.a. N 270 ff.

¹⁸ Zur *Selbstregulierung*: PETER V. KUNZ, Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2006, 477 ff.; zu einer generellen Diskussion: SITA MAZUMDER, Finanzmarkt im Spannungsfeld von Überregulierung und Deregulierung, ST 8/2006, 519 ff.

¹⁹ Aus diesem Grund ist es unerlässlich, einleitend kurz auf die *Börsen-Situationen* einzugehen, wobei gerade die internationale Konsolidierungsthematik – anders als die Situation in der Schweiz – so aktuell ist, dass verschiedene Ausführungen schon bald wieder obsolet sein könnten: Vgl. dazu hinten II. 1. 1.2.

²⁰ Vgl. dazu hinten III. 2. 2.1.

²¹ Vgl. dazu hinten I. 2. 2.2.

²² Vgl. dazu hinten I. 3.

«Prozedere» einer Kotierung bzw. einer Dekotierung dargestellt werden²³, und zwar verbunden mit ausgewählten *Einzelfragen*, die sich in diesem Zusammenhang stellen – der zwar interessierte, aber eilige Leser kann sich ohne weiteres auf diese letzteren Themen konzentrieren²⁴, die denn auch die grössten Tagesaktualitäten mit sich bringen.

Kotierungen sowie Dekotierungen erweisen sich meistens (indes nicht immer) als *nationale* Themen – zumindest so lange die Börsen national sind und bleiben; insofern steht denn auch die *schweizerische Rechtslage* im Vordergrund der folgenden Ausführungen. Über kurz oder lang dürfte sich dies allerdings mit der zunehmenden *Globalisierung des Wirtschaftsrechts*, notabene einer Zwangsläufigkeit beispielsweise bei internationalen IPO, ganz erheblich ändern²⁵. Gerade für die Praktiker des (internationalen) Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts stellen sich deshalb *grosse Herausforderungen* für die Zukunft²⁶.

2. Tatsächliche Hinweise

2.1. Aktualitäten im In- und Ausland

National und international sind IPO bzw. *Börsengänge* in den Jahren 2005/2006 ein *äusserst aktuelles Thema* – und zwar sowohl bei Praktikern des Wirtschaftsrechts als auch in der Finanzpresse²⁷; zwar kommen *Börsenabgänge* ebenfalls vor²⁸, diese Transaktionen werden

indes in den Medien meist weniger spektakulär²⁹ besprochen³⁰. Bei internationalen Aktienplatzierungen kann seit einiger Zeit eine gewisse *«Verlagerung»* aus den *USA nach Europa* festgestellt werden, wobei das regulatorische Umfeld (v.a. SOX) dafür ausschlaggebend sein dürfte³¹ – eine Tendenzumkehr ist zurzeit nicht absehbar.

Titel aus *Pressepublikationen* der jüngeren Vergangenheit belegen die *«going public»*-Aktualitäten in Inland sowie im Ausland, wobei nicht nur IPO *mit Erfolg* durchgeführt, sondern teilweise auch *abgesagt bzw. verschoben* werden:

Zu lesen auf der einen Seite für die Schweiz war zwar beispielsweise vom *«IPO-Fieber»*³², über *«Börsengänge mit Rekordvolumen»*³³, dass der *«IPO-Markt boomt»*³⁴ oder *«So viele Börsengänge wie noch nie»*³⁵; international standen etwa die IPO der *«Bank of China»* in China, des Energieunternehmens *«Rosneft»*³⁶ in Russland sowie von *«Piaggio»* in Italien im Vordergrund des Interesses. Auf der anderen Seite wurden und werden angesichts der heute eher unsicheren Marktlagen im In- und Ausland zahlreiche IPO – etwa in Deutschland³⁷,

²³ Vgl. dazu hinten II. 1. sowie III. 1.

²⁴ Vgl. dazu hinten II. 2. sowie III. 2. Bei den zu behandelnden Fragestellungen werden die *Themenbereiche teils erweitert* (zumindest durch Verweisungen), d.h. es geht nicht nur um die Kotierung bzw. um die Dekotierung, sondern um das IPO bzw. um das *«going private»*, die einen *ganzen «Prozess»* (mit der Kotierung oder der Dekotierung als *Höhepunkte*) ausmachen.

²⁵ Zur Zeit steht die *Übernahme europäischer Börsen durch US-amerikanische Börsen* zur Diskussion: Vgl. dazu hinten I. 2.2.2.b. In Europa kommen in diesem Zusammenhang indes Befürchtungen auf, dass durch einen solchen *Kontrollwechsel bei europäischen Börsen* hinsichtlich deren Emittenten allenfalls *US-amerikanisches Kapitalmarktrecht* zur Anwendung gelangen könnte – selbst wenn die entsprechenden Publikums-AG überhaupt keinen *«USA-Bezug»* (z.B. *keinen Sitz und keinen Handel* in den USA) haben.

²⁶ Es sei unter diesem Aspekt die *Prognose* erlaubt, dass die fast vergessene und bei Studenten und vielen *«Praktikern»* etwas gering geschätzte *Methodik der Rechtsvergleichung* in den kommenden Jahren einen erheblichen *Auftrieb gewinnen* wird – m.E. gerade im Bereich des *Wirtschaftsrechts*; allg. dazu: PETER V. KUNZ, Einführung zur Rechtsvergleichung in der Schweiz – Ein bedeutsames juristisches Fachgebiet für Studenten und Praktiker zwischen *«notwendigem Übel»* und *«Königsdiziplin»*, recht 24 (2006), 37 ff.

²⁷ Weltweit gab es im Jahre 2004 total 1516 IPO, im Folgejahr bis Ende November 2005 insgesamt 1268 IPO: NZZ Nr. 291 (2005), 31.

²⁸ Aktuelle Vorhaben etwa: *«Generali (Schweiz) Holding»* als schweizerische Tochtergesellschaft des italienischen Versicherungskonzerns *«Generali»* wurde per 13. Juli 2006 dekotiert (Dekotierungsinserat: NZZ Nr. 154 (2006), 23); des Weiteren sollen die Aktien der *«Energie Electrique du Simplon SA»* (EES) ebenfalls dekotiert werden: NZZ Nr. 149 (2006), 28.

²⁹ Immerhin: FRITZ PFIFFNER, Düpierte Minderheitsaktionäre – Going Private: Schweizer Börsenaufsicht muss handeln, NZZ am Sonntag, 11. Mai 2003, Nr. 19, 53.

³⁰ Ein beliebtes Thema in den Wirtschaftsmedien ist die Diskussion über geplante sog. *teilweise Dekotierungen*, d.h. den Rückzug der Kotierung an *einzelnen ausländischen Börsen*; im Vordergrund stehen dabei die Pläne einiger schweizerischer Publikumsgesellschaften (z.B. von *«Adecco»*), als mittelbare Folge des *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* ihre *Zweitkotierung an US-amerikanischen Börsen aufzuheben* – zur Zeit verfügen 14 schweizerische Publikums-AG über eine Zweitkotierung an der *New York Stock Exchange (NYSE)* sowie an der Technologiebörse *Nasdaq*; allg.: SILVIA JELENZ, Mehr Freiräume – SEC: Die US-Börsenaufsicht prüft Erleichterungen für ausländische Firmen, so auch für ABB und UBS, SHZ vom 14. Dezember 2005, 39; GERHARD KNOLMAYER, Sarbanes-Oxley und die Folgen – Aktionärsschutz oder wertvernichtender Overkill?, F&W vom 25. Januar 2006, 39. Entsprechende Dekotierungsdiskussionen finden *im Ausland seltener* statt als in der Schweiz: NZZ Nr. 172 (2006), 27 (*«Auslands-Firmen für Sarbanes-Oxley gerüstet – Dekotierung wird kaum erwogen»*); zudem: HANS CASPAR VON DER CRONE/KATJA ROTH, Der Sarbanes-Oxley Act und seine extraterritoriale Bedeutung, AJP 12 (2003), 131 ff. m.w.H., v.a. 136 ff.

³¹ Statt aller: NZZ Nr. 182 (2006), 26 (*«Die US-Gesetzgebung macht Börsengänge in Europa attraktiv»*).

³² F&W vom 21. Juni 2006, 10.

³³ Tages-Anzeiger vom 4. Juli 2006, 23; in den USA wurden im *ersten Halbjahr 2006* durch IPO etwa *255 Milliarden USD* aufgebracht (a.a.O.).

³⁴ F&W vom 21. Juni 2006, 7.

³⁵ Der Titel bezieht sich auf die London Stock Exchange: F&W vom 9. August 2006, 9.

³⁶ GERHARD BECK, Rosneft kommen zu hohem Preis an Börse – Russischer Energiekonzern gelingt weltweit das viertgrösste IPO – Yukos-Aktionäre widersetzen sich, F&W vom 15. Juli 2006, 36; die Kotierung in London (nebst russischen Kotierungen) stösst auf Widerstand: IHT vom 18. Juli 2006, 14 (*«Rosneft sees shares drop amid lawsuit»*).

³⁷ NZZ Nr. 148 (2006), 27 (*«Holpriger Gang auf das Frankfurter Parkett»*).

in Italien³⁸ sowie in Lateinamerika³⁹ – nicht bzw. nicht wie angekündigt durchgeführt⁴⁰.

In der Schweiz gab es im Jahre 2005 – anders als noch im schlecht verlaufenen Jahre 2004 – zahlreiche *Kotierungen* an der SWX Swiss Exchange, und zwar als Folge von total elf IPO (sc. «EFG», «Esmertec», «Panalpina», «Speedel», «Mobimo», «Winterthur Technology», «Arpida», «Advanced Digital Broadcast», «Dottikon ES», «Dufry», «Nebag»⁴¹); im Jahre 2006 fanden im ersten Semester fünf IPO (sc. «Partners Group», «Bioxell», «Medisize», «Burckhardt» sowie «New Value»⁴² statt, wobei sich einige «Börsenkandidaten» (z.B. «SR Technics»⁴³, «Pilatus») in der «Warteschlange» befinden⁴⁴. Des Weiteren erfolgten letztes Jahr verschiedene *Dekotierungen* (z.B. «Scintilla» sowie «Big Star») – im Jahre 2006 dürfte «Generali» der bis anhin prominenteste Börsenabgang sein⁴⁵.

2.2. Börsen-Situationen

a. Schweiz

aa. Entwicklungen und Grundlagen

Die ersten *Effektenbörsen in der Schweiz* wurden im Vergleich zum Ausland erst *relativ spät gegründet*, nämlich in den Jahren 1850 (Genf), 1876 (Basel) sowie 1877 (Zürich)⁴⁶. Zur Anwendung gelangten *kantonale* Rechtserlasse. Die total sieben kantonalen Ringbörsen verfügten über unterschiedliche Zulassungsordnungen sowie Kotierungsreglemente (d.h. es bestand eine Art

«kantonales Kotierungsrecht»), die im *Jahre 1987* schliesslich in Basel, in Genf und in Zürich *vereinheitlicht* wurden⁴⁷ – diese früheren Ordnungen spielen heute zwangsläufig keine Rolle mehr⁴⁸.

Über Jahrzehnte hinweg – notabene schon seit dem Jahre 1891 – gab es Bemühungen zur *Vereinheitlichung* des Börsenrechts auf *Bundesebene*, die indes immer wieder scheiterten⁴⁹. In den 1980er- bzw. 1990er-Jahren gelang schliesslich das rechtspolitische Vorhaben eines Eidgenössischen Börsenrechts, und das *Börsen- und Effektenhandelsgesetz* (BEHG), das zum *Ende der kantonalen Börsen* führte, trat in den Jahren 1997/1998 in Kraft⁵⁰.

Börsen als Handelsplattformen sind in der Schweiz *bewilligungspflichtig* (Art. 3 BEHG). Bewilligungsbehörde ist gemäss Art. 3 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 34 ff. BEHG die börsenrechtliche Aufsichtsbehörde, also die *Eidgenössische Bankkommission* (EBK). Die EBK hat bis anhin zwei entsprechende Bewilligungen erteilt, so dass es heute *zwei Börsen* in der Schweiz gibt⁵¹, nämlich (i) die *SWX Swiss Exchange* in Zürich sowie – oftmals fast etwas vergessen – (ii) die *BX Berne eXchange* in Bern⁵². Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass es ausserhalb der Börsen einen formalisierten *ausserbörslichen Handel* gewisser Aktien gibt⁵³.

Die schweizerischen Börsen basieren im Wesentlichen auf einer *Selbstregulierung* (Art. 4 BEHG). In diesem Zusammenhang haben sie jeweils ein «Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel» zu erlassen (Art. 8 Abs. 1 BEHG), das von der *EBK* zu *genehmigen* ist (Art. 4 Abs. 2 BEHG). Die beiden Börsen in der Schweiz haben auf dieser Grundlage ihre sog. *Kotierungsreglemente* – und ausserdem weitere *Zusatzreglemente* für einzelne Segmente des Börsenhandels – erlassen⁵⁴ und von der EBK genehmigen lassen.

³⁸ NZZ Nr. 143 (2006), 31 («Drei aufgeschobene Börsengänge in Mailand»); ausserdem: «Pirelli Tyre»: NZZ Nr. 151 (2006), 14.

³⁹ JOEL MILLMAN/GERALDO SAMOR, Zweifel über weitere Börsengänge, SHZ vom 21. – 27. Juni 2006, 33.

⁴⁰ NZZ Nr. 156 (2006), 28: «Weltweit wurden in diesem Jahr bereits über 55 Initial Public Offerings (IPO) zurückgezogen, allein 19 davon im Juni» («Zwischen schleppenden Börsengängen und Fusionseuphorie»).

⁴¹ GARBIELA WEISS, Der zehnte Neuling, SHZ vom 16. November 2005, 30. Zwei «Tech-Börsengänge» des letzten Jahres – nämlich «Esmertec» sowie «ADB» – haben indes in letzter Zeit für *negative Schlagzeilen* gesorgt: BEAT D. HEBEISEN, Viele haben Lehren aus dem Fall Esmertec zu ziehen, F&W vom 28. Januar 2006, 23; CORINA DRACK, Harsche Reaktion der ADB-Aktionäre, F&W vom 1. Juli 2006, 25; ausserdem ein «Verweis» der SWX: http://www.swx.com/media_releases/2006/media20060905_de.pdf.

⁴² ANDREAS MÜLLER, Drei Neue in einer Woche, CASH vom 29. Juni 2006, 41; PETER HODY, Start in bessere Börsenzeiten, SHZ vom 28. Juni – 4. Juli 2006, 31.

⁴³ DANIEL HÜGLI, Flugzeugtechniker auf dem Sprung, SHZ vom 5. – 11. Juli 2006, 9.

⁴⁴ Das lange Zeit erwartete (und zumindest von der IPO-Branche erhoffte) «Gross-IPO» der «Winterthur-Versicherungen» wurde durch den Verkauf an die französische AXA-Gruppe obsolet.

⁴⁵ Die «Hexagon» übernahm – als Beispiel erwähnt – im letzten Jahr die Aktienmehrheit der «Leica Geosystems»; nachdem 98,5% der Aktien erworben waren, leitete «Hexagon» im Hinblick auf die Dekotierung von «Leica Geosystems» ein Kraftloserklärungsverfahren ein: F&W vom 9. August 2006, 3.

⁴⁶ Zu diesen frühen Entwicklungen: KUNZ (FN 17), § 3 N 199 ff.; zur früheren «Zürcher Börse»: ALBERT KOLB, Vorbörse – Inoffizieller Handel an der Zürcher Effektenbörse, Diss. Zürich 1989, 3 ff.

⁴⁷ Hinweise: HEINRICH HENCKEL VON DONNERSMARCK, Die Kotierung von Effekten, Diss. Fribourg 1996, 67 f. m.w.H.

⁴⁸ KUNZ (FN 17), § 7 N 22.

⁴⁹ Illustrativ: HANS-DIETER VONTOBEL, Kritische Bemerkungen zum Recht der Schweizerischen Effektenbörse, Diss. Zürich 1972, 3 ff.; DERS., Das schweizerische Börsenrecht – Eine Standortbestimmung, SAG 46 (1974), 12 ff.; URS NÖTHIGER, Börsengesetzgebung in der Schweiz und in Deutschland, Diss. Bern 1982, 1 ff.

⁵⁰ Historie: KUNZ (FN 17), § 3 N 202 ff. m.w.H.

⁵¹ Vgl. dazu hinten I. 2. 2.2. bb/cc.

⁵² Im Vordergrund des Publikumsinteresses (z.B. Medien, Finanzanalysten sowie Anleger) steht sicherlich die SWX Swiss Exchange, an der im Vergleich zur BX Berne eXchange u.a. die *Anforderungen* an die Kotierung sowie an die Aufrechterhaltung der Kotierung *höher* sind.

⁵³ Da der *seit Beginn der 1970er-Jahre* existierende ausserbörsliche Handel von nichtkotierten Aktien *keine Börse* darstellt, besteht *keine EBK-Aufsicht*: RALF GLEISBERG/PHILIP RÖTHELI, Attraktiver ausserbörslicher Handel – Erwartetes Interesse trotz fehlender Transparenz, NZZ Nr. 264 (2005), 31.

⁵⁴ Die beiden Reglemente finden sich auf dem *Internet* wie folgt – (i) Kotierungsreglement der *SWX Swiss Exchange* (KR): http://www.swx.com/download/about/publications/rules_listing_de.pdf; (ii) Kotierungsreglement der *BX Berne eXchange* (KR BX): <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KR.pdf>.

bb. SWX Swiss Exchange (Schweizer Börse)

Die *SWX Swiss Exchange* (SWX) wird im allgemeinen Bewusstsein als die «Schweizer Börse»⁵⁵ schlechthin wahrgenommen und existiert seit dem «Big Bang» vor zehn Jahren⁵⁶. Die gewichtigsten schweizerischen Gesellschaften haben ihre Beteiligungspapiere – nicht immer: ausschliesslich – am (i) «Hauptsegment» kotiert; daneben verfügt die SWX über *weitere Handelssegmente*, nämlich z.B. für (ii) «Investmentgesellschaften», für (iii) «Immobilien-gesellschaften» sowie für (iv) «SWX Local Caps» – für diese weiteren Segmente wurden *Zusatzreglemente* erlassen⁵⁷, die das *KR segmentsspezifisch ergänzen*.

Börsen haben sich eine für die Bewältigung ihrer Aufgaben *angemessene Organisation* zu geben⁵⁸. Der Verein «SWX Swiss Exchange»⁵⁹, dem Banken-institute als Mitglieder angehören, ist einziger Aktionär der *Aktiengesellschaft* «SWX Group»⁶⁰, die als Holding-gesellschaft zwar nicht operativ tätig ist, indes die strategische Führung wahrnimmt. Dieser Gesellschaft gehören sämtliche Aktien der *Aktiengesellschaft* «SWX Swiss Exchange AG»⁶¹, der «EXFEED AG» sowie ein Drittel der «STOXX Limited». Die Börsenaktivitäten, also das Kerngeschäft der SWX, liegen bei der «SWX Swiss Exchange AG», die 100% an der sog. «virt-x» sowie 50% an der «Eurex Zürich» hält⁶².

