

Dr. iur., LL. M. Rolf Watter
Privatdozent an der Universität Zürich
Rechtsanwalt in Zürich

Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering»

Nicht im Handel



Sonderdruck aus
Aktienrecht 1992–1997:
Versuch einer Bilanz
Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär

Stämpfli Verlag AG Bern

ROLF WÄTTER

Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering»

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Gründe für die Wahl des Festübernahmeverfahrens
- III. Zulässigkeit des Festübernahmeverfahrens und dessen rechtliche Qualifikation
- IV. Spezifische Rechtsfragen beim «ersten Schritt» eines Primary Offering
 - a) Allgemeines
 - b) Besonderheiten des Generalversammlungsschlusses: die Festsetzung des Ausgabebeitrages
 - c) Finanzierung der Liberierung durch die Emitenten
 - d) Bezugsrechtsausschluss?
 - e) Garantien im Underwriting Agreement
- V. Spezifische Rechtsfragen beim «ersten Schritt» eines Secondary Offering
- VI. Rechtsfragen beim «zweiten Schritt», der Platzierung
- VII. Schlussfolgerungen

I. Einleitung

Anlässlich der Aktienrechtsrevision wurde das Festübernahmeverfahren *nicht geregelt*, obwohl dies verschiedentlich gefordert worden war². Der Grund für das gesetzgeberische Schweigen dürfte darin gelegen haben, dass angenommen wurde, dass das neue ordentliche Kapitalerhöhungsverfahren das Festübernahmeverfahren obsolet machen würde³. Das erwies sich als unrichtig, womit heute in diesem Bereich eine Gesetzeslücke besteht.

Festübernahmen von Aktien⁴ kommen in der Praxis in *zwei Formen* vor: a) In der ersten Fallgruppe erfolgt die Festübernahme *im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung*, wobei die Aktien am Tag der Generalversammlung von einer Bank (oder einem Bankensyndikat)⁵ gezeichnet und liberiert wer-

¹ Vgl. zum Begriff des Festübernahmeverfahrens Strazzera. Die Festübernahme bei der Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft, Diss. ZH 1995, 4, 5 mit zahlreichen Nachweisen.

² Vgl. Forstmoser, Zulässigkeit des Festübernahmeverfahrens für Kapitalerhöhungen unter neuem Aktienrecht? SZW 1993 101 mit Nachweisen.

³ Vgl. (statt vieler) Böckli, Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Zürich 1996, N 169a und Fn. 41; Forstmoser/Meyer-Havoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 52 N 202.

⁴ Vgl. zur Situation bei Obligationen (die nicht Gegenstand vorliegender Ausführungen sind) beispielsweise BGE 112 II 444 ff.

⁵ Es wird im folgenden gemäss Praxis in der Schweiz angenommen, eine Bank (oder ein Bankensyndikat) sei Übernehmerin. An sich genügt es, wenn die Übernehmer Effektenhändlerstatus haben, vgl. Art. 2 lit. d BEHG.

den und das Syndikat die Aktien entweder den bisherigen Aktionären oder (seltener, aber Gegenstand der vorliegenden Ausführungen) Dritten anbietet. Praktisch kommt ein öffentliches Anbieten von Aktien an Dritte bei (bisherigen) *Public Companies* nur dort vor, wo Aktien in einem fremden Markt platziert werden, um die Gesellschaft einem internationalen Investorenkreis zu öffnen.⁶

Bei Gesellschaften, die *bisher von einem zahlenmässig kleinen Aktionärskreis beherrscht* wurden, führt eine Kapitalerhöhung, bei der die Aktien durch eine Vielzahl von Dritten (durch das «Publikum») gekauft werden, zu einer *Publikumsöffnung* bzw. zu einem sogenannten «Initial Public Offering» (kurz «IPO»)⁷.