Für die Regelsetzung im Bereich der Kotierung ist die fünfzehnköpfige *Zulassungsstelle* der SWX zuständig⁶³. Sie ist befugt, einen Teil ihrer Kompetenzen an einen *Ausschuss*, bestehend aus fünf Mitgliedern, zu delegieren. Die Umsetzung der Bestimmungen der Reglemente in der Praxis, insbesondere die Zulassung neuer Emittenten und Produkte, liegt weitgehend in der Verant-

wortung des Ausschusses, der als exekutiv tätiges Organ vorgesehen ist.

In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass ein Emittent *keinen Anspruch* hat auf die Zuteilung seiner Effekten in ein bestimmtes Kotierungs- oder Handelssegment⁶⁴. In welchem Segment ein Emittent kotiert wird⁶⁵, entscheidet gemäss Art. 2 Abs. 2 KR die Zulassungsstelle⁶⁶. Deren *Geschäftsstelle*, die sämtliche Geschäfte der Zulassungsstelle und des Ausschusses sowie einen Grossteil der Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Kotierung vorbereitet, ist bei der SWX angesiedelt⁶⁷.

Wichtig für die börsenrechtliche Meldepflicht der Publikumsaktionäre (Art. 20 BEHG) ist die *Offenlegungsstelle* der SWX⁶⁸, die als Abteilung im Geschäftsbereich Zulassung der SWX fungiert und der EBK-Aufsicht untersteht. Die Offenlegungsstelle hat die Aufgabe, Meldungen entgegenzunehmen, Ausnahmen und Erleichterungen von der Meldepflicht zu gewähren und Vorabentscheide über den Bestand oder Nichtbestand einer Meldepflicht zu fällen⁶⁹.

An der «virt-x»⁷⁰ sind die Gesellschaften zugelassen, die zum sog. *Swiss-Market-Index* (SMI) – oftmals etwas trivialisiert als «Smiley» – der SWX gehören⁷¹, d.h. die «Blue Chips»; die SMI-Zugehörigkeit ist nicht arbiträr, sondern spezifisch geregelt⁷². Die «virt-x» ist eine nach

⁵⁵ Erste Übersicht: KUNZ (FN 17), § 6 N 50 ff. m.w.H.

⁵⁶ Zur SWX-Geschichte und zur «vor-SWX-Geschichte»: RICHARD T. MEIER/TOBIAS SIGRIST, *Der helvetische Big Bang – Die Geschichte der SWX Swiss Exchange*, Zürich 2006, 9 ff.

⁵⁷ Internet: http://www.swx.com/download/admission/regulation/rules/addrules_invcomp_de.pdf (Investmentgesellschaften), http://www.swx.com/download/admission/regulation/rules/addrules_realestate_de.pdf (Immobilien-gesellschaften) sowie http://www.swx.com/download/admission/regulation/rules/addrules_lc_de.pdf (SWX Local Caps); zudem: KUNZ (FN 17), § 7 N 22 ff. (obsolet das *New Market Segment*: a.a.O. N 30 f.).

⁵⁸ PETER NOBEL, *Finanzmarktrecht*, 2. Aufl., Bern 2004, § 10 N 26.

⁵⁹ Aufgrund der Vereinsstruktur der SWX Swiss Exchange verfügt jedes Mitglied über eine Stimme.

⁶⁰ Der Verwaltungsrat der SWX Group besteht aus insgesamt 14 Mitgliedern, die mehrheitlich im Bankensektor tätig sind. Zur Organisation der SWX Group: http://www.swx.com/swx/organisation_de.html.

⁶¹ Der Verein SWX Swiss Exchange und die SWX Swiss Exchange AG sind dabei strikt auseinander zu halten.

⁶² MEIER/SIGRIST (FN 56), 201; http://www.swx.com/onegroup/images/group/swx_group_holding_structure_de.png.

⁶³ Art. 16 der Statuten der SWX Swiss Exchange; zu den Rekursinstanzen der SWX im Zusammenhang mit Verstössen gegen das Kotierungsreglement: http://www.swx.com/admission/board/appeal_de.html.

⁶⁴ Die SWX kennt folgende Segmente: Hauptsegment, «EU-kompatibles» Segment der SWX, SWX Local Caps, Investmentgesellschaften, Immobilien-gesellschaften, Anlagefonds.

⁶⁵ Effekten, die dem SMI angehören, werden auf der Handelsplattform der Londoner «virt-x» gehandelt.

⁶⁶ DANIEL KEIST/JACQUELINE MORARD/ROLAND MAURHOFER, *Kotierungsrecht der SWX. Neue Regularien und Ausblick*, ST 8/2006, 39.

⁶⁷ Hierzu: http://www.swx.com/admission/board/board_de.html.

⁶⁸ Die Offenlegungsstelle wurde im Zuge der Einführung der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG geschaffen.

⁶⁹ Hierzu: http://www.swx.com/admission/being_public/disclosure/board_de.html.

⁷⁰ Webpage: <http://www.virt-x.com/index.html>; PETER NOBEL/MICHAEL BLAIR/THOMAS SCHÖNHOLZER, *virt-x: a real European Stock Exchange, Legal Framework and Specific Questions*, SZW 73 (2001), 217 ff.; RALPH MALACRIDA, *New Market Misconduct Rules for virt-x Participants – Will the Swiss have to play Cricket?*, AJP 10 (2001), 802 ff.; ZBINDEN (FN 5), 210 ff.

⁷¹ Zurzeit gehören 27 *Valoren* von 26 Publikums-AG zum SMI, wobei *zehn Valoren* davon fast 90% der Marktkapitalisierung bzw. sogar lediglich *fünf Valoren* knapp 75% der SMI-Gewichtung ausmachen (nämlich: «Novartis» [18%], «Nestlé» [16,8%], «Roche» [16,1%], «UBS» [13%] sowie «Credit Suisse Group» [8%]): NZZ Nr. 248 (2005), 20 sowie NZZ Nr. 177 (2006), 27.

⁷² Die Kriterien finden sich in einem SWX-Reglement: http://www.swx.com/download/trading/products/indices/stock_indices/smi/smifamily_indexrules_de.pdf; massgeblich sind nebst dem *Unternehmenssitz in der Schweiz* insbesondere die *Gesamtkapitalisierung* sowie die *Liquidität*. Die *Neuaufnahmen* (z.B. «Nobel Biocare» oder «Logitech») in den SMI bzw. die «*Rausfälle*» (z.B. «Kudelski») aus dem SMI sind beliebte Themen der Wirtschafts-medien; hierzu etwa: FREDY GILGEN, *Alte Favoriten machen das Tempo – Novartis, Nestlé und Roche nähern sich ihrer Bestform und stützen so den SMI*, CASH vom 27. Oktober 2005, 35.

englischem Recht lizenzierte Börse, untersteht als «*recognised investment exchange*» (RIE) britischem Recht und wird von der *Financial Services Authority* (FSA) überwacht. Die Besonderheit besteht darin, dass die *regulatorischen* Rahmenbedingungen für die Kotierung durch die *jeweils zuständige Behörde* des betreffenden Landes bestimmt werden – für die in der Schweiz kotierten Titel gilt daher das Kotierungsreglement der SWX⁷³.

Das *Kotierungsreglement* der SWX regelt u.a. die Voraussetzungen für die *Kotierung* (Art. 5 ff. KR), das *Kotierungsverfahren* (Art. 50 ff. KR)⁷⁴ sowie die Bedingungen für die *Aufrechterhaltung* der Kotierung (Art. 64 ff. KR). Ausserdem sieht das Kotierungsreglement ein spezifisches *Sanktionenregime* (Art. 81 ff. KR) vor⁷⁵ – eine mögliche Sanktion ist die Streichung der Kotierung, d.h. die sog. *disziplinarische Dekotierung* (Art. 82 Ziff. 6 KR)⁷⁶.

Des Weiteren enthält das Kotierungsreglement eine Ordnung zur ordentlichen Streichung der Kotierung – oder: zur sog. *regulären Dekotierung*, die im Folgenden⁷⁷ interessiert: «Die Zulassungsstelle kann die Kotierung eines Valors (...) streichen: (...) auf *begründetes Gesuch* eines (...) *Emittenten* hin, wobei die Zulassungsstelle die Interessen des *Börsenverkehrs*, der *Anleger* und des *Emittenten* berücksichtigt. Sie kann namentlich die rechtzeitige Ankündigung und ausreichende Fristen bis zur Dekotierung zur Auflage machen» (Art. 80 Ziff. 1 KR)⁷⁸; die Details finden sich in einer spezifischen *Richtlinie* der SWX⁷⁹.

cc. BX Berne eXchange (Berner Börse)

Die *BX Berne eXchange* (BX)⁸⁰ verfügt als zweite Börse in der Schweiz ebenfalls über eine EBK-Börsenbewilligung. Die BX gilt als «Regionalbörse» und wird nicht selten in der börsen- und kotierungsrechtlichen Diskussion *etwas vernachlässigt* – m.E. zu Unrecht. Historisch entstand die BX aus der *Telephonischen Börse Bern*

(TBB)⁸¹, deren Umsatz nach Inkrafttreten des BEHG um mehr als 90% einbrach; nichtsdestotrotz erstarkte der «Berner Börsenplatz» in den letzten Jahren wiederum, so dass die *Zukunft der BX gesichert* scheint⁸².

Der Berner Börsenverein⁸³ bezweckt die Organisation⁸⁴ einer Effektenbörse – nämlich der *BX* – und die Förderung eines regelmässigen Handels von Effekten auf dem Platz Bern⁸⁵. Effekthändler, welche über eine Bewilligung der EBK verfügen, können gemäss Art. 4 Abs. 1 der Statuten die Mitgliedschaft⁸⁶ beantragen⁸⁷. Der Verein verfügt über eine *Generalversammlung*, die den *Vorstand*, das *Schiedsgericht* sowie die *Revisionsstelle* wählt.

Den organisatorischen Aufbau des Berner Börsenvereins legt das *Organisationsreglement* fest⁸⁸, worin auch die Kompetenzverteilung zwischen den einzelnen Organen – soweit nicht in den Statuten geregelt – niedergelegt ist.

Der dreiköpfige *Vorstand* erlässt zur Regelung der internen Organisation⁸⁹ des Berner Börsenvereins eine *Geschäftsordnung*⁹⁰ und ist zuständig für die Festsetzung der Richtlinien für die Geschäftspolitik. Er behandelt alle Geschäfte, die Gegenstand der Beschluss-

⁸¹ Detaillierter: KUNZ (FN 17), § 6 N 65 m.w.H.

⁸² Die BX Berne eXchange ist längst nicht mehr nur ein geeigneter Platz für «*Berner Regionalvaloren*», sondern gilt für einige aktuelle Emittenten bzw. für Börsenkandidaten als *ideale Vorbereitung* für einen allfälligen späteren «Wechsel» an die SWX Swiss Exchange. Zudem sind beispielsweise die Titel der *Valiant-Bankengruppe* sowohl an der BX Berne eXchange als auch an der SWX Swiss Exchange kotiert. Im Jahre 2005 wurden die Titel von «3S Swiss Solar Systems» kotiert, im Jahre 2006 sollen (ohne IPO) hinzukommen «Thurella», «Hochdorf» und «Biella»: CHRISTOPH GISIGER, *Berner Börse erfreut sich steigender Anziehungskraft – Totgesagte leben länger – Drei Neuzugänge mit Signalwirkung – Versuchsfeld für künftige SWX-Gesellschaften*, F&W vom 28. Juni 2006, 22. Als «Sorgenkind» erweist sich seit längerer Zeit der «*Mystery Park*». Übersicht zu den Emittenten: <http://www.berne-x.com/emittenten/default.asp?nav=6>.

⁸³ Der Berner Börsenverein ist ein *Verein* gemäss Art. 60 ff. ZGB mit Sitz in Bern.

⁸⁴ Zur *Organisation*: http://www.berne-x.com/berner_boerse/organisation.asp?nav=2200.

⁸⁵ Art. 2 der Statuten des Berner Börsenvereins. Im Internet: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-Statuten.pdf>.

⁸⁶ Der Berner Börsenverein weist folgende Mitgliedbanken auf: ABN AMRO Bank (Schweiz) AG, Bank Julius Bär & Co. AG, Banque Du Bois AG, Berner Kantonalbank BEKB, Coutts Bank von Ernst AG, CSPB (Credit Suisse Private Banking), DC BANK (Deposito-Cassa der Stadt Bern), UBS AG, Valiant Bank, Valiant Privatbank AG. Vertragspartner sind die Bank EEK, die Privatbank von Grafenried AG sowie die Swissquote Bank.

⁸⁷ Die Mitglieder sind verpflichtet, die Vorschriften des BEHG und die Vorschriften und Reglemente des Berner Börsenvereins zu befolgen sowie sich den Entscheiden der Rekursinstanzen zu unterziehen (Art. 10 Abs. 1 der Statuten).

⁸⁸ Hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-OrganisationsReglement.pdf>.

⁸⁹ Der Vorstand ist für die Einstellung und Abberufung des Geschäftsführers zuständig und übt die Oberleitung sowie die Aufsicht und Kontrolle über dessen Tätigkeit aus.

⁹⁰ Art. 1 Abs. 3 des Organisationsreglements.

⁷³ Hierzu: http://www.swx.com/group/companies/virt-x_de.html.

⁷⁴ Es ist eine besondere *Richtlinie betr. Einreichung des Kotierungsgesuchs* basierend auf Art. 50 KR zu beachten: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20040101-1_de.pdf.

⁷⁵ Allg.: VITO ROBERTO, SWX-Sanktionen und die Folgen für Unternehmen und Manager, in: Waldburger/Baer/Nobel/Bernet (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts*, Festschrift für Peter Nobel, Bern 2005, 593 ff.

⁷⁶ Die im Rahmen dieser Ausführungen interessierende Streichung der Kotierung ist aber *nicht* die *Dekotierung als Sanktion* (Art. 82 Ziff. 6 KR), sondern vielmehr die auf Gesuch eines Emittenten hin erfolgende *reguläre Dekotierung* (Art. 80 Ziff. 1 KR).

⁷⁷ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.2./1.3.

⁷⁸ Detailliert: KOHLIK (FN 14), 242 ff., v.a. 247 ff.

⁷⁹ Auf der Basis von Art. 80 Ziff. 1 KR hat die SWX eine spezifische *Richtlinie betr. Dekotierung von Valoren* erlassen: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20010101-1_de.pdf.

⁸⁰ Hierzu: www.berne-x.com.

fassung durch die Generalversammlung sind und erlässt unter anderem das Mitgliederreglement⁹¹, das Handelsreglement⁹², das Kotierungsreglement⁹³ sowie das Beschwerdeinstanzreglement⁹⁴. Zusätzlich ist der Vorstand zuständig für die Wahl der Mitglieder der Zulassungsstelle, des Leiters der Überwachungsstelle⁹⁵ sowie der Mitglieder der unabhängigen Beschwerdeinstanz.

Die Organisation der Zulassungsstelle ist in Art. 3 des Organisationsreglements geregelt. Sie besteht aus drei Mitgliedern, deren Amtszeit vier Jahre beträgt. Die Zulassungsstelle entscheidet über die Zulassung von Effekten zum Handel an der BX aufgrund des Kotierungsreglements⁹⁶.

Die Tätigkeit der Offenlegungsstelle ist gemäss Art. 6 des Organisationsreglements⁹⁷ in einem besonderen Reglement niedergelegt⁹⁸. Organisatorisch ist sie der Zulassungsstelle und der Geschäftsstelle zugeordnet⁹⁹. Sie bearbeitet Gesuche um Ausnahmen und Erleichterungen sowie um Vorabentscheide im Rahmen der Offenlegungspflicht gemäss Art. 20 BEHG und Art. 9 ff. der BEHV-EBK. Insbesondere hat sie die Veröffentlichung von Meldungen über Beteiligungen zu überwachen¹⁰⁰.

Die Überwachungsstelle überwacht schliesslich die Durchführung der Kontrollfunktionen der Börse gegenüber den Mitgliedern und Vertragspartnern. Gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b des Organisationsreglements überprüft sie die von anderen Börsenorganen oder von Dritten erhaltenen Hinweise auf vermutete Insidergeschäfte, Kursmanipulationen, andere Gesetzesverletzungen und sonstige Missstände¹⁰¹.

Das Kotierungsreglement der BX (KR BX) regelt – ähnlich wie das KR der SWX – die Voraussetzungen für

die erstmalige Kotierung (Art. 4 ff. KR BX)¹⁰², das Zulassungsverfahren (Art. 8 ff. KR BX)¹⁰³ sowie die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung (Art. 16 ff. KR BX).

Eine Streichung der Kotierung ist sowohl als *disziplinarische Dekotierung* (Art. 23 Abs. 1 KR BX) als auch als *reguläre Dekotierung* vorgesehen; im letzteren Fall wird ein Valor von der Zulassungsstelle der BX gestrichen «auf begründetes Gesuch eines (...) Emittenten hin, wobei die Zulassungsstelle die Interessen des Börsenverkehrs und der Anleger und gegebenenfalls des Emittenten berücksichtigt. Ist die Dekotierung vom Emittenten auf das Jahresende bzw. auf einen bestimmten Stichtag geplant, beträgt die Kündigungsfrist drei Monate und muss vom Verwaltungsrat bestätigt werden»¹⁰⁴.

b. Internationale Börsenkonsolidierungen

Seit Jahren findet ein *grundlegender Wandel in der «Börsenlandschaft»* statt, indem die Börsen selber oftmals als Publikumsgesellschaften ausgestaltet sind¹⁰⁵, d.h. sie können somit ebenfalls zum *Objekt von Kontrollübernahmen* («friendly» oder «unfriendly») werden¹⁰⁶. U.a. angesichts der zunehmender Globalisierung des Aktienhandels sowie des steigenden Kostendrucks in Bezug auf das Betreiben¹⁰⁷ von Börsen werden seit einiger Zeit immer wieder Kooperationen sowie *Konsolidierungen von Börsen* diskutiert¹⁰⁸ – gerade in jüngster Zeit¹⁰⁹:

US-Amerikanische Börsen – v.a. die *New York Stock Exchange* (NYSE)¹¹⁰ sowie *Nasdaq*, eine bekannte «Technologiebörse»¹¹¹ – haben ihre Augen auf «euro-

⁹¹ Hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-MR.pdf>.

⁹² Reglement über den Effektenhandel an der BX Berne eXchange: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-HR.pdf>.

⁹³ Hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-KR.pdf>.

⁹⁴ Hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-BeschwInstanzReglement.pdf>.

⁹⁵ Die Wahl des Leiters der Überwachungsstelle und der Mitglieder der unabhängigen Beschwerdeinstanz bedarf der Genehmigung durch die EBK (Art. 1 Abs. 5 lit. b i.V.m. Art. 4 Abs. 1 des Organisationsreglements bzw. Art. 1 Abs. 5 lit. c des Organisationsreglements i.V.m. Art. 2 Abs. 2 des Reglements für die Beschwerdeinstanz des Berner Börsenvereins vom 11. September 1998).

⁹⁶ Art. 3 Abs. 4 des Organisationsreglements.

⁹⁷ Die BX Berne eXchange ist gestützt auf Art. 22 BEHV-EBK dazu verpflichtet, eine Offenlegungsstelle zu betreiben.

⁹⁸ Reglement für die Offenlegungsstelle der BX Berne eXchange vom 14. Juni 2002; hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-OffenlegungsstelleReglement.pdf>.

⁹⁹ Ziff. 3.1 des Reglements für die Offenlegungsstelle.

¹⁰⁰ Ziff. 1.2 und 1.3 des Reglements für die Offenlegungsstelle.

¹⁰¹ Darüber hinaus ist sie Anlaufstelle für Mitglieder, Vertragspartner und Dritte, falls diese Beschwerden gegen die Geschäftsstelle sowie gegen Mitglieder und Vertragspartner oder deren Händler vorbringen.

¹⁰² *Keine Kotierung* stellt das «Zweitlisting» an der BX Berne eXchange dar, das in einem separaten «Zweitlisting-Segment» vorgenommen wird (Reglement vom 1. Januar 2004): <http://www.berne-x.com/PDF/BX-ZLS-Reglement.pdf>.

¹⁰³ Hierzu: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KOTGES-MUST.pdf> (Muster-Kotierungsgesuch) sowie <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KI-MUST.pdf> (Muster-Kotierungsinserat) sowie schliesslich <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KPR-MUST.pdf> (Muster-Kotierungsprospekt).

¹⁰⁴ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.2.

¹⁰⁵ Börsen waren früher oftmals als *Vereine bzw. vereinsähnlich* organisiert, d.h. sie mussten zuerst in *Körperschaften* (z.B. in AG) umgewandelt werden – und im Anschluss wurden *deren Beteiligungspapiere* (z.B. die Aktien) *kotiert*.

¹⁰⁶ Aktionäre in Privatunternehmen (z.B. in «privatisierten» Börsen) sind regelmässig gewinnorientiert, was verschiedenen «aggressiven» *Investoren in Börsen* (Hedge Funds, Venture Capitalists etc.) den *Vorwurf von «Heuschrecken»* einbrachte.

¹⁰⁷ Insbesondere die *Technologie-Infrastruktur* (z.B. IT) erweist sich bei den Börsen als *sehr teuer*.

¹⁰⁸ Eine Grundvoraussetzung in diesem Zusammenhang ist meistens, dass die «Geschäftsmodelle» *kompatibel* sind – z.B. erweist sich das sog. «Silo-Modell» (also: Handel, Abwicklung bzw. Clearing/Settlement unter «einem Dach») der Deutschen Börse bei verschiedenen Börsen als inkompatibel, und schliesslich bestehen *wettbewerbsrechtliche Bedenken*.

¹⁰⁹ Lesenswert der Zeitungskommentar in NZZ Nr. 83 (2006), 23: «Die schwierige Suche nach dem besten Börsenmodell».

¹¹⁰ NYSE: <http://www.nyse.com/>.

¹¹¹ Nasdaq: <http://www.nasdaq.com/>.

päische Börsen» geworfen. Im Vordergrund steht *Euronext*, eine «Mehrländerbörse»¹¹²; die NYSE machte – mit Zustimmung von Euronext – ein öffentliches Übernahmeangebot, doch als Konkurrenzbieter trat die *Deutsche Börse* auf¹¹³. Im Prinzip unabhängig von dieser Transaktion erwarb Nasdaq auf dem Markt eine grosse Beteiligung (mehr als 20% des Aktienkapitals) an der *London Stock Exchange* (LSE)¹¹⁴. Die Deutsche Börse spricht alternativ mit anderen Börsen (z.B. der Borsa Italia, der Chicago Mercantile Exchange – und der SWX). Es dürfte ein *heisser Herbst/Winter 2006* werden.

Die SWX ist (noch) nicht an vorderster Front in die Konsolidierungen involviert, sondern scheint eine *abwartende Haltung* einzunehmen. In Strategiediskussionen zur Zukunft der SWX werden offensichtlich insbesondere *vier Optionen* debattiert¹¹⁵, nämlich (i) ein gänzlicher «*Alleingang*», (ii) eine «*vertikale Integration*» (gelegentlich als «Finanzplatzholding Schweiz» bezeichnet – also: Fusion von SWX, SIS SegIntersettelle¹¹⁶ sowie Telekurs¹¹⁷)¹¹⁸, (iii) eine bzw. mehrere «*horizontale Kooperation(en)*» oder schliesslich (iv) eine «*Fusion*» von Börsen¹¹⁹.

Diese Börsenkonsolidierungen, deren definitiven Ausgestaltungen zurzeit nicht feststehen bzw. nicht einmal absehbar sind, werden *unmittelbare Auswirkungen* auf die anwendbaren Kotierungs- sowie Dekotierungsordnungen in der Schweiz und im Ausland haben. Kapitalmarktrechtler – Praktiker wie Theoretiker – sind deshalb gut beraten, den anstehenden «*Börsen-Szenenwechsel*» sowie die Änderungen im nationalen und internationalen «Kotierungsrecht» *genau zu beobachten*.

3. Theoretische Grundlagen für Publikumsge-sellschaften – «exit» und «voice»

3.1. Konzeptionelles

Jeder Investor – nicht zuletzt ein (*Publikums-*)*Aktionär* – ist mit einer zentralen *Basis-Frage* zu seiner Anlage konfrontiert: «Will ich (i) über das Verwenden meines Geldes *mitentscheiden* (d.h. sind mir also Stimmrechte etc. wichtig – sog. «*voice*»-*Variante*), oder ist es für mich entscheidender, dass ich (ii) die konkrete Investition *jederzeit versilbern* (z.B. mittels «Rückgaberecht» oder Börsenverkauf – sog. «*exit*»-*Variante*) kann»¹²⁰? Dies gilt nicht nur für die USA¹²¹, sondern ebenfalls für die Schweiz¹²². Zum ökonomischen Modell:

«When the management of a corporation deteriorates, the first reaction of the best-informed stockholders is to look around for the stock of better-managed companies. In thus orienting themselves toward exit, rather than toward voice, investors are said to follow the Wall Street rule that if you do not like the management you should sell your stock.» Naturally it is not so much the Wall Street rule that is at fault as the ready availability of alternative investment opportunities in the stock market which makes any resort to voice rather than to exit unthinkable for any but the most committed stockholder»¹²³.

Dieser konzeptionelle Gedanke kam in einer «*dissenting opinion*» von Justice *Scalia* am *U.S. Supreme Court* teils plakativ zum Ausdruck:

«[I]n joining such an association [sc. eine «public corporation»], the shareholder knows that management may take any action that is ultimately in accord with what the majority (or a specified super-majority) of the shareholders wishes, so long as that action is designed to make a profit. That is the deal. (...) His only protections against such assaults (...) are (1) his ability to persuade a majority (or the requisite minority) of his fellow shareholders that the action should not be taken, and ultimately (2) his ability to sell his stock»¹²⁴.

Es besteht *keine fixe Korrelation* zwischen «*exit*» und «*voice*». Immerhin kann m.E. in etwa festgehalten werden: Je weniger «*exit*», desto mehr «*voice*» (und *vice versa*). Dies kommt gerade bei *Kompensationen* – insbe-

¹¹² Euronext: <http://www.euronext.com/home/0,3766,1732,00.html>; Euronext als «*Vierländerbörse*» betreibt die Börsen in *Paris*, in *Amsterdam*, in *Brüssel* sowie in *Lissabon*.

¹¹³ Deutsche Börse: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/home. Statt aller: SIMON PACKARD, Deutsche Börse increases pressure on Euronext, IHT vom 29. Juni 2006, 18.

¹¹⁴ LSE: <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/>.

¹¹⁵ Der neue VR-Präsident der SWX, *Peter Gomez*, gab in diesem Zusammenhang zahlreiche Interviews; als Auswahl: F&W vom 7. Juni 2006, 17/19; SHZ vom 7. – 13. Juni 2006, 29.

¹¹⁶ SIS: <https://www.sec.sisclear.com/sec/cm/index.htm>.

¹¹⁷ Telekurs: http://www.telekurs-financial.com/de/tkfich_index/tkfich_home.htm.

¹¹⁸ Im Prinzip geht es hierbei um ein *schweizerisches «Silo-Modell»*.

¹¹⁹ Offensichtlich sind in jüngster Vergangenheit *zwei weitere Optionen* hinzugekommen, nämlich (v) ein Zusammenschluss mit *anderen mittleren europäischen Börsen* (v.a. in Spanien oder in Italien) sowie (vi) eine *Kooperation bei verschiedensten Projekten* mit weiteren Börsenbetreibern: NZZ Nr. 197 (2006), 33 («Bei der Schweizer Börse herrscht keine Eile»).

¹²⁰ KUNZ (FN 7), 136 Fn. 1; Hervorhebungen im Original.

¹²¹ Vgl. dazu hinten I. 3. 3.2.

¹²² Vgl. dazu hinten I. 3. 3.3.

¹²³ ALBERT O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge 1970, 46; ähnlich in der Analyse für die Schweiz: KARL HOFSTETTER, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996), 224. Die *Publikums-AG* stehen jeweils im Vordergrund.

¹²⁴ *Austin v. Michigan Chamber of Commerce*, 494 U.S. 652, at 686 et seq., 110 S.Ct. 1391, at 1412, 108 L.Ed.2d 652, at 682 (1990) (Scalia, J., dissenting); Hervorhebungen hinzugefügt.

sondere bei der *Dekotierung* als einem nicht zu unterschätzenden *Abbau von «exit»* – zum Ausdruck¹²⁵.

3.2. USA

In den USA wird von den meisten gliedstaatlichen Gesellschaftsrechtsgesetzgebern¹²⁶, von den Gerichten sowie von der Lehre unterschieden zwischen sog. «*public companies*» und sog. «*close companies*». Es gilt die Regel, dass eine «*public company*» ist, was nicht unter «*close company*» fällt, und letztere wird etwa wie folgt zu umschreiben versucht:

«We deem a close corporation to be typified by: (1) a small number of stockholders; (2) no ready market for the corporate stock; and (3) substantial majority stockholder participation in the management, direction and operations of the corporation»¹²⁷.

Der zweite Aspekt dieser «Donahue-Definition», also das Fehlen eines Marktes für den Handel der Aktien (sc. «*no ready market*»), ist zentral¹²⁸, d.h. die «*exit*»-Variante ist relativiert.

Es wird in der rechtspolitischen Diskussion regelmässig davon ausgegangen, dass – mindestens im Prinzip – nur im Falle einer «*close company*» ein *gesellschaftsrechtlicher Minderheitenschutz* notwendig oder zu rechtfertigen sei¹²⁹. Für Investoren in «*public companies*» bzw. für Publikumsaktionäre wird in aller Regel ein Schutz abgelehnt, haben diese doch – anders als eben die Gesellschafter von «*close companies*» – die Möglichkeit, ihre Beteiligung zu «versilbern», insbesondere an der Börse zu verkaufen. Oder anders ausgedrückt¹³⁰: «Bei den «*public companies*» wird die faktisch inexistenten «*voice*»-Variante durch die «*exit*»-Variante kompensiert.»

3.3. Schweiz

«*Exit*» sowie «*voice*» stellen ebenfalls rechtspolitische und rechtstheoretische Themen in der Schweiz dar (und werden seit einigen Jahren ernsthafter diskutiert)¹³¹. Bei *Publikums-AG* verhält es sich nicht selten so, dass die «*voice*»-Variante faktisch beinahe bedeutungslos ist. Sozusagen als *Kompensation* gibt es in diesem Bereich

vom Konzept her eine *doppelte «exit»-Variante*, und zwar wie folgt:

- (i) Der Investor kann die Aktien im Prinzip jederzeit an der *Börse* verkaufen, und
- (ii) das neue Börsengesetz gewährt mit der sog. *Angebotspflicht* im Rahmen eines u.U. die Minderheitsaktionäre bedrohenden öffentlichen Kaufangebots (Art. 32 BEHG) eine Art *indirektes Austrittsrecht* des Publikumsaktionärs, zumindest sofern dieses Regime nicht statutarisch ausgeschlossen wurde durch die Gesellschaft («*opting out*»)¹³².

«Ganz ähnlich wie in den USA ist also bei börsenkotierten Aktien auch in der Schweiz das *Schutzbedürfnis* von Minderheitsaktionären *wesentlich geringer*, steht ihnen doch jederzeit die Möglichkeit offen, ihre Investition durch Börsenverkauf zu versilbern. Diese «*exit*»-Variante *kompensiert* somit bei Publikumsgesellschaften zu einem nicht unerheblichen Teil die faktischen Einschränkungen der «*voice*»-Variante. Damit wird aber dem Investoren- bzw. Minderheitenschutz – zumindest dem Grundsatz nach – durchaus Rechnung getragen»¹³³.

Die Mechanismen von «*exit*» und «*voice*» kommen aber nicht allein bei *bestehenden* Publikums-AG bzw. privaten AG zum Tragen, sondern gerade beim Übergang oder bei der *Transformation* (also: Kotierung sowie Dekotierung), d.h. diese beiden Konzepte bringen gewisse *Schutzmechanismen* für die Investoren im «*Kotierungsrecht*» einerseits und im (*Börsen*-)*Gesellschaftsrecht* andererseits. In diesem Zusammenhang ist festzuhalten, dass die Aktionärsgefährdung bei einer *Dekotierung* viel grösser ist – folglich muss der Schutzlevel erhöht sein¹³⁴.

II. Kotierung

1. Ablauf

1.1. Motive und Aktionärsgefährdungen

Eine Publikumsöffnung bzw. ein IPO stellt «eines der einschneidendsten Ereignisse in der Geschichte einer

¹²⁵ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.3.

¹²⁶ In den USA ist das *Gesellschaftsrecht* – anders als das Kapitalmarktrecht – nicht auf Bundesebene, sondern auf *Ebene der Gliedstaaten* geregelt.

¹²⁷ Donahue v. Rodd Electrotyp Company of New England, Inc., 328 N.E.2d 505, at 511 (Mass. 1975).

¹²⁸ Statt aller: WILLIAM S. HOCHSTETLER/MARK D. SVEJDA, *Statutory Needs of Close Corporations – An Empirical Study (...)*, 10 J.Corp.L. 881 – 885 (1985).

¹²⁹ Immerhin wird der *Schutz des Gesellschaftsrechts* ergänzt durch den *Schutz des Kapitalmarktrechts*, die nicht auf Gliedstaaten-ebene, sondern auf Bundesebene geregelt sind.

¹³⁰ KUNZ (FN 7), 139; Hervorhebungen im Original.

¹³¹ Detailliert schon: KUNZ (FN 17), § 4 N 22 ff. m.w.H.; DERS. (FN 7), 140 f.

¹³² Vgl. dazu hinten II. 3. 3.2. Zur «*Opting-Palette*» bei der *Angebotspflicht*: URS BERTSCHINGER, *Anlegerschutz im Recht der Aktiengesellschaft – eine finanzmarktrechtliche Perspektive*, in: Waldburger/Baer/Nobel/Bernet (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts*, Festschrift für Peter Nobel, Bern 2005, 485 ff.; zudem: DIETER DUBS/URS GASSER, *Zur (Un-)Zulässigkeit einer befristeten und individualisierten Opting-out-Klausel gemäss Börsengesetz*, SZW 73 (2001), 88 ff.

¹³³ KUNZ (FN 7), 140 f.; Hervorhebungen im Original. Ähnlich statt aller: ROLF WATTER, *Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht*, AJP 2 (1993), 125.

¹³⁴ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.3.

Unternehmung» dar¹³⁵. Die *Motive sind zahlreich* (z.B. Reputationssteigerung, Beteiligungsmöglichkeit der Angestellten) und können kaum standardisiert werden¹³⁶. Immerhin geht es – sozusagen als die beiden Pole der Motive – meist um die Finanzierung bzw. die *Kapitalbeschaffung* für eine Unternehmung¹³⁷ oder aber um die Möglichkeit einer *Desinvestition* («exit») von bisherigen Aktionären¹³⁸.

Eine *Aktionärsgefährdung* besteht – zumindest als Grundsatz – bei der *Kotierung nicht*, denn als Folge des Börsenganges wird die «exit»-Variante gestärkt, ohne die «voice»-Variante zu relativieren. Immerhin bestehen nichtsdestotrotz Ausnahmen und damit *Gefährdungen* beispielsweise in dreierlei Hinsicht:

- (i) «Grossaktionäre» werden nach einer Kotierung der Beteiligungspapiere insofern gegenüber den anderen Investoren in Publikums-AG sowie gegenüber privaten Aktionären «benachteiligt», als sie regelmässig gewisse *börsenrechtliche Pflichten* zu erfüllen haben¹³⁹.
- (ii) Ausserdem können «Kleinaktionäre» unter bestimmten Voraussetzungen aus der Publikums-AG «ausgeschlossen» werden (sog. «freeze-out»)¹⁴⁰.
- (iii) Bei einem *primary offering* schliesslich werden die Vermögensrechte der (Alt-)Aktionäre relativiert, indem ihnen bei der notwendigen Kapitalerhöhung¹⁴¹ das *Bezugsrecht entzogen* werden muss¹⁴². Diese Gefährdungen werden *cum grano salis kompensiert* im Kotierungsverfahren¹⁴³.

1.2. Technisches

a. Initial public offering (IPO)

Die Begriffe «Kotierung» einerseits und «*initial public offering*» oder «IPO»¹⁴⁴ andererseits sind entgegen einem weit verbreiteten Missverständnis *keine Synonyme*. Vielmehr stellt das Kotierungsprozedere einen *Teil* des umfassenden IPO-Prozederes dar, und die Kotierung ist schliesslich der *Höhepunkt* eines gelun-

genen IPO¹⁴⁵. Während das Kotierungsverfahren¹⁴⁶ im Wesentlichen als juristisch-technischer Akt bezeichnet werden kann, umfasst der Ablauf eines IPO zahlreiche zusätzliche, oftmals nicht-juristische Aspekte¹⁴⁷; auf einige ausgewählte Elemente eines IPO wird im Folgenden kurz verwiesen¹⁴⁸.