Diese Fallgruppe, bei der *neue Aktien geschaffen* werden, wird im folgenden nach der auch im Schweizer Markt üblichen amerikanischen Terminologie mit «*Primary Offering*» bezeichnet.⁸

b) In der zweiten – von der Lehre kaum beachteten – Konstellation bietet ein *Grossaktionär* (oft der Alleinaktionär) seine Aktien dem Publikum an, wobei er dies wie im ersten Fall unter Einschaltung eines Bankensyndikates macht, das die Aktien in einem ersten Schritt übernimmt, um sie dann dem Publikum zu verkaufen. Diese Festübernahmeart, bei der das Bankensyndikat die Aktien kauft (und nicht zeichnet), wird im folgenden als «*Secondary Offering*» bezeichnet.⁹

Beim IPO liegt der *wirtschaftliche Hauptunterschied* zwischen den beiden Offerarten darin, dass bei einem *Primary Offering* der vom Publikum bezahlte Preis der emittierenden Gesellschaft, bei einem *Secondary Placement* dagegen dem Verkäufer zufließt.

In die erste Gruppe gehört etwa die Ausgliederung und der IPO des Medizintechnik-Verlora von Sulzer im Sommer 1997, in die zweite der IPO von Selecta Group, bei der die Valora Holding AG Verkäuferin war. In der Praxis existieren auch Kombinationsformen, gleichzeitig aber auch die Emittentin selbst Aktien anbietet, um neue Mittel zu erhalten. Dies war beispielsweise bei der Kaba im Winter 1995 oder der Stratec im Frühling 1996 der Fall.

Festzuhalten ist ferner, dass auch beim *Primary Offering* eine Strukturierung möglich ist, mittels der dem bisherigen Grossaktionär ein «Verkaufspreis» zufließt, dies dann, wenn der Grossaktionär den zu platzierenden Geschäftsbericht¹⁰ zunächst an eine neugegründete AG verkauft und den Kaufpreis als Darlehen «stehen lässt»; im zweiten Schritt erhöht dann die Emittentin ihr Kapital (*Primary Offering*) und zahlt aus den ihr zufließenden Beiträgen das Darlehen zurück.

⁶ Vgl. zu dieser Fallgestaltung BGE 121 III 219, 237.

⁷ Im Jahre 1996 wurden in total 9 IPOs ein Emissionsvolumen von CHF 1,3 Mia. erzielt. In der ersten Hälfte des Jahres 1997 wurden bereits 8 IPOs angekündigt oder durchgeführt, vgl. NZZ vom 18. Juni 1997, Nr. 138 S. 33.

⁸ Vgl. zur Terminologie Loss/Selucmann, Fundamentals of Securities Regulation, 3. Aufl. Boston/New York/Toronto/London 1995, 75 f.

⁹ In den USA wird eine solche Transaktion aber dennoch dem Securities Act von 1933 unterstellt, dies weil der verkaufende Grossaktionär als «*underwriter*» nach § 2(11) des 1933 Act gilt (als «*controlling person*» des «*issuer*»).

¹⁰ In der Praxis handelt es sich in aller Regel um einen ganzen Konzern.

Bei einer in der heutigen Zeit der «Fokussierung» häufigen Unterart des IPO, dem «*Spin-Off*»,¹¹ sind damit im Sinne einer *Zusammenfassung* folgende Vorgehensweisen denkbar, wobei die Wahl einer Struktur in der Praxis aufgrund steuerlicher, buchhalterischer und markttechnischer Überlegungen erfolgt:

- Angenommen A sei der alleinige Aktionär von B, B hätte 100 Aktien à 1 nominal ausstehend und B hätte einen Wert von 500 (womit eine B Aktie einen Wert von 5 hat), A kann
 - entweder seine 100 Aktien dem Publikum für 500 anbieten, oder
 - seine 100 B Aktien für 500 an C Holding¹² verkaufen (gegen Darlehen), worauf C dann ihr Kapital um 500 erhöht, die neuen Aktien dem Publikum anbietet und aus dem Erlös der Kapitalerhöhung das Darlehen zurückzahlt, oder A kann schliesslich
 - das Kapital von B um beispielsweise 300 (60 Aktien à 1 nominal mit einem Ausgabebetrag von 5) erhöhen, auf sein Bezugsrecht verzichten und diese Aktien durch das Publikum zeichnen lassen (wodurch sich der Wert von B auf 800 erhöht) und gleichzeitig beispielsweise die Hälfte seiner bisherigen Aktien dem Publikum offerieren: A verbleiben in dieser Annahme 50 Aktien mit einem Wert von total 250, und er hat einen Verkaufserlös von 250 erhalten, das Publikum besitzt 110 Aktien mit einem Wert von total 550, B hat 300 zusätzliche Liquidität.