Es gibt *verschiedene IPO-Strukturen* – gewählt wird je nach Motivation¹⁴⁹, die mit dem Börsengang verbunden ist. Rechtliche Probleme werden bei allen Strukturen aufgeworfen¹⁵⁰. Während bei (i) einem sog. *primary offering* durch eine Kapitalerhöhung¹⁵¹ *neu geschaffene* Beteiligungspapiere im Publikum platziert werden¹⁵², veräussern bei (ii) einem sog. *secondary offering* bisherige Aktionäre *bereits bestehende* Beteiligungspapiere über einen Intermediär an das Publikum¹⁵³; ausserdem (iii) gibt es *IPO-Mischformen*, bei denen beide Strukturelemente erscheinen¹⁵⁴. Bei ausländischen Gesellschaften wird schliesslich zwischen *Primärkotierung* sowie *Sekundärkotierung* unterschieden¹⁵⁵.

Ein IPO läuft – etwas vereinfacht – meist in vier Phasen ab¹⁵⁶: Evaluation und Entwicklung als *Phase 1* («in-

¹³⁵ ZBINDEN (FN 5), 1.

¹³⁶ Als Übersicht etwa: ZBINDEN (FN 5), 16 ff.; KOHLIK (FN 14), 32 ff.

¹³⁷ Diese Motivation steht im Vordergrund bei den *primary offerings*: Vgl. dazu hinten II. 1. 1.2. a.

¹³⁸ Das «exit»-Motiv wird insbesondere beim *secondary offering* ersichtlich: Vgl. dazu hinten II. 1. 1.2. a.

¹³⁹ *Meldepflicht* gemäss Art. 20 BEHG sowie *Angebotspflicht* gemäss Art. 32 BEHG: Vgl. dazu hinten II. 3. 3.2.

¹⁴⁰ *Kraftloserklärung* gemäss Art. 33 BEHG: Vgl. dazu hinten II. 3. 3.2.

¹⁴¹ Vgl. dazu hinten II. 1. 1.2. a.

¹⁴² Vgl. dazu hinten II. 2. 2.3.

¹⁴³ Vgl. dazu hinten II. 1. 1.3.

¹⁴⁴ Eine *Legaldefinition für IPO* – anders als für die Kotierung – besteht *nicht*; immerhin spricht die SWX sozusagen *en passant* von «Börsengängen mit öffentlicher Aktienplatzierung» als «*initial public offerings*» bzw. «IPO»: Art. 17 Abs. 3 KR.

¹⁴⁵ Nicht selten werden IPO-Prozedere – aus unterschiedlichen Gründen – wieder abgebrochen, so dass es zu keiner Kotierung kommt; je nach dem Verfahrensstand kann dies zu erheblichen *Wellen in der Medienlandschaft* führen (z.B. beim abgebrochenen IPO der «Eichhof Holding AG» für ihr Tochtergruppe «Datacolor» im Jahre 2000).

¹⁴⁶ Vgl. dazu hinten II. 1. 1.2. b.

¹⁴⁷ Nebst *ökonomischen* sowie *banktechnischen* Überlegungen sollte die *Psychologie* niemals vergessen werden – es kann gelegentlich gewaltig «menscheln» in der Hektik eines IPO (sei es beim involvierten Management oder sei es bei den beteiligten Beratern). Ausserdem gilt es, sich Gedanken zu den *Steuern* zu machen: MARKUS R. NEUHAUS/BARBARA BRAUCHLI ROHRER, Steueraspekte eines Börsengangs, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 195 ff.; BARBARA BRAUCHLI ROHRER, Die steuerlichen Aspekte eines IPO, StR 2000, 709 ff.

¹⁴⁸ IPO sind *nie identisch*. Die *Motivationen* können sehr unterschiedlich sein: Vgl. dazu vorne II. 1. 1.1. Sobald aber der Entschluss zur Durchführung eines IPO gefasst wurde, verläuft das folgende Prozedere – mehr oder weniger – in *standardisierten* Bahnen.

¹⁴⁹ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.1.

¹⁵⁰ Übersicht: ROLF WATTER/THOMAS REUTTER, *Rechtsprobleme beim IPO*, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 1 ff., v.a. 5 f.; MATTHIAS STAEHELIN, *Unterschätzte Fallstricke beim Börsengang – Rechte und Pflichten der Aktionäre beim Börsengang*, ST 3/2006, 159 ff.

¹⁵¹ Es muss folglich das Problem des Bezugsrechtsausschlusses gelöst werden: Vgl. dazu hinten II. 2. 2.3.

¹⁵² D.h. die *Finanzierung durch Eigenkapital* (statt durch Fremdkapital) steht im Vordergrund.

¹⁵³ D.h. der «exit» der (Alt-)Aktionäre ist primäres Anliegen.

¹⁵⁴ Statt aller: ZBINDEN (FN 5), 10 f.

¹⁵⁵ Details: Rundschreiben Nr. 3 der Zulassungsstelle vom 1. Februar 2001, N 4 ff.

¹⁵⁶ Detailliert: FELIX M. HUBER, *IPO aus Bankensicht*, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 48 ff.; allg.: MARCO TREMONTE/ROLF WEILENMANN/PHILIPP HOFSTETTER, *Optimale Abwicklung eines Börsenganges – Zeitgemässe Durchführungskonzepte und Pricing-/Allokationsverfahren*, ST 1-2/2006, 32 ff.

vestment case» etc.); Vorbereitung und Strukturierung als Phase 2 (Emissionskonzept, *due diligence*, Prospekt etc.); Marketing, Preisfindung und Zuteilung als Phase 3 (*bookbuilding*¹⁵⁷, *roadshows*, etc.); Handel, Stabilisierung und «*aftermarket*» als Phase 4 («*over-allotment option*» bzw. «*greenshoe*»¹⁵⁸, etc.).

Der IPO-Prozess wird im Wesentlichen angetrieben durch eine (mehr oder weniger) *partnerschaftliche Kooperation* zwischen einerseits der prospektiven Publikums-gesellschaft als *Emittent* und andererseits einer Bank oder einem Bankenkonsortium als *underwriter* der IPO-Emission. In diesem Zusammenhang werden z.B. die folgenden Stichworte wichtig: *Underwriting agreement* zwischen Emittent und *underwriter*¹⁵⁹, verschiedene *due diligences* durch die Berater¹⁶⁰, *legal opinions* der Rechtsanwälte für die *legal due diligence*¹⁶¹, *comfort letters* durch anerkannte Revisions-gesellschaften¹⁶², *Aktienzuteilungspraxis* durch Lead Manager¹⁶³ – auf die Details kann nicht eingegangen werden.

¹⁵⁷ Allg.: URS KÄSER, Der Preisfindungsprozess beim Going Public in der Schweiz, Bern 1997, 5 ff.

¹⁵⁸ Der sog. «*greenshoe*» ist eine *Call-Option* des Lead Managers, um zum Emissionspreis eine bestimmte Zahl zusätzlicher Aktien aus den Altbeständen der Aktionäre zu beziehen und damit allfällige Überzeichnungen zu decken oder den Börsenkurs zu Beginn der Kotierung zu stabilisieren: HUBER (FN 156), 67; insofern ist der zu diskutierende Bezugsrechtsausschluss nicht nur bei einem *primary offering*, sondern auch beim «*greenshoe*» eines *secondary offering* ein Thema: WATTER/REUTTER (FN 150), 11 ff. Allg.: MARIO M. MARTI, Ein beachtenswertes Urteil aus Deutschland zum so genannten *Greenshoe*, SZW 74 (2002), 357 ff.

¹⁵⁹ Statt aller: DANIEL DAENIKER, *Underwriting Agreement – Rechtliche Grundlage von öffentlichen Aktienangeboten schweizerischer Gesellschaften*, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 159 ff.; THOMAS REUTTER, *Bezugsrechte, Festübernahme und Übernahmevertrag*, ST 1-2/2006, 44 ff.

¹⁶⁰ Es gibt unterschiedliche *due diligences*, d.h. *Unternehmensüberprüfungen* (z.B. Business oder Steuern) – die *legal due diligence* ist nur eine der verschiedenen Prüfungen.

¹⁶¹ Auswahl: CHRISTOPH SCHMID/CHRISTOPH HEIZ, *Legal Due Diligence im IPO*, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 69 ff. – separate *legal opinions* sind sowohl von den Anwälten der Bank als auch von den Anwälten des Emittenten zu erstellen: a.a.O. 87 ff.; PETER R. ISLER, *Legal Opinion in Kapitalmarkttransaktionen*, in: Weber (Hrsg.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Europa Institut Zürich Bd. 28, Zürich 2000, 105/116.

¹⁶² Die Banken legen besonderen Wert auf diesen Aspekt: HUBER (FN 156), 43; allg.: PETER HERZOG/THERESE AMSTUTZ, *Rechtliche Überlegungen zur Haftung des Wirtschaftsprüfers für Comfort Letters – Ungeklärte Rechtssituation in der Schweiz*, ST 8/2000, 757 ff.

¹⁶³ Diese Thematik ist m.E. *rechtlich besonders heikel*, wenn die Bank *unverhältnismässig hohe Zuteilungen* vornimmt für die eigenen «*Nostro*»-Bestände sowie für «*Friends & Family*» (Management etc. des Emittenten); hierzu: Verfügung der Eidgenössischen Bankkommission vom 19. März 2003 i.S. Bank Vontobel AG: EBK Bulletin 45 (2003), 164 ff.; zudem: TEODORO D. COCCA, *Schädliche Praxis bei Aktienzuteilungen*, NZZ Nr. 95 (2003), 33; ANDREAS BOHRER, *Aktienzuteilungen beim Börsengang – Privatrechtliche und regulatorische Aspekte*, ST 78 (2004), 651 ff.; DANIEL DAENIKER, *Zuteilungsgrundsätze bei Aktienplatzierungen*, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts*, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, 341 ff.

Das kotierungsrechtliche *Zulassungsverfahren* ist Teil des IPO-Prozesses.

b. Zulassungsverfahren

Der *juristisch-technische Akt* der Zulassung von Beteiligungspapieren an einer Börse ist detailliert in den Kotierungsreglementen der beiden Börsen in der Schweiz geregelt¹⁶⁴. Die Börsen, denen notabene keine aufsichtsrechtlichen Funktionen über die Emittenten (also ihre Mitglieder) zukommt, sind selbstverständlich stark an Kotierungen interessiert, u.a. um als Handelsplatz für aktuelle oder künftige Investoren attraktiv(er) zu sein oder zu werden, so dass sie regelmässig im Rahmen des Kotierungsverfahrens hilfreich zur Seite stehen¹⁶⁵.

Für eine Kotierung am *Hauptsegment der SWX* können *drei Phasen* unterschieden werden: Erstens müssen der Emittent sowie der zu kotierende Valor gewisse *quantitative und qualitative Voraussetzungen* erfüllen¹⁶⁶; zweitens sind bestimmte *Publizitätspflichten* im Hinblick auf die konkrete Kotierung wahrzunehmen¹⁶⁷; und drittens schliesslich muss das *formelle Kotierungsverfahren* bei der SWX durchlaufen werden¹⁶⁸.

In der *ersten Phase* muss der «Kandidat» der SWX zeigen¹⁶⁹, dass es bei ihm nicht um ein «*Je-Ka-Mi*» geht¹⁷⁰ – dies gilt sowohl für den *Emittenten* als auch für den *Valor*. Beispielsweise muss (i) der Emittent mindestens *drei Jahre* bestanden haben¹⁷¹ und (ii) ein Eigenkapital von minimal *CHF 25 Mio.* ausweisen¹⁷². Der

¹⁶⁴ Art. 5 ff. KR sowie Art. 4 ff. KR BX – im Folgenden steht indes die SWX *im Vordergrund* der Ausführungen. Umfassende Übersicht zur SWX-Kotierung: URS SCHENKER, *Kotierung an der SWX*, Hrsg. Baker & McKenzie, Zürich 2004, 5 ff.; PETER HODEL, *Grundzüge der Kotierung*, in: Watter (Hrsg.), *Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen*, Zürich 2002, 103 ff., v.a. 118 ff.; ANDREAS VON PLANTA, *Voraussetzungen und Folgen der Börsenkotierung*, SZW/Sondernummer BEHG, Zürich 1997, 27 ff.

¹⁶⁵ Für Interessenten bei der BX als Einstieg: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KOT-Marketing.pdf> sowie <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KA-Voraussetzung.pdf>.

¹⁶⁶ Art. 5 ff. KR. Ein *moralisches oder ähnliches Werturteil* ist damit *nicht* verbunden; Art. 4 Abs. 3 KR BX hält denn auch – wohl aus Gründen der Haftungs-vorsicht – fest: «Die Kotierung gibt kein Werturteil über den Emittenten und die mit den Effekten verbundenen Risiken ab» (ein Hinweis der erstaunlicherweise im KR der SWX fehlt); allg. zur Haftung der Zulassungsorgane: HENCKEL VON DONNERSMARCK (FN 47), 157 ff.

¹⁶⁷ Art. 32 ff. KR.

¹⁶⁸ Art. 50 ff. KR.

¹⁶⁹ Art. 5 Abs. 1 KR verteilt die Beweislast eindeutig: «Der Gesuchsteller (Art. 50) hat nachzuweisen (...)».

¹⁷⁰ Die Kotierung von Beteiligungspapieren verläuft also *nicht* nach dem *Motto*: «*Jeder kann mitmachen*».

¹⁷¹ Art. 7 KR; andere SWX-Segmente (Investmentgesellschaften, Immobiliengesellschaften) sehen vor, dass die «*3 Jahresregel*» *nicht* gilt. Auch im *Hauptsegment* sind *Ausnahmebewilligungen* möglich, wobei diese meist nur mit der *Auflage von Veräusserungsverboten* (sog. «*lock-ups*») für gewisse *Aktionäre* erteilt werden: Vgl. dazu hinten II. 3. 3.3.

¹⁷² Art. 8 KR.

Valor muss ausserdem (iii) eine *ausreichende Streuung im Publikum* erreichen¹⁷³ – (iv) eine *Mindestkapitalisierung* besteht hingegen *nicht* (mehr)¹⁷⁴. Die zentralen kotierungsrechtlichen Differenzen zwischen SWX und BX bestehen in dieser ersten Phase¹⁷⁵, während die folgenden beiden Phasen ähnlich sind.

Die *Publizität* in der zweiten Phase muss sichergestellt werden¹⁷⁶ mittels (v) eines sog. *Kotierungsprospekts* (mit *detaillierten* Angaben – z.B. zu «besonderen Risiken»¹⁷⁷ und zu den Jahresabschlüssen¹⁷⁸)¹⁷⁹ sowie (vi) eines sog. *Kotierungsinserates* (mit *reduziertem* Informationsgehalt – z.B. Hinweis, wo der Kotierungsprospekt erhältlich ist)¹⁸⁰; da eine Kotierung eine gewisse Zeit in Anspruch nimmt, und sich die *Informationslage verändern* kann, stellt sich die Frage, ob eine Pflicht zur *Anpassung* des Kotierungsprospekts besteht¹⁸¹.

Die *dritte* Phase schliesslich – also das eigentliche Kotierungsverfahren vor der Börse¹⁸² – besteht im Wesentlichen (vii) aus dem sog. *Kotierungsgesuch* mit zahlreichen Beilagen¹⁸³, das von der Zulassungsstelle der SWX geprüft¹⁸⁴ wird. Das Gesuch wird regelmässig von einem sog. *anerkannten Emittentenvertreter* gestellt¹⁸⁵,

der meist bereits in das gesamte IPO-Prozedere involviert war. Schliesslich bestehen Beschwerdemöglichkeiten¹⁸⁶.

1.3. Kotierungsrechtliche Kompensationen?

Die *Aktionärsgefährdung* ist bei der *Kotierung* geringer als bei der *Dekotierung*¹⁸⁷, denn die «*exit*»-Variante wird gestärkt, ohne die «*voice*»-Variante zu relativieren. Folglich ist – anders als bei der *Dekotierung*¹⁸⁸ – im Prinzip eine *Kompensation überflüssig*. Tatsächlich macht es keinen Sinn, *positiv* zu kompensieren (d.h. «*voice*» zu verstärken), weil eben kein «*Rechtsverlust*» der Aktionäre vorliegt – ganz im Gegenteil; *negativ* zu kompensieren (d.h. «*voice*» abzubauen) wurde noch nie vorgeschlagen.

Immerhin bestehen trotzdem gewisse *börsenrechtliche Gefährdungen* für «Grossaktionäre» einerseits (Art. 20 BEHG sowie Art. 32 BEHG) sowie für «Kleinaktionäre» andererseits (Art. 33 BEHG)¹⁸⁹. Um diese Risiken mindestens teilweise zu *kompensieren*, sieht das Kotierungsverfahren einen *Ausbau von «voice»* vor, d.h. die *erhöhte Transparenz* im Zusammenhang mit dem Börsengang¹⁹⁰.

2. Ausgewählte Einzelfragen

2.1. Zuständigkeit: GV oder VR?

Der Entscheid für eine *Kotierung* basiert auf einem *Gesellschaftsbeschluss* – die AG ist nicht nur beim *primary offering*, sondern ebenfalls beim *secondary offering* unmittelbar betroffen¹⁹¹. Damit ist indes noch nichts ausgesagt über die konkrete Zuständigkeit für diese Beschlussfassung. Tatsächlich gelangt in der Schweiz¹⁹² die reguläre *aktienrechtliche* Kompetenzordnung zur Anwendung, d.h. die *GV entscheidet*, wenn das Gesetz oder die Statuten dies vorsehen (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR); sollte eine entsprechende Anordnung fehlen, ist – als Auffangtatbestand – jeweils der *VR kompetent* (Art. 716 Abs. 1 OR).

Die *Kotierung* ist in der aktienrechtlichen Kompetenzordnung *nicht explizit* vorgesehen, sondern muss sozusagen «*abgeleitet*» werden. M.E. gibt es deshalb un-

¹⁷³ Die kotierten Beteiligungsrechte müssen zu *mindestens 25% im Publikumsbesitz* sein, und *diese* Beteiligungspapiere haben eine Kapitalisierung von *mindestens CHF 25 Mio.* darzustellen: Art. 17 Abs. 1/Abs. 2 KR.

¹⁷⁴ Art. 14 KR wurde aufgehoben.

¹⁷⁵ BX: *Mindestdauer* für den Emittenten ist *ein Jahr* (Art. 5.2 KR BX); ausgewiesenes *Eigenkapital* muss mindestens *CHF 2 Mio.* betragen (Art. 5.4 KR BX); *Publikumsstreuung von 15%* ist ausreichend (Art. 6.4 KR BX).

¹⁷⁶ Als überaus «kundenfreundlich» erweist sich die BX, die «*Muster*» auf ihrer *Webpage* publiziert für Kotierungsprospekte und Kotierungsinserate: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KPR-MUST.pdf> (Prospekt) sowie <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KI-MUST.pdf>.

¹⁷⁷ Art. 32 Abs. 2 KR.

¹⁷⁸ Art. 35 Abs. 1 Ziff. 1 KR.