II. Gründe für die Wahl des Festübernahmeverfahrens

In der Lehre¹³ werden oft rein *technische Aspekte* als Gründe für das Festübernahmeverfahren genannt (a) so etwa (und m.E. fälschlicherweise) der Umstand, dass eine ordentliche Kapitalerhöhung nur dann zustandekomme, wenn alle Aktien auch wirklich gezeichnet würden¹⁴ oder (b) der Verwaltungsrat sei einer Publikums-Gesellschaft bei einer Generalversammlung gleich anwesend und es nicht zumutbar (oder zumindest wenig sinnvoll) sei, sich wenige Tage später für den Feststellungsbeschluss wieder zu treffen¹⁵. Während letzteres Argument zwar für ein Festübernahmeverfahren spricht, sind tatsächlich vor allem folgende Gründe ausschlaggebend:

- 11 Ausgliederung eines Unternehmensteils und Verkauf desselben an das Publikum.
- 12 In der Praxis würde C im ersten Schritt ebenfalls A gehören.
- 13 Vgl. Forstmoser/Meyer-Havoz/Noebel (Fn. 3), § 52 N 201; Böckli (Fn. 3), N 169a; für die Lage in Deutschland Köpfer, Bank und Kapitalmarktrecht, Köln 1995, N 11 90f.
- 14 Ein Teil der Lehre behauptet sogar, die Generalversammlung dürfe nicht bestimmen, dass eine Kapitalerhöhung auch dann zustandekommen kann, wenn weniger Aktien als geplant gezeichnet werden, so Meisterhans, Ausgewählte Fragen zur Kapitalerhöhung bei der Aktiengesellschaft, *JBRReg* 1994 180 ff. unter dem Titel «*unzulässige Vermischung von ordentlicher und genehmigter Kapitalerhöhung*». Diese Meinung ist m.E. falsch (wie hier OR-Zweifel/Suter, Art. 650 N 8; Isler, die Aktionäre mehrheitlich damit einverstanden, auch eine geringere Kapitalerhöhung als geplant anzubieten Aktien einen Abnehmer finden – werden dadurch weder Aktionärs- noch Gläubigerinteressen tangiert; die Ansicht von Meisterhans führe im Effekt dazu, dass das Sammeln von Zeichnungsscheinen vor der Generalversammlung (bzw. vor dem Erhöhungsbeschluss bei der genehmigten Kapitalerhöhung) gelegt werden muss, was der Gesetzessystematik klar widerspricht. Vgl. zu diesem Aspekt (statt vieler) Strazzer (Fn. 1), 13 f.; Forstmoser (Fn. 2), 101.

(a) *Börsenspezifische Gründe*: Soll ein börslicher Bezugsrechtshandel stattfinden, verlangt die Börse in der Regel, dass die «Basiswerte» für diese Optionen bereits existieren¹⁶. Diesem Verlangen kann in der Praxis nur mit einer Festübernahme nachgelebt werden.

(b) *Sicherheit und Planbarkeit für Emittentin und Verkäufer*: Die festübernehmenden Banken übernehmen das Risiko, dass sie die Aktien nicht veräussern können¹⁷ – sei es, dass sie keine Käufer finden, sei es, dass Käufer den Vertrag nicht erfüllen¹⁸. Umgekehrt kann die Emittentin (bzw. der Verkäufer beim *Secondary Offering*) einen sicher eintreffenden Betrag einkalkulieren.

(c) *Platzierungskraft der Banken/Bookbuilding*: Durch die Festübernahme werden die Banken in den Verteilungsprozess eingebunden und sorgen dafür, dass die Aktien – schon im eigenen Interesse – beim Publikum platziert werden. Anders gesagt erlaubt die Festübernahme der Emittentin oder dem Verkäufer, vom Vertriebsnetz der Banken zu profitieren¹⁹. Bei grossen und mittleren Aktienplatzierungen wird heute üblicherweise das sogenannte «Bookbuilding-Verfahren» angewandt, bei dem es darum geht, einerseits einen möglichst marktnahen Platzierungspreis zu erzielen und gleichzeitig die Aktien bei langfristig orientierten Investoren zu platzieren. Unter diesem Verfahren können interessierte Investoren Kaufangebote zu einem bestimmten Kurs abgeben, der Emissionspreis wird erst am Vorabend der Platzierung so festgesetzt, dass die übernommenen Aktien vollständig abgesetzt werden können.

(d) *Gütesiegel*: Durch die Mihaftung der Banken für den Prospekt profitiert eine Platzierung vom Ansehen der beteiligten Institute, was einerseits die Platzierung erleichtert, andererseits für die Emittentin oder den Verkäufer einen höheren Verkaufspreis verspricht.

(e) *Profitieren vom Fachwissen der Banken*: Banken bieten im Rahmen ihrer Dienstleistungen bei einer Festübernahme gleichzeitig Beratung an, insbesondere betreffend den günstigen Zeitpunkt des IPO, den Preis und die einzuschlagende Werbestrategie (u. a. im Rahmen sogenannter *Roadshows*)²⁰.

¹⁶ Vgl. das Rundschreiben der Schweizerischen Zulassungsstelle vom 1. März 1993 über das Kotierungsverfahren und Informationspflichten bei Kapitalerhöhungen, N. 8.

¹⁷ Vgl. statt vieler Strazzzer (Fn. 1), 15 f. Durch das bei IPOs heute übliche Bookbuildingverfahren (vgl. (c)) ist diese Gefahr allerdings beschränkt. Immerhin ist festzuhalten, dass die Angebote der Investoren im Bookbuilding in aller Regel nicht verbindlich sind.

¹⁸ Die Nichterfüllung kann auf Zahlungsunfähigkeit zurückzuführen sein, aber auch auf eine «force majeure». Das Bankenkonsortium behält sich in aller Regel bis zu einem gewissen Zeitpunkt ein Rücktrittsrecht vor – danach trägt es aber auch das Risiko einer «force majeure». Es ist in diesem Sinne nicht ganz korrekt zu sagen, die Banken handelten in jedem Fall treuhänderisch (so aber Forstmoser [Fn. 2], 10) – allenfalls kann man die Banken als Treuhänder für die künftigen Aktionäre verstehen, dies aber nur bei Enträumung des Bezugsrechts, vgl. Fn. 51.

¹⁹ Dieses Element ist zugegebenermassen nicht spezifisch für die Festübernahme – von der Platzierungskraft kann auch bei der kommissionswesischen Platzierung profitiert werden; vgl. zum Begriff WARTER, Prospekt (haftpflichtig), ALP 1992 48, 50 (mit weiteren Verweisen), ferner Art. 3, 11 BEHV, generell zu den Emissionsformen KÜWRELL (Fn. 13), N 11,6 ff.

²⁰ Auch diese Aspekte können natürlich ausserhalb eines Festübernahmeverfahrens angeboten werden, vgl. auch Fn. 19.

Gleichzeitig erbringen die Banken wertvolle Dienstleistungen im Zusammenhang mit der erstmaligen und späteren Lieferung der Wertpapiere (SEGA) und insbesondere bei der Erstellung des Prospektes.

III. Zulässigkeit des Festübernahmeverfahrens und dessen rechtliche Qualifikation

Die Zulässigkeit des Festübernahmeverfahrens ist heute *unbestritten*, dies trotz einer anderslautenden Formulierung in der Botschaft zur Revision des Aktienrechts²¹.

Praktisch wird die Festübernahme durch den *Übernahmevertrag*²² strukturiert – dieser definiert die Pflichten des Bankensyndikates (Zeichnung und Liberierung²³, Angebot an das Publikum, Ablieferungsspflicht) und dessen Rechte (insbesondere Ausgabenersatz, Anrecht auf eine «Kommission», Rücktrittsrecht im Falle eines Force-Majeure-Falles) sowie die Rechte und Pflichten der Emittentin bzw. des Verkäufers (die Aktien zu schaffen bzw. an das Syndikat zu verkaufen, einen Prospekt zu erstellen, dem Bankensyndikat im Rahmen des Due Diligence²⁴ Zugang zu gewissen Daten zu verschaffen, Legal Opinions eines Rechtsanwaltes und einen Comfort Letter der Revisionsstelle zu beschaffen, das Bankensyndikat von gewissen Ansprüchen freizustellen etc.). Der Übernahmevertrag enthält auch Bedingungen (z. B. die Zustimmung der Generalversammlung) und allgemeine Regelungen, etwa betreffend das anwendbare Recht.