¹⁷⁹ Art. 32 ff. KR; der Kotierungsprospekt muss so *detailliert* sein, um den «sachkundigen Anlegern ein begründetes Urteil» über den Emittenten und über den Valor zu ermöglichen: Art. 32 Abs. 1 KR; hierzu: HODEL (FN 164), 134 ff.

¹⁸⁰ Art. 45 ff. KR; der Informationsgehalt darf *reduziert* sein, weil das *Kotierungsinserat* nicht detailliert orientieren will, sondern bloss das Anlagepublikum «aufmerksam macht», d.h. dieses kann sich im Anschluss selber im Detail orientieren (z.B. durch Lektüre des *Kotierungsprospektes*).

¹⁸¹ Vgl. dazu hinten II. 2. 2.2.

¹⁸² Zu beachten: http://www.swx.com/download/admission/regulation/circulars/abcircular_003_de.pdf (Rundschreiben Nr. 3 der Zulassungsstelle vom 1. Februar 2001).

¹⁸³ Art. 50 ff. KR; die BX kennt ein «*Muster*»-*Kotierungsgesuch*: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/BX-KOT-GES-MUST.pdf>.

¹⁸⁴ Art. 58 KR; das Gesuch kann entweder *gutgeheissen* oder *abgelehnt* werden – sei es vorläufig oder endgültig (Art. 59 KR).

¹⁸⁵ Art. 50 KR; bei den anerkannten Emittentenvertretern handelt es sich um juristische Spezialisten (meist Rechtsanwälte), die sich über eine *hohe Sachkunde* ausweisen müssen – dies hat in der Praxis zu einer Art «exklusiver Club» von Wirtschaftskanzleien geführt: http://www.swx.com/admission/partners/lawyerlist_de.html; die SWX hat in diesem Zusammenhang eine Richtlinie publiziert: <http://www.swx.com/download/admission/regula->

tion/guidelines/swx_guideline_20040101-1_de.pdf. Bei der BX muss der Vertreter ein «Börsenmitglied» sein: Art. 8 KR BX.

¹⁸⁶ Hinweise: ZBINDEN (FN 5), 201 f.

¹⁸⁷ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.1.

¹⁸⁸ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.3.

¹⁸⁹ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.1.

¹⁹⁰ Vgl. dazu vorne 1. 1.2. b.

¹⁹¹ Die *rechtlichen Auswirkungen* auf die ehemalige Privat-AG nunmehr als Publikums-AG sind *erheblich*: Vgl. dazu hinten II. 3.

¹⁹² Die Thematik wird auch im Ausland diskutiert: CHRISTIAN HALASZ/LARS KLOSTER, Börsengang – eine Entscheidung der Hauptversammlung?, ZBB 2001, 474 ff.

terschiedliche Antworten zur Zuständigkeitsfrage – je nach in Frage stehender IPO-Struktur¹⁹³:

Ein IPO bzw. eine Kotierung (i) mittels *primary offering* setzt notwendigerweise eine Kapitalerhöhung (inklusive eines Bezugsrechtsentzuges)¹⁹⁴ voraus¹⁹⁵; diese Beschlussfassung liegt in der *GV-Kompetenz* der AG¹⁹⁶, womit ein Kotierungsbeschluss durch die *GV impliziert* wird¹⁹⁷. Anders sieht es hingegen (ii) beim *secondary offering* ohne Erhöhung des Aktienkapitals aus¹⁹⁸, so dass aufgrund von Art. 716 Abs. 1 OR eine *VR-Kompetenz* besteht¹⁹⁹. Ein Aktionär, der eine Gefährdung oder einen Schaden geltend machen will, kann sich folglich – je nach konkreter IPO-Struktur – unterschiedlich zur Wehr setzen²⁰⁰.

2.2. Pflicht zur Anpassung des Prospekts?

Ein Emittent hat für das IPO (i) einen *Kotierungsprospekt* (Art. 32 ff. KR)²⁰¹ sowie – bei einer Kapitalerhöhung, d.h. wenn neue Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten werden – (ii) einen sog. *Emissionsprospekt* (Art. 652a OR)²⁰² bereitzustellen²⁰³. In der Praxis erweisen sich diese Unterlagen nicht selten als identische Prospekte; ausserdem haben sich weitere, nirgends explizit geregelte Prospektformen entwickelt (z.B. der «*preliminary prospectus*»).

Der Prospekt stellt immer eine *Momentaufnahme* dar, so dass damit zwangsläufig die Problematik der *Aktu-*

alität verbunden ist – z.B. hält Art. 652a Abs. 1 Ziff. 5 OR fest, dass *Zwischenabschlüsse* der AG vorliegen und berücksichtigt werden müssen, wenn die letzte Jahresrechnung «mehr als sechs Monate zurückliegt»²⁰⁴.

Ein Teil der Lehre ist erheblich strenger und spricht sich für eine *Aktualisierungspflicht* – immerhin bloss für «wesentliche Veränderungen» bzw. für «*material adverse changes*»²⁰⁵ – nach dem Prospektstichtag aus, und zwar bis zum *Ende der Zeichnung* hin²⁰⁶. M.E. ist eine entsprechende Aktualisierungspflicht aus aktienrechtlichen²⁰⁷ sowie kotierungsrechtlichen²⁰⁸ Überlegungen ohne Weiteres zu *bejahen*. Die entsprechenden Aktualisierungen werden vorgenommen in *Neufassungen des Prospekts* oder in *separaten Prospektnachträgen*, auf die durch ein *Kotierungsinserat* hinzuweisen ist²⁰⁹.

2.3. Bezugsrechtsausschluss beim «primary offering»?

Beim *primary offering*, um das es im Folgenden geht²¹⁰, werden die zur Platzierung erforderlichen Aktien durch eine *Kapitalerhöhung* überhaupt erst geschaffen. Dies setzt voraus, dass die bisherigen Aktionäre das ihnen zustehende *Bezugsrecht* gemäss Art. 652b OR nicht ausüben (bzw. nicht wahrnehmen können); ein solcher «Verzicht» kann sichergestellt werden durch einen sog. *Bezugsrechtsausschluss*²¹¹. Da mit einem entsprechenden Beschluss erheblich in die vermögensrechtliche Stellung der Aktionäre eingegriffen wird, gibt es zahlreiche *Sicherungsmechanismen*:

Es braucht (i) einen *GV-Beschluss*, der (ii) einem *qualifizierten Quorum* untersteht²¹² und (iii) sog. «*wichtige Gründe*» voraussetzt; als «*wichtige Gründe*» werden *beispielhaft* in Art. 652b Abs. 2 Satz 2 OR «die Über-

¹⁹³ Ebenso: ZBINDEN (FN 5), 61 f.; URS BERTSCHINGER, *Zuständigkeit der Generalversammlung der Aktiengesellschaft – ein unterschätzter Aspekt der Corporate Governance*, in: Schweizer/Burkert/Gasser (Hrsg.), *Festschrift für Jean Nicolas Druey*, Zürich 2002, 327, spricht sich hingegen – ohne zu unterscheiden nach *primary offering* und *secondary offering* – für eine *VR-Kompetenz* gemäss Art. 716 Abs. 1 OR aus.

¹⁹⁴ Vgl. dazu hinten II. 2. 2.3.

¹⁹⁵ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a.

¹⁹⁶ Art. 650 Abs. 1 OR: «Die Erhöhung des Aktienkapitals wird durch die Generalversammlung beschlossen».

¹⁹⁷ ZBINDEN (FN 5), 61 m.w.H. in Fn. 294.

¹⁹⁸ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a.

¹⁹⁹ ZBINDEN (FN 5), 62 m.w.H.; allg.: BERTSCHINGER (FN 193), 327.

²⁰⁰ Gegen den *GV-Beschluss* beim *primary offering* stehen die *Anfechtungsklage* gemäss Art. 706 f. OR sowie die *Nichtigkeitsklage* gemäss Art. 706b OR im Vordergrund, beim *VR-Beschluss* des *secondary offering* hingegen die *Verantwortlichkeitsklage* gemäss Art. 754 ff. OR sowie die *Nichtigkeitsklage* gemäss Art. 714 OR; sollte im letzteren Fall eine Kostentragung für die eigentlichen IPO-Kosten durch die AG (statt durch die Altaktionäre) erfolgt sein, kann der geschädigte Aktionär ausserdem eine *Rückforderungsklage* gemäss Art. 678 OR erheben: Vgl. dazu hinten II. 2.2.4.

²⁰¹ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.2. Dieses Erfordernis gilt sowohl für *primary offerings* als auch für *secondary offerings*: ZBINDEN (FN 5), 67.

²⁰² Umfassend: ZBINDEN (FN 5), 64 ff.; jüngst: WOLFGANG ZÜRCHER, *Die Pflicht zur Aktualisierung des Prospekts während der Zeichnungsfrist beim Börsengang*, SZW 78 (2006), 127 ff.

²⁰³ D.h. der *aktienrechtliche Emissionsprospekt* ist an sich nur für ein *primary offering* und nicht für ein *secondary offering* notwendig – doch die Praxis handhabt es anders, d.h. verlangt den Prospekt ebenfalls im zweiten Fall: ZBINDEN (FN 5), 65 f.

²⁰⁴ Für eine längere *Toleranzfrist von neun Monaten* sprechen sich hingegen aus: PETER BÖCKLI/JEAN NICOLAS DRUEY/PETER FORSTMOSER/ALAIN HIRSCH/PETER NOBEL, *Rechtsgutachten zu Händen der Schweizerischen Zulassungsstelle betr. die Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen in Emissionsprospekten*, SZW 65 (1993), 282 ff.

²⁰⁵ Statt aller: ZÜRCHER (FN 202), 130 ff.

²⁰⁶ Auswahl: VITO ROBERTO/THOMAS WEGMANN, *Prospekthaftung in der Schweiz*, SZW 73 (2001), 167 f.; ZBINDEN (FN 5), 71 f.; ZÜRCHER (FN 202), 132; BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 20; Handkommentar-BERTSCHINGER, OR 752 N 33.

²⁰⁷ M.E. kommt der *Treupflicht des VR* gemäss Art. 717 Abs. 1 OR insofern eine *Vorauswirkung* zu, d.h. sie bezieht sich in dieser spezifischen Situation auch auf *künftige* Aktionäre. Ohne Begründung: BSK OR II-WATTER, Art. 752 N 20; Handkommentar-BERTSCHINGER, OR 752 N 33.

²⁰⁸ Die *grosse Bedeutung*, die das Kotierungsreglement der SWX Swiss Echange der *Aktualität der Informationen* zumisst, ergibt sich z.B. aus Art. 32 Abs. 2 KR, Art. 34 Abs. 2 KR, Art. 38 KR, Art. 39 KR, Art. 42 Abs. 4 KR, Art. 43 KR sowie aus Art. 51 Abs. 3 Ziff. 3 KR; allg.: ZÜRCHER (FN 202), 129 ff.

²⁰⁹ Hinweise: ROBERTO/WEGMANN (FN 206), 167 f.; ZBINDEN (FN 5), 71 f.

²¹⁰ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a.

²¹¹ Art. 652b Abs. 2 OR.

²¹² Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 OR.

nahme von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen sowie die Beteiligung der Arbeitnehmer» erwähnt – *nicht* explizit erwähnt wird ein IPO²¹³ bzw. eine Kotierung von Aktien²¹⁴. Bei der Auslegung der Blankettnorm «wichtige Gründe» muss Art. 4 ZGB berücksichtigt werden. Ein Bezugsrechtsausschluss ist im Allgemeinen zulässig²¹⁵, wenn – kumulativ zu verstehen – *qualifizierte sachliche Gesellschaftsinteressen* vorliegen²¹⁶, der Grundsatz der *Aktionärsleichbehandlung* beachtet wird²¹⁷, und das Prinzip der *schonenden Rechtsausübung* gewahrt bleibt.

Für ein *primary offering* steht das Prinzip der schonenden Rechtsausübung²¹⁸ im Vordergrund, d.h. im Prinzip steht und fällt alles mit der *konkreten Ausgestaltung* des IPO²¹⁹ – die Altaktionäre dürfen m.a.W. nicht «ohne Not» benachteiligt werden. M.E. muss unter diesem Aspekt z.B. ein Aktionär eine *faire Möglichkeit zur regulären Zeichnung* im Rahmen des IPO haben²²⁰, und es darf – sofern Dritte zeichnen – *kein übermässiges «underpricing»* geben²²¹. Sollten diese Voraussetzungen erfüllt sein, dürfte einem Bezugsrechtsausschluss nur wenig im Wege stehen²²². In der Schweiz hat sich eine «liberale, praxisfreundliche Ansicht»²²³ durchgesetzt.

2.4. Kostentragung durch AG beim «secondary offering»?

Eine Kotierung bzw. ein IPO hat für die künftige Publikums-AG *enorme Kostenfolgen*, die nicht selten unterschätzt werden. Bei einem *primary offering* erhält die Gesellschaft immerhin einen *Gegenwert*, nämlich u.a.

den Kapitalzufluss im Rahmen der notwendigen Aktienkapitalerhöhung²²⁴. Bei einem *secondary offering* ist hingegen ein geringerer bzw. sogar *kein Gegenwert* für die AG ersichtlich, dient das IPO in diesem Fall doch v.a. dem «*exit*» von Altaktionären²²⁵ – trotzdem fallen die erwähnten Kosten an, und die von der Lehre²²⁶ eher am Rande aufgeworfene Frage nach der *Kostentragung* bedarf einer Antwort.

M.E. muss – trotz gewisser Abgrenzungsprobleme – zwischen den sog. «IPO-Kosten»²²⁷ sowie den sog. «post-IPO-Kosten»²²⁸ unterschieden werden: Unmittelbar vom Börsengang profitieren nur die ausstiegswilligen *Aktionäre*, d.h. diese müssen ihren «*exit*» bzw. die «*IPO-Kosten*» selber finanzieren²²⁹; die Situation *nach dem IPO* erweist sich hingegen in aller Regel als positiv ebenfalls für die Gesellschaft (z.B. Zugang zum Kapitalmarkt, Bestehen einer «Akquisitionswährung», Möglichkeit für Mitarbeiterbeteiligungen), so dass die «*post-IPO-Kosten*» ohne weiteres von der *Publikums-AG* zu tragen sind. Bei einer in der Praxis häufig vorkommenden *IPO-Mischvariante* von *primary offering* und *secondary offering* dürfte sich im Übrigen ein *angemessener Kostensplit* aufdrängen.

Folglich darf (bzw. muss) eine Publikums-AG einerseits (i) die gesamten Kosten eines *primary offering* sowie andererseits (ii) die «*post-IPO-Kosten*» eines *secondary offering* übernehmen, ohne sich einen Vorwurf gefallen lassen zu müssen. Sollte eine Publikumsgesellschaft hingegen (iii) die «*IPO-Kosten*» eines *secondary offering* bezahlen, was in der Praxis der Regel entsprechen dürfte, können sich die in der AG verbliebenen Altaktionäre gegenüber den «*exit*»-Altaktionären auf *Art. 678 Abs. 2 OR* berufen, d.h. eine *Kostenüberwälzung* durch die AG verlangen und gegen die «Ex-Gesellschafter» gerichtlich durchsetzen²³⁰.

²¹³ Zur Situation bei *Festübernahmen*: ROLF WATTER, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering», in: von Büren (Hrsg.), Aktienrecht 1992 – 1997, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, 395 f.

²¹⁴ Übersicht zur Doktrin: WATTER/REUTTER (FN 150), 8 ff. m.w.H.

²¹⁵ Hierzu: BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 15 m.w.H.; ZBINDEN (FN 5), 39; STAEHELIN (FN 150), 159 f.

²¹⁶ Das IPO als *primary offering* verschafft der AG *neues Kapital* und steht damit primär in ihrem Interesse; des Weiteren: ZBINDEN (FN 5), 40.

²¹⁷ Dies dürfte bei einem IPO als *primary offering* unproblematisch sein, wird doch *allen Aktionären* das Bezugsrecht entzogen.

²¹⁸ Weiterführend: KUNZ (FN 17), § 8 N 83 ff.

²¹⁹ Es gibt also *keine generelle Antwort*, sondern der jeweilige *Einzelfall* entscheidet: WATTER/REUTTER (FN 150), 7.

²²⁰ An der *Fairness* mangelt es m.E. beispielsweise, wenn ein *unverhältnismässig grosser Teil* der neu geschaffenen Aktien *nicht im Publikum* (inklusive den Altaktionären), sondern in den «*Nostro*»-Beständen des Lead Managers sowie bei den «*Friends & Family*» platziert wird, d.h. die *Platzierungsproblematik* – vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a. – beeinflusst schon die Frage der Rechtmässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses.

²²¹ In diesem Sinne ebenfalls: ZBINDEN (FN 5), 40. Die Folge eines «*underpricing*» wäre eine *Verwässerung*, die gegen das Prinzip der schonenden Rechtsausübung verstossen würde; nach Ansicht von STAEHELIN (FN 150), 160 sollte ein «*Discount*» von 5–10% zum erwarteten Börsenkurs indes in Ordnung sein.

²²² ZBINDEN (FN 5), 40 geht noch etwas weiter: «Dementsprechend liegt im Hinblick auf das IPO regelmässig der erforderliche wichtige Grund für den Bezugsrechtsausschluss vor».

²²³ WATTER/REUTTER (FN 150), 9.

²²⁴ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a.

²²⁵ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2. a.

²²⁶ Beispielsweise: WATTER/REUTTER (FN 150), 13 ff.; ZBINDEN (FN 5), 62.

²²⁷ Unter die «*IPO-Kosten*» sind alle Kosten zu subsumieren, die im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung des IPO anfallen – z.B. die Kosten für die *Prospekterstellung*, die Entschädigungen an die *Berater* (Rechtsanwälte, Revisionsunternehmen, Steuerberater etc.) und an den *Underwriter* (Beratung, «Roadshows» etc.), die *Gebühren* im Zusammenhang mit der Kotierung sowie – nicht zu vergessen – der *interne Aufwand* beim Emittenten (erhebliche Ablenkung des Managements vom Tagesgeschäft und aufwendiger Fokus auf IPO, Verstärkung beim «*house keeping*» etc.).

²²⁸ Bei einer Publikums-AG sind die Kosten zwangsläufig in gewissen Bereichen höher als bei einer privaten AG; zu den «*post-IPO-Kosten*» gehören somit z.B. die erhöhten Aufwendungen für die *verstärkte Transparenz*, für die Einhaltung der *Corporate Governance Ordnung* sowie für die regelmässig komplexere *Rechnungslegung*.

²²⁹ A.M.: ZBINDEN (FN 5), 62, der davon ausgeht, dass die AG «üblicherweise» diese Kosten übernehmen darf; ähnlich wie hier wohl: WATTER/REUTTER (FN 150), 14 f.

²³⁰ Allg.: WATTER/REUTTER (FN 150), 14 ff. m.w.H.

3. Folgen

3.1. Aktienrechtliche Aspekte

Mit der Kotierung ist ein *rechtlicher Statuswechsel* in erster Linie für die AG von der Privat-AG zur *Publikums-AG* einerseits sowie für den Aktionär vom privaten Aktionär zum *Publikumsaktionär* andererseits verbunden²³¹. Dies hat *aktienrechtliche, börsenrechtliche* und *kotierungsrechtliche* Folgen; im Folgenden soll – ohne detaillierte Auseinandersetzung – auf einige ausgewählte Aspekte verwiesen werden.

Das Gesellschaftsrecht hält zwar am *Prinzip der Einheit des Aktienrechts* fest²³². Unbesehen dessen enthält die aktienrechtliche Ordnung *de lege lata* verschiedene Regelungen, bei denen zwischen Publikums-AG und privaten AG *unterschieden* wird²³³. Daraus wird der Statuswechsel ohne weiteres ersichtlich²³⁴.

Beispielsweise (i) erweisen sich die *Vinkulierungsordnungen* von Publikumsgesellschaften und von privaten AG als unterschiedlich²³⁵. Des Weiteren müssen (ii) einzig Publikums-AG im Anhang zur Bilanz *bedeutende Aktionäre und ihre Beteiligung* angeben²³⁶. Die Transparenzanforderungen bei Publikums-Gesellschaften gegenüber privaten AG sind ausserdem erhöht, indem u.a. (iii) die *Jahresrechnungen publik* gemacht werden müssen²³⁷. Der Transparenzausbau bei Publikums-AG ist schliesslich daraus ersichtlich, dass in naher Zukunft (iv) die *Vergütungen an VR/GL offen gelegt* werden müssen²³⁸.

3.2. Börsenrechtliche Aspekte

Das *Börsenrecht* ist – mindestens im Grundsatz – anwendbar auf Publikumsgesellschaften nur, aber immerhin in einem bestimmten, an sich eng umschriebenen Bereich, nämlich bei sog. *öffentlichen Kaufangeboten*²³⁹. Aus einem solchen «*triggering event*» resultieren sowohl für die Gesellschaften als auch für die Gesellschafter börsenrechtliche Folgen²⁴⁰.

Beispielsweise haben die *Publikumsgesellschaften* im Zusammenhang mit öffentlichen Kauf- oder Tauschangeboten (i) gewisse *Pflichten als Zielgesellschaften* der Offerte²⁴¹ – nämlich einerseits Handlungspflichten²⁴² sowie andererseits Unterlassungspflichten²⁴³. Weiter unterstehen die Publikums-AG (ii) einer *Meldepflicht*, sofern mit *eigenen Aktien* (Art. 659 ff. OR)²⁴⁴ bestimmte Grenzwerte erreicht, über- oder unterschritten werden²⁴⁵. Schliesslich muss (iii) die Publikumsgesellschaft die ihr von Dritten als Aktionäre mitgeteilten *Informationen gemäss Art. 20 BEHG* veröffentlichen²⁴⁶.

Das Börsenrecht modifiziert das Aktienrecht für *Publikumsaktionäre* in zahlreichen Bereichen²⁴⁷; z.B. werden (als *lex specialis* zu Art. 680 Abs. 1 OR) zwei Aktio-

²³¹ Die Änderungen der Ansprüche des Publikumsaktionärs sind meist bloss *Reflexwirkungen* der veränderten Rechtslage bei der Publikums-AG.

²³² Allg.: KUNZ (FN 7), 137 ff. m.w.H.

²³³ Überblick und weitere Hinweise: KUNZ (FN 7), 138 f.

²³⁴ Keine rechtliche Notwendigkeit, indes ein empirisches Faktum ist der Umstand, dass im Zusammenhang mit einem IPO oftmals der (*gesamte*) VR *neu bestellt* wird: ROLF WATTER/KATJA ROTH PELLANDA, Die «richtige» Zusammensetzung des Verwaltungsrates, in: Weber (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht III, Zürich 2006, 86 f.

²³⁵ Art. 685b f. OR bzw. Art. 685d ff. OR; z.B. ist das Vinkulierungsregime *einschneidender* für *private Aktionäre*. Statt aller: HANSPETER KLÄY, Die Vinkulierung, Diss. Basel 1996, 219 ff.; hinsichtlich des Aspekts von «*exit*»: KUNZ (FN 17), § 4 N 153 ff.

²³⁶ Art. 663c Abs. 1 OR. Hinweise: KUNZ (FN 17), § 10 N 107 ff. m.w.H.; PETER FORSTMOSER, OR 663c – ein wenig transparentes Transparenzgebot, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, Zürich 1994, 69 ff.; zur rechtspolitischen Frage der Begründetheit einer Beschränkung auf Publikums-AG: LEONARDO CEREGHETTI, Die Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen im schweizerischen Recht (...), Diss. St. Gallen 1994, 222 m.w.H.

²³⁷ Art. 697h Abs. 1 OR; Übersicht: Handkommentar-KUNZ, OR 697h N 7 ff.

²³⁸ Es gibt einen neuen Art. 663b^{bis} OR: <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2005/5963.pdf>.

²³⁹ Die entsprechende Legaldefinition findet sich in Art. 2 lit. e BEHG; die öffentlichen Kauf- bzw. Tauschangebote sind geregelt in Art. 22 ff. BEHG.

²⁴⁰ Übersicht bei: BÖCKLI (FN 16), § 7 N 23 ff.

²⁴¹ Hierzu: PETER NOBEL, Übernahme von Publikumsgesellschaften oder: Die Zielgesellschaft als «Target», in: Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, 151 ff.; BÖCKLI (FN 16), § 7 N 136 ff.

²⁴² Art. 29 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 29 ff. UEV-UEK: Der VR der Zielgesellschaft muss einen *Bericht* vorlegen, in dem er Stellung zum Angebot nimmt.

²⁴³ Art. 29 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 34 ff. UEV-UEK: Der VR der Zielgesellschaft darf *gewisse Rechtsgeschäfte nicht* vornehmen; statt aller: URS BERTSCHINGER, Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen – Art. 29 Abs. 2 BEHG, SJZ 94 (1998), 329 ff.

²⁴⁴ Dieser Aspekt ist insbesondere bei *öffentlichen Rückkaufsprogrammen* durch Publikums-AG zu beachten; es ist beachtlich, dass bei der Übernahmekommission (UEK) – zumindest unter bestimmten Voraussetzungen – eine «*Freistellung*» vom *formellen Prozedere* eines öffentlichen Kaufangebotsverfahrens (nicht aber von der Pflicht zur Meldung) in Anspruch genommen werden kann; zu den Details: <http://www.takeover.ch/96.html> (Mitteilung Nr. 1 der UEK vom 28. März 2000).

²⁴⁵ Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 14 Abs. 1 lit. b BEHV-EBK. Normalerweise stellt die *Verletzung von Art. 20 BEHG* einen *Straftatbestand* dar (Art. 41 Abs. 1 lit. a BEHG); dies kann indes m.E. beim Erwerb eigener Aktien durch eine Publikums-AG *nicht* der Fall sein, d.h. eine unterlassene Meldung in diesem Zusammenhang ist somit *nicht strafbar*: KUNZ (FN 17), § 10 N 82 f. Allg.: SANDRA LÜTOLF/BENJAMIN SCHINDLER, Ausgewählte Probleme der Strafbestimmungen des Börsengesetzes, SZW 70 (1998), 134 ff.

²⁴⁶ Art. 21 BEHG; eine Verletzung dieser Veröffentlichungspflicht durch eine Publikumsgesellschaft bleibt *straffrei*: KUNZ (FN 17), § 10 N 82 Fn. 203.

²⁴⁷ Übersicht: ROLAND VON BÜREN/THOMAS BÄHLER, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 5 (1996), 391 ff. m.w.H.; PETER NOBEL, Querbezüge zwischen Aktienrecht und Börsengesetz, ST 5/1997, 463 ff.

närspflichtigen eingeführt²⁴⁸, d.h. (iv) eine *Meldepflicht* beim Erreichen oder beim Über- bzw. Unterschreiten gewisser Grenzwerte²⁴⁹ sowie – zumindest dem Grundsatz²⁵⁰ nach – (v) eine *Angebotspflicht*, sofern der Aktionär den Grenzwert von 33¹/₃% der Stimmrechte überschreitet²⁵¹. Während private Aktionäre nicht ausgeschlossen werden können, besteht bei Publikumsaktionären (vi) die Möglichkeit einer *Kraftloserklärung* der «restlichen Beteiligungspapiere»²⁵².

3.3. Kotierungsrechtliche Aspekte

Auf Publikumsgesellschaften ist zusätzlich zum Börsengesellschaftsrecht das «Kotierungsrecht» – also insbesondere das KR sowie das KR BX – anwendbar. Diese selbstregulierenden Ordnungen enthalten bestimmte *Verhaltenspflichten* für die Publikums-AG bzw. für deren Organe oder Angestellten bzw. sogar für gewisse Publikumsaktionäre – Pflichten, die nicht nur für die *Zulassung* zum Börsenhandel²⁵³ massgeblich sind, sondern ebenfalls für die *Aufrechterhaltung* der Kotierung²⁵⁴. Zwei Themenbereiche des «Kotierungsrechts», die bei Privat-AG überhaupt nicht oder meist kaum berücksichtigt werden, stehen im Vordergrund:

Bei Publikumsgesellschaften zentral sind (i) die *Publizitätsvorschriften*, die bei der *periodischen Berichterstattung* (Art. 64 f. KR; Art. 16 KR BX), bei der *Rechnungslegung* (Art. 66 ff. KR²⁵⁵; Art. 17 KR BX) sowie bei der *Ad hoc-Publizität* (Art. 72 KR²⁵⁶; Art. 18 KR

BX²⁵⁷) zum Ausdruck gelangen. In jüngerer Vergangenheit wird zunehmend Gewicht (ii) auf *Corporate Governance* gelegt²⁵⁸ – erwähnt seien bei der SWX²⁵⁹ in erster Linie die *Corporate-Governance-Richtlinie* (RLCG)²⁶⁰ vom 1. Juli 2002 sowie seit Kurzem die *Management-Transaktionen-Richtlinie* (RLMT)²⁶¹ vom 1. Juli 2005; bei Privat-AG wird Corporate Governance – wenn überhaupt – meist nur am Rande erwähnt²⁶².

Das «Kotierungsrecht» gelangt zwar ausschliesslich bei den *Publikumsgesellschaften unmittelbar* zur Anwendung. Mindestens *mittelbar* anwendbar kann das «Kotierungsrecht» jedoch ebenfalls sein bei *Organen bzw. Angestellten* der Publikums-AG einerseits (Stichworte: *Meldungen von Management-Transaktionen*²⁶³ sowie *Publizität von Entschädigungen*²⁶⁴) und sogar bei *Publikumsgesellschaften* andererseits (Stichwort: sog. «*lock-up agreements*» für eine Ausnahmegewilligung

²⁴⁸ Zusammenfassende Übersicht: KUNZ (FN 7), 142 ff.

²⁴⁹ Art. 20 BEHG; statt aller: SUSANNE METTIER, *Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz – Melde- und Veröffentlichungspflicht von Aktionär und Gesellschaft*, Diss. Zürich 1999, 5 ff. Eine aufschlussreiche Broschüre stammt von der BX: <http://www.berne-x.com/PDF/BX-OffenlegungspflichtBeteiligungenInhalt.pdf>.

²⁵⁰ *Ausnahmen bzw. Relativierungen* von der Angebotspflicht sind das «*Opting out*» sowie das «*Opting up*»; Hinweise: KUNZ (FN 17), § 10 N 160 ff./N 164 ff.; DERS. (FN 7), 144 f.; BERTSCHINGER (FN 132), 485 ff.

²⁵¹ Art. 32 BEHG; detailliert: KUNZ (FN 17), § 10 N 124 ff. m.w.H.; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Angebotspflicht*, SZW/Sondernummer BEHG, Zürich 1997, 44 ff.; CHRISTIAN KÖPFLI, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Diss. Zürich 1999, 5 ff.

²⁵² Art. 33 BEHG; PETER NOBEL, *Börsengesetz: Zur Kraftloserklärung von Resttiteln aus früheren öffentlichen Kaufangeboten*, SZW/Sondernummer BEHG, Zürich 1997, 37 ff.; PETER V. KUNZ, *Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage*, SZW 71 (1999), 181 ff.; DERS. (FN 17), § 10 N 182 ff.; HEINZ SCHÄRER/HARALD ZEITER, *Going Private Transaktionen*, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions V*, Zürich 2003, 35 ff. In diesem Zusammenhang ist die Mitteilung Nr. 3 der UEK vom 21. Juli 1997 zu beachten: <http://www.takeover.ch/112.html>.

²⁵³ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.2.

²⁵⁴ Art. 64 ff. KR sowie Art. 16 ff. KR BX.

²⁵⁵ Hauptsegment der SWX: IAS/IFRS oder US-GAAP; SCHENKER (FN 164), 163 f.; allg.: ANDREAS BERGMANN/CLAUDIUS COLLET, *Rechnungslegungsstandards in Kotierungsvorschriften*, ST 1-2/2001, 39 ff.

²⁵⁶ Hierzu: http://www.swx.com/download/about/publications/rules_listing_de.pdf; Richtlinie zur Ad hoc-Publizität (RLAHP):

www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-1_de.pdf; Kommentar zur RLAHP (Stand: 1. Mai 2005): www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-1_commentary_de.pdf. Statt aller: PETER BÖCKLI, *Ad hoc-Publizität und Insider-Strafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes*, in: Bühler (Hrsg.), *Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht*, Bern 2003, 87 ff.; MARTIN TAUFER, *Allgemeine Bemerkungen über die Ad hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX)*, AJP 9 (2000), 1120 ff.

²⁵⁷ Weniger detailliert als bei der SWX die BX: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/Ad-hoc-PublizitätE4t.pdf>.

²⁵⁸ Aktuelle Übersicht: KUNZ (FN 18), 471 ff. m.w.H., v.a. 482 ff.

²⁵⁹ Zur BX: <http://www.berne-x.com/PDF/kotierung/Governance.pdf>.

²⁶⁰ Die RLCG wird von der SWX seit dem 1. Juli 2002 angewendet: www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20020701-1_de.pdf; zur Richtlinie gibt es einen Kommentar (Stand: 1. August 2004): www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20020701-1_comm_de.pdf; Änderungen erfolgten per 1. Januar 2007 hinsichtlich der *Publizität der Entschädigungen*: http://www.swx.com/download/admission/regulation/notices/2006/notice_200604_de.pdf. Die RLCG wird in der Praxis gut beachtet: CONRAD MEYER, *Umsetzung der Corporate-Governance-Richtlinie – Analyse der Geschäftsberichte 2001–2004*, ST 3/2006, 132 ff.; zudem: www.swx.com/download/admission/being_public/governance/cg_study_de.pdf («Studie zur praktischen Umsetzung der Corporate Governance-Richtlinie»).

²⁶¹ Die RLMT – basierend auf Art. 74a KR – wird von der SWX angewendet seit dem 1. Juli 2005; www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-2_de.pdf; zur Richtlinie gibt es einen Kommentar (Stand: 1. Juli 2005): www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-2_commentary_de.pdf.

²⁶² Allg.: PETER FORSTMOSER, *Corporate Governance – eine Aufgabe auch für KMU?*, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), *Festschrift für Dieter Zobl*, Zürich 2004, 475 ff.; PETER NOBEL, *Corporate Governance und Aktienrecht – Bedeutung für KMU?*, in: von der Crone/Weber/Zäch/Zobl (Hrsg.), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht*, Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich 2003, 325 ff.; THOMAS BURKHALTER, *Zur KMU-Relevanz des Swiss Code of Best Practice*, in: Jusletter vom 15. Dezember 2003.

²⁶³ RLMT: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20050701-2_de.pdf.

²⁶⁴ Hierzu: http://www.swx.com/download/admission/regulation/notices/2006/notice_200604_de.pdf (sc. Revision der RLCG per 1. Januar 2007).

hinsichtlich dem temporären «*track record*»²⁶⁵). Die kotierungsrechtlichen Probleme sollten deshalb unter keinen Umständen unterschätzt werden.

III. Dekotierung

1. Ablauf

1.1. Motive und Aktionärsgefährdungen

Die *Motive* für eine Dekotierung sind – ähnlich wie für eine Kotierung²⁶⁶ – *zahlreich* und wohl noch weniger zu standardisieren²⁶⁷. Regelmässig sollen mit einer Dekotierung die teils als «*Nachteile*» empfundenen Gegebenheiten einer Publikums-AG (z.B. Offenlegungen des Aktionariats²⁶⁸ sowie der Vergütungen an VR/GL²⁶⁹, anforderungsreichere Rechnungslegungsstandards²⁷⁰, Gefährdung durch «*unfriendly takeovers*»²⁷¹) wieder *rückgängig* gemacht werden; nicht zu unterschätzen ist sicherlich ebenfalls der *Kostenfaktor*, der gerade bei «*small caps*» sowie bei unechten Publikums-AG die Frage nach dem richtigen Verhältnis von Aufwand und Ertrag in den Vordergrund stellen dürfte²⁷².

Die *Aktionärsgefährdung* ist offensichtlich, denn die «*exit*»-Variante wird zwar nicht ausgeschlossen, aber ganz erheblich *relativiert* – und zwar in verschiedenen Bereichen: (i) Die *Börse* als (Verkaufs-)Markt²⁷³ fällt weg, und (ii) es besteht des weiteren *kein «indirektes Austrittsrecht»* mehr als Folge der *Angebotspflicht* im

Rahmen von Art. 32 BEHG²⁷⁴; und schliesslich wird (iii) bei Privat-AG wieder ein *weniger liberales Vin- kulierungsregime* möglich²⁷⁵. Diese Gefährdungen der Gesellschafter werden *teilweise kompensiert* im Dekotierungsverfahren²⁷⁶ – und zwar sowohl durch «*voice*» als auch durch «*exit*»²⁷⁷. Angesichts der Gefährdungslage überrascht nicht, dass zahlreiche Rechtsfragen einer Antwort harren²⁷⁸.

1.2. Technisches

Ähnlich wie die Kotierung besteht die *Dekotierung* aus einem *juristisch-technischen Akt*, der sowohl bei der SWX als auch bei der BX in erster Linie im jeweiligen *Kotierungsreglement* umschrieben ist. Im Verhältnis zum komplexen Vorgang der Kotierung erscheint die Dekotierung indes als *relativ einfach*; die beiden schweizerischen Börsen verfügen über Dekotierungsordnungen, die sich stark ähneln:

Art. 23 Abs. 2 KR BX lässt eine *reguläre Dekotierung* von Beteiligungspapieren zu «auf begründetes Gesuch eines (...) Emittenten hin, wobei die Zulassungsstelle die Interessen des Börsenverkehrs und der Anleger und gegebenenfalls des Emittenten berücksichtigt. Ist die Dekotierung vom Emittenten auf das Jahresende bzw. auf einen bestimmten Stichtag geplant, beträgt die Kündigungsfrist drei Monate und muss vom Verwaltungsrat bestätigt werden».

Die SWX gestattet eine *reguläre Dekotierung* von Beteiligungspapieren, und zwar ebenfalls «auf begründetes Gesuch eines (...) Emittenten hin, wobei die Zulassungsstelle die Interessen des Börsenverkehrs, der Anleger und des Emittenten berücksichtigt. Sie kann namentlich die rechtzeitige Ankündigung und ausreichende Fristen bis zur Dekotierung zur Auflage machen» (Art. 80 Ziff. 1 KR)²⁷⁹; die Details zu Art. 80 Ziff. 1 KR finden sich in der *Richtlinie betr. Dekotierung von Valoren*, die am 1. Januar 2001 in Kraft trat²⁸⁰.

Über die Dekotierung entscheidet in eigener Kompetenz der Emittent²⁸¹, doch immerhin kann die SWX den Zeitpunkt der Ankündigung sowie den letzten Han-

²⁶⁵ Die Zulassungsstelle der SWX kann vom «*track record*» bzw. von der «*3 Jahresregel*» gemäss Art. 7 KR für junge Unternehmen ein *Ausnahme* bewilligen (d.h. die Mindestdauer *verkürzen*), diese aber von Auflagen abhängig machen; beliebt ist eine Bewilligungserteilung unter der *Auflage*, dass *Aktionäre* mit einer Beteiligung von mindestens 2% ein *Veräusserungsverbot* («*lock-up agreement*») eingehen und somit – zumindest temporär – auf einen «*exit*» *verzichten*, bis der «*track record*» vorliegt; SCHENKER (FN 164), 12 f.; zudem: ZBINDEN (FN 5), 110 ff.; Basis für diese Ausnahme ist Art. 77a KR i.V.m. einer entsprechenden Richtlinie betr. Veräusserungsverbote (Lock-up Agreements) per 1. April 2004: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20040401-1_de.pdf; zudem: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20040401-1a_de.pdf.

²⁶⁶ Vgl. dazu vorne II. 1. 1.1.

²⁶⁷ Übersicht: KOHLIK (FN 14), 35 ff. m.w.H.; DANIEL LENGAUER/BEAT UTZINGER/CATHERINE MORF, *Going Private – Rechtliche und steuerliche Aspekte, Hintergründe und konkrete Ausgestaltung der entsprechenden Übernahmeangebote*, ST 4/2003, 277.

²⁶⁸ KOHLIK (FN 14), 48 ff.

²⁶⁹ Vgl. dazu vorne II. 3. 3.1.

²⁷⁰ KOHLIK (FN 14), 54 ff.; allg.: WOLFGANG DIETER BUDDE/ELGIN STEUBER, *Börsennotierte Gesellschaften und internationale Rechnungslegung, Trend zur Vereinheitlichung der unternehmerischen Rechnungslegung*, ST 5/1999, 503 ff.

²⁷¹ Die Dekotierung stellt somit allenfalls eine *präventive Abwehrmassnahme* dar: KOHLIK (FN 14), 59 ff.

²⁷² KOHLIK (FN 14), 57 ff.; PHILIPP LÜTOLF/ANDREAS NEUMANN, *Going Private versus Staying Public*, ST 10/2004, 825 ff.

²⁷³ KUNZ (FN 17), § 4 N 79 ff.

²⁷⁴ Vgl. dazu vorne II. 3. 3.2.

²⁷⁵ Vgl. dazu vorne II. 3. 3.1.

²⁷⁶ Vgl. dazu hinten III. 1. 1.3.

²⁷⁷ Kritisch KOHLIK (FN 14), 350: «Dem Anspruch an eine faire Ausstiegsmöglichkeit wird ein solches Instrument [sc. die temporäre Aufrechterhaltung des Handels] nicht gerecht».

²⁷⁸ Übersicht: ANDREAS RÖTHELI/JACQUES IFFLAND, *La Décotation*, SZW 76 (2004), 305 ff.

²⁷⁹ Detailliert: KOHLIK (FN 14), 242 ff., v.a. 247 ff.

²⁸⁰ Hierzu: http://www.swx.com/download/admission/regulation/guidelines/swx_guideline_20010101-1_de.pdf.

²⁸¹ Unbesehen dessen hat der Emittent ein *Dekotierungsgesuch* zu stellen und dieses zu begründen; das Gesuch muss *einen Monat vor* der Ankündigung der Dekotierung gestellt werden: Dekotierungs-RL SWX: N 12.

delstag festlegen²⁸². M.E. primär zum *Schutz der Investoren* müssen zwei Mechanismen beachtet werden: (i) Es braucht ein sog. *Dekotierungsinserat* («voice»), und zwar mindestens *drei Monate* vor dem letzten Handelstag²⁸³; (ii) ausserdem muss, wenn eine Publikumsstreuung von mehr als 5% besteht, ein sog. *ausserbörslicher Handel* («exit») aufrecht erhalten bleiben²⁸⁴ für längstens *sechs Monate* nach der Dekotierung²⁸⁵.

1.3. Kotierungsrechtliche Kompensationen?

Unter dem Aspekt des Investorenschutzes bzw. des *Aktionärsschutzes* ist zu beachten, dass mit der Dekotierung die bisherige «exit-Variante» *relativiert* wird. Folglich sollte diese Relativierung *konzeptionell kompensiert* werden²⁸⁶, was insbesondere eine *Verstärkung der «voice»-Variante* im Dekotierungsverfahren nahe legt; tatsächlich gelangt diese Kompensation denn auch zum Ausdruck, wenn auch bloss in geringem Masse. Des Weiteren wird eine modifizierte «exit»-Variante verlangt:

(i) «Voice» wird bei der SWX insofern durch Transparenz und Information verstärkt, dass ein *Dekotierungsinserat* gemäss Art. 46 KR sowie eine sog. «*Offizielle Mitteilung der SWX*» publiziert werden müssen²⁸⁷; doch deren Informationsgehalt erscheint gering²⁸⁸. Der «Ausstieg» soll den Investoren trotz Dekotierung nicht verunmöglicht werden – d.h. (ii) «exit» wird durch *zwei Mechanismen* mindestens temporär «sichergestellt»²⁸⁹, nämlich einerseits durch die *dreimonatige Frist* zwischen Orientierung und Dekotierung²⁹⁰ und andererseits durch die Pflicht zur *Aufrechterhaltung eines ausserbörslichen Handels* während maximal sechs Monaten nach der erfolgten Dekotierung²⁹¹. In jedem Fall bleibt die Diskrepanz bei den Aktionärsschutzpflichten im

Rahmen einer Kotierung oder einer Dekotierung erheblich²⁹².

Das «*Kotierungsrecht*» kann nur in seiner eigenen Domäne – also in Bezug auf die Emittenten als Mitglieder der Börsen – anwendbar sein²⁹³. D.h. wenn es um die Frage des *Gesellschafterverhältnisses* geht, müssen zusätzlich das *Gesellschaftsrecht* sowie das *Börsenrecht* im Hinblick auf den Aktionärs- bzw. Minderheitenschutz untersucht werden. In diesem Zusammenhang ist abzuklären, ob die börsengesellschaftsrechtliche Ordnung irgendwelche *Schutzmechanismen* für die Aktionäre wegen ihrer durch die Dekotierung erlittenen «exit»-Relativierung vorsieht (z.B. «voice» durch eine Mitsprache in einer GV²⁹⁴ oder «exit» durch eine Angebotspflicht²⁹⁵).

2. Ausgewählte Einzelfragen

2.1. Zuständigkeit: GV, Sonderversammlung oder VR?

a. Ausgangslage

Ähnlich wie bei der Kotierung²⁹⁶ stellt sich bei der *Dekotierung* die Frage nach dem *zuständigen Organ* für die Beschlussfassung. Im Vordergrund stehen zwar (i) die GV oder (ii) der VR der Gesellschaft, doch soll im Folgenden zusätzlich abgeklärt werden, ob allenfalls (iii) eine *Sonderversammlung* gewisser (Minderheits-) Aktionäre kompetent ist.

U.a. zur Thematik der Entscheidkompetenz hat sich ein bekanntes Urteil des Bundesgerichtshofs (BGH) in Deutschland geäussert, nämlich der «*Macrotron*»-*Entscheid*, der im Ausland²⁹⁷ und in der Schweiz²⁹⁸

²⁸² Dekotierungs-RL SWX: N 4 f.

²⁸³ Dekotierungs-RL SWX: N 6; diese Frist kann auf minimal fünf Börsentage verkürzt werden (Dekotierungs-RL SWX: N 9).

²⁸⁴ Die Bedeutung dieses Handels ist umstritten und führte z.B. beim «going private» von «Unigestion» zu Kritik; Hinweise: KOHLIK (FN 14), 249 f.

²⁸⁵ Dekotierungs-RL SWX: N 7.

²⁸⁶ Vgl. dazu vorne I. 3. 3.1. Allg. zum Postulat des Aktionärsschutzes bei einem «going private»: Inderbitzin (FN 14), 171 ff.

²⁸⁷ Dekotierungs-RL SWX: N 6.

²⁸⁸ Es erfolgt nur die «Ankündigung der Dekotierung».

²⁸⁹ Ähnlich: KOHLIK (FN 14), 20.

²⁹⁰ Dekotierungs-RL SWX: N 6; an der BX besteht eine «Kündigungsfrist» von drei Monaten (Art. 23 Abs. 2 KR BX) – es soll mit dieser Transparenz *verhindert* werden, dass die *Aktionäre überrumpelt* werden; die Investoren haben folglich die Möglichkeit, sich noch *vor der Dekotierung* von den Titeln zu trennen (also: «exit» *vor Dekotierung*).

²⁹¹ Dekotierungs-RL SWX: N 7; mit diesem Mechanismus soll ebenfalls *verhindert* werden, dass die *Aktionäre überrumpelt* werden; die Investoren haben m.a.W. die *zusätzliche* Möglichkeit, die Titel *nach der Dekotierung* zu veräussern (also: «exit» *nach Dekotierung*).

²⁹² KOHLIK (FN 14), 263 ff.

²⁹³ Nicht zu vergessen ist ausserdem, dass m.E. das *schweizerische «Kotierungsrecht» nicht hoheitlich* ist – und zwar trotz EBK-Genehmigung im Rahmen von Art. 4 Abs. 2 BEHG.

²⁹⁴ Vgl. dazu hinten III. 2. 2.1.

²⁹⁵ Vgl. dazu hinten III. 2. 2.2.

²⁹⁶ Vgl. dazu vorne II. 2. 2.1.

²⁹⁷ Auswahl: JACK SCHIFFER/AXEL GOETZ, Umsetzung des Macrotron-Urteils: Spruchverfahren nach regulärem Delisting, BB 9/2005, 458 ff.; JOHANNES ADOLFF/JOHANNES TIEVES, Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse (...), BB 16/2003, 797 ff.; MARKUS LINNERTZ, Klagebefugnis des Anlegers gegen ein Delisting der von ihm gehaltenen Aktien – Macrotron, BB 2002, 2247 f.; HARTWIN BUNGER, Delisting und Hauptversammlung, BB 2/2002, 53 ff.; zudem: PETER O. MÜLBERG, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 104 ff.; WOLFGANG GROSS, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 141 ff.; HALASZ/KLOSTERS (FN 192), 474 ff., v.a. 481 ff.

²⁹⁸ Statt aller: PETER NOBEL, Zur Dekotierung von der Börse (...), SZW 75 (2003), 113 ff.; MARKUS RUFFNER/KAREL KOHLIK, Einführung und Verortung neuer Schutzinstrumente beim freiwilligen Börsenrückzug – eine Analogiebetachtung zum deutschen «Macrotron»-Entscheid, in: Waldburger/Baer/Nobel/Bernet (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Peter Nobel, Bern 2005, 623 ff. sowie 639 ff.; KOHLIK (FN 14), 280 ff.

eine breite juristische Debatte ausgelöst hat. Der BGH sprach sich – als *erster* Schutzmechanismus für die Gesellschafter – für die Hauptversammlung (also: GV) als zuständiges Organ aus und begründete dies insbesondere verfassungsrechtlich. «Macrotron» ist zwar *rechtsvergleichend* interessant, doch weniger *de lege lata* als vielmehr *de lege ferenda*²⁹⁹. Da «Macrotron» nicht direkt anwendbar ist, muss das schweizerische (Gesellschafts-)Recht die Antwort geben.

Die *gesellschaftsrechtliche Ausgangslage* ist simpel: «Der Verwaltungsrat kann in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht nach Gesetz oder Statuten der Generalversammlung zugeteilt sind» (Art. 716 Abs. 1 OR)³⁰⁰. Es ist also ein «Ausschlussverfahren» vorzunehmen, d.h. sollte nicht die GV – oder: nicht eine Sonderversammlung der AG, die eine «Mini-GV» darstellt³⁰¹ – zuständig sein, ist zwangsläufig der VR kompetent³⁰².

b. Details

Ob die GV das zuständige Organ der AG für die Dekotierung ist, muss eine Gesetzesauslegung ergeben. Die gesellschaftsrechtliche Grundnorm für die Befugnisse der GV ist *Art. 698 OR* – indes sind Dekotierungen in dieser Norm *nicht* erwähnt. Immerhin behält Ziff. 6 der Regelung generell das «Gesetz» vor; doch *keine gesetzliche* Regelung – auch nicht im BEHG³⁰³ – spricht die innergesellschaftliche Kompetenzordnung für Dekotierungen an. Ein Teil der Lehre *bejaht* eine GV-Kompetenz³⁰⁴, ein anderer Teil *verneint* sie hingegen³⁰⁵.

Als Folge der gesetzlichen Subsidiärkompetenz des VR können ganz prinzipiell GV-Kompetenzen *per analogiam* nur mit grösster Zurückhaltung angenommen werden; im Hinblick auf die Dekotierung besteht m.E. *kein Raum* dazu. So muss eine «Gleichsetzung» der De-

kotierung z.B. mit der *Vinkulierung* (Art. 627 Ziff. 8 OR)³⁰⁶ *abgelehnt* werden³⁰⁷.

Sonderversammlungen (SV) als «Mini-GV» sind Spezialgremien, die nur «in präzise umschriebenen Einzelfällen» nebst der GV bestehen³⁰⁸. Eine SV ist *de lege lata* einzig für die *Vorzugsaktionäre* im Fall einer Beinträchtigung ihrer Rechte vorgesehen³⁰⁹. SV werden ausserdem für die *Stimmrechtsaktionäre* bei AG³¹⁰ und für die Minderheitsaktionäre bei einem *nachträglichen «opting out»* bei Publikums-AG³¹¹ diskutiert; doch in beiden Fällen ist das Erfordernis einer SV *abzulehnen*. Das Postulat³¹² einer SV für die Minderheitsaktionäre bei einer *Dekotierung* ist zwar sympathisch (und *de lege ferenda* zu diskutieren) – heute *fehlt* indes die rechtliche Grundlage³¹³.

Dies führt m.E. zum folgenden Ergebnis: Da heute *weder die GV noch eine SV* der Publikumsaktionäre für die Beschlussfassung über eine Dekotierung zuständig sind, ist ausschliesslich der VR der Gesellschaft – als Folge von Art. 716 Abs. 1 OR – kompetent; da *keine unübertragbare Aufgabe* vorliegt³¹⁴, kann der VR, muss aber nicht eine sog. *Beschlussdelegation* an die GV vornehmen, an deren Ergebnis er gebunden ist³¹⁵. Die mit der Dekotierung nicht einverstanden Aktionäre haben keine Anfechtungsklage (ausser für den Fall einer Beschlussdelegation), zumindest aber eine Verantwortlichkeitsklage gegen den VR.

2.2. Angebotspflicht bzw. Austrittsrecht?

Im erwähnten «Macrotron»-Urteil des deutschen BGH³¹⁶ wird als *zweiter* Schutzmechanismus zuguns-

²⁹⁹ Für die Rechtsanwendung bringt «Macrotron» m.E. im Prinzip nichts, weil – als Folge der Auffangkompetenz gemäss Art. 716 Abs. 1 OR – *keine Gesetzeslücke* bestehen kann, allenfalls aber für die Rechtssetzung: KUNZ (FN 26), 43 ff.

³⁰⁰ Das *Börsenrecht* als «lex specialis» enthält *keine modifizierende* Kompetenzordnung zu dieser *Grundnorm des Aktienrechts* als «lex generalis».

³⁰¹ FELIX HORBER, Die Sonderversammlung im Aktienrecht, Zürich 1995, 17 Fn. 15; KUNZ (FN 17), § 12 N 178.

³⁰² Die Ausführungen konzentrieren sich auf die *gesetzlichen Grundlagen – statutarische* Regelungen bei Publikums-AG zur Dekotierung sind unbekannt.

³⁰³ Das *Börsenrecht* sieht zwar verglichen mit dem Aktienrecht zusätzliche *GV-Kompetenzen* vor (z.B. Art. 29 Abs. 2 Satz 2 BEHG – hierzu: BÖCKLI (FN 16), § 7 N 190 ff., der von keiner Kompetenzverschiebung ausgeht), doch nicht im Zusammenhang mit einem «going private».

³⁰⁴ In erster Linie: BERTSCHINGER (FN 193), 327 f. – argumentierend, ein GV-Entscheid sei «sachgerecht» (a.a.O. 327).

³⁰⁵ RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 629 m.w.H. in Fn. 57 (dann aber wieder im Zweifel: 635 [«nicht eindeutig»]); KOHLIK (FN 14), 350; RÖTHELI/IFFLAND (FN 278), 318 m.w.H. in Fn. 129.

³⁰⁶ Die GV-Kompetenz bei der Vinkulierung ergibt sich aus der Notwendigkeit, diese Übertragungsbeschränkung in den *Statuten* vorzusehen, was eine *Statutenänderung mit qualifizierter Mehrheit* voraussetzt: Art. 698 Abs. 1 Ziff. 1 OR i.V.m. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR. Obwohl BERTSCHINGER (FN 193), 327 f. eine GV-Kompetenz bejaht, will er zumindest das *qualifizierte Mehrheitserfordernis* von Art. 704 Abs. 1 Ziff. 3 OR *nicht* anwenden (a.a.O. 328); *de lege ferenda* sprechen sich hingegen RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 637 f. für ein qualifiziertes Mehr aus, und zwar als Folge der Vergleichbarkeit mit einer Vinkulierung.

³⁰⁷ Ebenfalls skeptisch: KOHLIK (FN 14), 288.

³⁰⁸ HORBER (FN 301), 18; detailliert: KUNZ (FN 17), § 12 N 176 ff. m.w.H.

³⁰⁹ Art. 654 Abs. 2 Satz 1 OR; vergleichbare SV gibt es zudem bei den Partizipanten sowie bei den Genussscheinberechtigten: KUNZ (FN 17), § 12 N 180.

³¹⁰ Details: KUNZ (FN 17), § 12 N 181 ff.

³¹¹ Die EBK lehnte mit Verfügung vom 23. Juni 2000 i.S. Esec/Unaxis eine SV bereits ab; detailliert: KUNZ (FN 17), § 12 N 186 ff.

³¹² BERTSCHINGER (FN 193), 327 Fn. 87 will eine SV als «aktienrechtskonform» mit dem «Geist von Art. 19 OR» zumindest «erwägen»; allg.: KOHLIK (FN 14), 290 ff.

³¹³ Gl.M.: RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 635 ff.; KOHLIK (FN 14), 291.

³¹⁴ Die Dekotierung gehört insbesondere nicht zur Oberleitung der AG: Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

³¹⁵ M.E. gehört die Dekotierung zu den «wichtigen Geschäften», die delegierbar sind; unzulässig hingegen wäre eine sog. Konsultativabstimmung – Details: KUNZ (FN 17), § 12 N 128 ff.

³¹⁶ Vgl. dazu vorne III. 2. 2.1. a.

ten der Minderheitsaktionäre – zusätzlich zur GV- bzw. Hauptversammlungskompetenz – ein *Pflichtangebot* entweder der AG oder aber des Grossaktionärs vorgesehen³¹⁷, das also m.a.W. eine *Art von Austrittsrecht* darstellt (den anschliessenden «*exit*»-Verlust kompensierend). Diese kreative und interessante Rechtsprechung ist für die *Schweiz nicht tel quel* anwendbar – mindestens *de lege lata*. Die aktuelle Rechtslage ist schnell dargelegt:

Im schweizerischen Kapitalgesellschaftsrecht gibt es (i) *kein (aktienrechtliches) Austrittsrecht*, obwohl ein solcher Anspruch dem Idealtypus des Minderheitenschutzes entsprechen würde³¹⁸. Die «grosse Ausnahme» – eine Art indirektes Austrittsrecht – stellt (ii) die *börsenrechtliche Angebotspflicht* gemäss Art. 32 BEHG³¹⁹ dar.

Diese börsenrechtliche Regelung gelangt bei einer Dekotierung sicherlich *nicht unmittelbar* zur Anwendung; die Ordnung zum Pflichtangebot setzt das *Überschreiten eines Grenzwertes* – also: 33 $\frac{1}{3}$ % der Stimmrechte (Art. 32 Abs. 1 Satz 1 BEHG) oder ein höherer Wert bis maximal 49% der Stimmrechte (Art. 32 Abs. 1 Satz 2 BEHG) – voraus, und eine *Dekotierung* ist im Gesetzestext *nicht* erwähnt. M.E. gibt es zudem keine überzeugenden rechtlichen Argumente in der Schweiz, um den Anwendungsbereich von Art. 32 BEHG auszudehnen, so dass ein allfälliges Argument *per analogiam abgelehnt* werden muss³²⁰.

2.3. Angemessenheitskontrolle analog Art. 105 FusG?

Im nun schon mehrfach erwähnten «*Macrotron*»-Urteil des deutschen BGH³²¹ wird schliesslich als *dritter* Schutzmechanismus zugunsten der Minderheitsaktionäre – d.h. zusätzlich zur GV- bzw. Hauptversammlungskompetenz einerseits sowie zum Pflichtangebot andererseits – eine *Angemessenheitsprüfung* für die Entschädigung in einem separaten «Spruchverfahren» vorgesehen³²². Doch diese kreative und interessante Rechtsprechung ist erneut für die *Schweiz nicht tel quel* anwendbar – mindestens *de lege lata*.

Dem schweizerischen Gesellschaftsrecht sind vergleichbare «Überprüfungsverfahren» bei Entschädigungen zwar nicht gänzlich unbekannt. Erwähnt werden kann insbesondere die *fusionsrechtliche An-*

gemessenheitskontrolle gemäss Art. 105 FusG³²³; in diesem Zusammenhang kann der Minderheitsgesellschafter «verlangen, dass das Gericht eine angemessene Ausgleichzahlung festsetzt» (Art. 105 Abs. 1 FusG).

Unbesehen dessen kann diese fusionsrechtliche Ordnung *nicht unmittelbar* angewendet werden, weil klarerweise eine *Fusion*, eine *Spaltung* oder eine *Umwandlung* vorausgesetzt wird³²⁴ – und eine *Dekotierung* ist im Gesetzestext *nicht* erwähnt. Überzeugende Argumente zur Ausdehnung von Art. 105 FusG fehlen; diese Regelung könnte beispielsweise bei Bestehen einer Lücke allenfalls zur *analogen Lückenfüllung* herangezogen werden – doch tatsächlich besteht eben *keine* Lücke³²⁵. M.E. muss deshalb in Bezug auf Art. 105 FusG auch eine *analoge Anwendung abgelehnt* werden.

3. Folgen

3.1. Grundsatz

Mit der Dekotierung ist erneut ein *rechtlicher Statuswechsel* in erster Linie für die AG von der Publikums-AG zur *Privat-AG* einerseits sowie für den Aktionär vom Publikumsaktionär zum *privaten Aktionär* andererseits verbunden. Dies hat insofern (i) *aktienrechtliche*, (ii) *börsenrechtliche* und (iii) *kotierungsrechtliche* Folgen, als dass der «Status quo ante» – d.h. die Rechtslage *vor* der Kotierung – wiederhergestellt wird³²⁶.

Konkret gelangen somit (erneut) die «allgemeinen» Aktienrechtsregelungen (Art. 620 ff. OR) *ohne aktienrechtliche Spezialnormen* für Publikums-AG zur Anwendung. Sowohl die AG als auch die Aktionäre haben ausserdem *weder das Börsenrecht noch das «Kotierungsrecht»* zu beachten. M.E. gibt es ein *rechtliches «grandfathering»* nach der Dekotierung – also sozusagen «wohlerworbenes Recht» der Gesellschaft oder der Gesellschafter aufgrund der früheren Kotierung³²⁷ – *nicht*.

3.2. Spezialität beim Börsenrecht?

Nach einer Dekotierung ist also insbesondere das *Börsenrecht* (v.a. Art. 22 ff. BEHG) auf die ehemalige Publi-

³¹⁷ Hinweise: RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 626 f.; KOHLIK (FN 14), 293 ff.

³¹⁸ Detailliert: KUNZ (FN 17), § 4 N 83 ff.

³¹⁹ Vgl. dazu vorne II. 3. 3.2.

³²⁰ Überzeugende Argumentation: KOHLIK (FN 14), 298 ff.; RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 640 ff.

³²¹ Vgl. dazu vorne III. 2. 2.1. a.

³²² Hinweise: RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 627 f.; KOHLIK (FN 14), 299.

³²³ Statt aller: URS BERTSCHINGER, Die Klagen gemäss Fusionsgesetz – ein Überblick, AJP 13 (2004), 839 ff.

³²⁴ Eine Vermögensübertragung fällt nicht in den Anwendungsbereich von Art. 105 FusG – es besteht sogar ein qualifiziertes Schweigen des Gesetzgebers: PETER V. KUNZ, Umwandlung und Vermögensübertragung im neuen schweizerischen Fusionsrecht – Blicke zurück und nach vorne, AJP 13 (2004), 813 Fn. 161.

³²⁵ ROLF WATTER, Minderheitsaktionäre und Going Private, NZZ Nr. 246 (2003), 27.

³²⁶ Nach der Dekotierung werden somit die Ausführungen zu den Folgen der Kotierung – vgl. dazu vorne II. 3. – schlicht obsolet.

³²⁷ Diese Thematik darf also nicht verwechselt werden mit dem «grandfathering» als Folge der Aufhebung des Segments «New Market» an der SWX, wonach die entsprechenden Gesellschaften «ohne Prüfung der Kotierungsvoraussetzungen» vor einigen Jahren in das Hauptsegment überführt wurden: Art. 93 KR.

kums-AG und auf die vormaligen Publikumsaktionäre *nicht mehr* anwendbar: «Der Börsenrückzug und somit erst die vollständige Dekotierung der Anteilscheine führt zu einer Aufhebung der Unterstellung einer Gesellschaft unter das Recht der Publikums-AG»³²⁸ – dies hat unmittelbare Konsequenzen betreffend Pflichten und Rechte, was an einigen Beispielen kurz angedeutet werden soll:

Einerseits muss ein jetzt zum privaten Aktionär gewordener ehemaliger Publikumsaktionär z.B. *keine Angebotspflicht* erfüllen³²⁹, selbst wenn er mehr als 33¹/₃% der Stimmen der ehemaligen Publikums-AG erwirbt³³⁰. Andererseits hat – nach der Dekotierung – ein solcher Aktionär z.B. *kein Recht zum «freeze-out»* der anderen Aktionäre³³¹; dies führt zur ohne Zweifel konsequenten, aber trotzdem umstrittenen Folgerung, dass die *Kotierung* (und damit die Anwendbarkeit des BEHG) *aufrecht erhalten* werden muss *bis zum Urteil* der Kraftloserklärungsklage gemäss Art. 33 BEHG³³².

Die *Praxis* – nicht nur im Bereich des Aufsichtsrechts – scheint nun aber gelegentlich von einer *Art «wirtschaftlicher Betrachtungsweise»* auszugehen und das *Börsenrecht* sogar trotz *fehlender Kotierung* anzuwenden, was m.E. unter dem Aspekt der *Rechtssicherheit* eigentlich Bedenken wecken müsste³³³; in diesem Zusammenhang seien *zwei Beispiele* erwähnt:

(i) Die Übernahmekommission (UEK) hat in der *Empfehlung «Rentenanstalt II»* vom 2. Dezember 2003³³⁴ festgehalten, dass die «Bestimmungen des BEHG über öffentliche Kaufangebote auch dann zur Anwendung [kommen], wenn ein zu beurteilender Sachverhalt zwar nicht unter den Wortlaut von Art. 22 Abs. 1 BEHG [sc. der eine Kotierung voraussetzt] fällt, dies allerdings nur deshalb der Fall ist, weil in concreto eine Gesetzesum-

gehung vorliegt»³³⁵. Noch einen Schritt weiter ging die UEK (ii) in der *Empfehlung «Claire»* vom 31. März 2004³³⁶, mit der *Art. 22 ff. BEHG* auf eine AG, deren Beteiligungspapiere *niemals kotiert* waren³³⁷, *angewendet* werden; dies führte schliesslich dazu, dass (iii) vom Kantonsgericht Zug gegen diese Gesellschaft, deren Aktien zu keinem Zeitpunkt an einer Börse kotiert waren, sogar eine *Kraftloserklärungsklage* (Art. 33 BEHG) zugelassen wurde³³⁸.

IV. Schluss – und einige Postulate de lege ferenda

Kotierungen (meistens im Rahmen von IPO) sowie *Dekotierungen* (meist im Zusammenhang mit Gesellschaftsübernahmen) sind *aktuelle Themen*, und zwar nicht nur in der Schweiz, sondern ebenfalls im Ausland. Generell befindet sich zurzeit die *«Börsenlandschaft» im Umbruch*, und verschiedene internationale Börsenkonsolidierungen stehen an – dies wird *unmittelbare Auswirkungen* auf die zahlreichen internationalen und auf die beiden nationalen Kotierungsordnungen haben, d.h. das *«Kotierungsrecht»* – meist ein Teil der Selbstregulierung – wird sich in Zukunft erheblich wandeln.

Die *Kotierung* in der Schweiz wird durch Selbstregulierung der Börsen geregelt³³⁹ und veranlasst kaum zu Kritik. Anders sieht es hingegen – wenig überraschend angesichts der grösseren Gefährdungslage – bei der (ebenfalls selbstregulierten) *Dekotierung* an den Börsen³⁴⁰ aus; in diesem Bereich besteht *de lege ferenda* ein *regulatorischer Handlungsbedarf*³⁴¹ – und was könnte bzw. sollte nunmehr hinsichtlich Dekotierungen unter-

³²⁸ RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 630.

³²⁹ D.h. also Art. 32 BEHG gilt nicht (mehr).

³³⁰ Folglich gelangen die anderen Aktionäre nach der Dekotierung nicht in den Genuss eines indirekten Austrittsrechts von Art. 32 BEHG – bei Privat-AG geht Art. 680 Abs. 1 OR vor.

³³¹ D.h. also Art. 33 BEHG gilt – ebenfalls – nicht (mehr).

³³² Detailliert zum Zeitpunkt der Dekotierung: KUNZ (FN 252), 187 f. m.w.H. («Bei den Privat-AG, und um solche handelt es sich bei den Publikums-AG im Anschluss an die Dekotierung, ist das BEHG [generell] nicht anwendbar, und es gibt [ja auch] kein aktienrechtliches Austrittsrecht [für die übrigen Aktionäre], das ein vergleichbares Korrelat [zu einem «Ausschlussrecht à la BEHG»] darstellt. Eine Kraftloserklärung kann nur zulässig sein, bis die Publikums-AG untergeht, also bis zur Dekotierung»: a.a.O. 188; Hervorhebungen im Original); a.M. jüngst: KOHLIK (FN 14), 220; SCHÄRER/ZEITER (FN 252), 62 f.

³³³ Die Thematik verdient es, in einen breiteren Zusammenhang gestellt zu werden, was an dieser Stelle indes nicht möglich ist; die Fragestellungen sollen bei einer späteren Publikation wieder aufgenommen werden.

³³⁴ Beim in Frage stehenden Fall ging es um dekotierte Aktien, die aber ursprünglich kotiert waren. Hierzu: [http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=58ff54112a&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=62&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=58ff54112a&tx_bumadvice_pi1[uid]=62&tx_bumadvice_pi1[view]=detail).

³³⁵ Erw. 1.3.3; als Beispiel für eine solches Gesetzesumgehung gilt nach UEK, «wenn eine kotierte Gesellschaft einzig dekotiert wird, um nachher ein öffentliches Kaufangebot unter Ausserachtlassung der börsenrechtlichen Übernahmebestimmungen zu lancieren, oder wenn mit der Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots bewusst und gezielt bis nach der Dekotierung der Aktien zugewartet wird, damit die börsenrechtlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote und der damit verbundene Schutz der Minderheitsaktionäre nicht mehr eingehalten werden müssen» (Erw. 1.3.4).

³³⁶ Der Sachverhalt basiert auf einer Abspaltung mit Sachdividende seitens der «Mövenpick-Holding». Hierzu: [http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=97e391eeac&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=58&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=97e391eeac&tx_bumadvice_pi1[uid]=58&tx_bumadvice_pi1[view]=detail).

³³⁷ Empfehlung Nr. 1: «Das geplante Kaufangebot der Carlton Holding AG für die nicht kotierten Aktien der Clair Finanz Holding AG, deren Aktien in der Form einer Sachdividende an die Aktionäre der Mövenpick-Holding ausgeschüttet werden, untersteht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995».

³³⁸ Das Urteil des Kantonsgerichts Zug blieb unpubliziert und wurde mit positiver Kommentierung wiedergegeben bei: RAFFAEL BÜCHI, Erstmalige Anwendung von Art. 33 BEHG auf eine nichtkotierte Gesellschaft, AJP 14 (2005), 496 ff.

³³⁹ Vgl. dazu vorne II.

³⁴⁰ Vgl. dazu vorne III.

³⁴¹ Ähnlich: NOBEL (FN 298), 116.

nommen werden (notabene in bewusst «rechtsvergleichender Abkupferung» beim «Macrotron»-Urteil):

Rechtspolitisch ist es m.E. angebracht, (i) eine *GV-Kompetenz* für den Beschluss – also eine aktienrechtliche Spezialnorm für Publikums-AG³⁴² – sowie (ii) ein *spezifisches Austrittsrecht* im Rahmen der börsenrechtlichen *Angebotspflicht* – z.B. ähnlich der in den USA bekannten sog. «*appraisal remedy*»³⁴³ – einzuführen. Weiter drängt sich (iii) die Einführung einer *Angemessenheitsprüfung* für die postulierte Entschädigung beim Austritt auf; hierzu wurde zu Recht festgehalten: «Analog zu Art. 105 FusG bietet es sich an, zur Überprüfung der Angemessenheit einer möglichen Entschädigung eine gesonderte Klagemöglichkeit einzuführen, wobei dieser ebenfalls keine aufschiebende Wirkung zukommen dürfte»³⁴⁴.

Das Postulat einer *GV-Kompetenz* sollte in das Verfahren der *aktuellen Aktienrechtsrevision* aufgenommen werden³⁴⁵. Doch meist mahlen die gesetzgeberischen Mühlen langsam; dass mit dem Postulat eines spezifischen Austrittsrechts bei Dekotierungen sozusagen legislatives Neuland besritten wird, dürfte wenig hilfreich sein – doch es besteht heute ein *zeitlicher Handlungsbedarf*. Eine gewisse Abhilfe könnten die SWX Swiss Exchange sowie die BX Berne eXchange schaffen: Diese *schweizerischen Börsen* hätten es in der Hand, die unbefriedigende Dekotierungs-Situation zugunsten der Minderheitsaktionäre durch *Selbstregulierung* – also durch Vorschriften in den Kotierungsreglementen³⁴⁶ – zumindest in Teilbereichen³⁴⁷ zügiger zu verbessern.

³⁴² Gleiche Forderung: RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 637 f.; KOHLIK (FN 14), 284 ff.; ein qualifiziertes Quorum im Rahmen von Art. 704 OR würde den Schutzmechanismus zusätzlich verstärken.

³⁴³ Zum Postulat einer Angebotspflicht: KOHLIK (FN 14), 305 ff. m.w.H.; Übersicht zu den «*appraisal rights*»: KUNZ (FN 17), § 4 N 128 ff. m.w.H.

³⁴⁴ RUFFNER/KOHLIK (FN 305), 638.

³⁴⁵ Hierzu: <http://www.ofj.admin.ch/etc/medialib/data/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtrevision.Par.0006.File.tmp/VE%20definitveFassung%2005.11.30%20Variante%20EDA.pdf> (Vorentwurf); <http://www.ofj.admin.ch/etc/medialib/data/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtrevision.Par.0004.File.tmp/05-11-30%20defFassungBegleitberichtVarianteEDA.pdf> (Begleitbericht zum Vorentwurf) – eine *GV-Kompetenz* für die Dekotierung würde sogar zum angestrebten Ausbau der *GV* «passen», d.h. würde sozusagen «*in line*» mit den Revisionsanliegen liegen.

³⁴⁶ Beispielsweise könnten die Reglemente als Kotierungsvoraussetzung vorsehen, dass die Statuten von künftigen Publikums-AG eine *GV-Kompetenz* für die Dekotierung enthalten müssen; unzulässig wäre es hingegen, eine Angebotspflicht für den Fall einer Dekotierung im Kotierungsreglement vorzusehen – es handelt sich um einen Themenbereich der Regulierung und nicht der Selbstregulierung; KOHLIK (FN 14), 305.

³⁴⁷ Anscheinend zurückhaltend: RÖTHELI/IFFLAND (FN 278), 321.