Der Übernahmevertrag ist ein *Dienstleistungsvertrag sui generis*²⁵ mit auftragsrechtlichen (u. a. treuhänderischen) Elementen und einer Verpflichtung der Banken, Kaufverträge mit dem Publikum abzuschliessen. Das in der Schweiz kaum beachtete *Secondary Offering* ist als doppelter Kauf, verbunden mit treuhänderähnlichen Elementen zu qualifizieren.

Die Banken erbringen im Normalfall auch Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit der Festübernahme. Vertragstechnisch werden diese Leistungen aber durch einen «Engagement Letter» strukturiert – der eigentliche

²¹ Botschaft zum neuen Aktienrecht, Bern 1983 (zitiert nach Sonderdruck), 47, wo – allerdings ohne das Festübernahmeverfahren wörtlich zu nennen – von einem «Vorgehen von zweifelhafter Legitimität» gesprochen wird. Vgl. auch Böckli (Fn. 3), N 169c mit Verweisen in Fn. 46 und 47; Forstmoser/Meier-Havoz/Nobel (Fn. 3), § 52 N 208.

²² Vgl. hierzu Strazzzer (Fn. 1), 29 ff. Dessen umfassende Darstellung sei hier aus der Sicht des Praktikers folgendermassen relativiert: (a) eine Rechtswahl erfolgt stets, sobald internationale Verhältnisse vorliegen, (b) der Autor dieses Artikels hat es noch nie erlebt, dass AGB im Rahmen eines Übernahmevertrages zum Vertragsinhalt erhoben wurden.

²³ Strazzzer (Fn. 1), 46 ff.

²⁴ Vgl. dazu HÖR, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, München 1991, speziell N 174 ff.; Zorn/Arrascaus, Zur Prospekt-Pflichtspflicht der Banken bei Emissionen, Festgabe Schweizerischer Juristentag 1994, 195, 211 ff.

²⁵ Vgl. Strazzzer (Fn. 1), 139 ff., speziell Fn. 45f.

Übernahmevertrag wird praktisch erst wenige Tage (oder noch häufiger wenige Stunden) vor der Zeichnung bzw. dem Kauf unterzeichnet, wenn die Beratungsleistungen längst erbracht sind.

IV. Spezifische Rechtsfragen beim «ersten Schritt» eines Primary Offering

a) Allgemeines

Wie gezeigt unterscheidet sich das Primary Offering vom Secondary Offering dadurch, dass im «ersten Schritt» Aktien originär, durch Zeichnung des Bankensyndikates, geschaffen werden; damit muss das Bankensyndikat bei dieser Festübernahmeart auch die *technischen Aspekte einer Kapitalerhöhung* erfüllen, insbesondere die formgerechte Liberierung der Aktien sicherstellen.

In der Lehre stehen sich eine *funktionelle*²⁶ und eine *formeller*²⁷ Betrachtungsweise gegenüber. Nachfolgend wird sozusagen eine *eklektische Lickentfüllung* propagiert, da m.E. beide bislang vertretenen Meinungen Schwachstellen haben.

b) Besonderheiten des Generalversammlungsbeschlusses: die Festsetzung des Ausgabebetrages

Besonderheiten ergeben sich beim Generalversammlungsbeschluss insofern, als (a) allenfalls das *Bezugsrecht auszuschiessen* ist (dazu sogleich) und (b) unstritten ist, wie der *Ausgabebetrag* von der Generalversammlung oder gegebenenfalls vom Verwaltungsrat²⁸ festzusetzen ist. Diese Festsetzung ist aus zwei Gründen problematisch: (i) zunächst will das Bankensyndikat die neuen Aktien wegen des Kreditrisikos in aller Regel nur zum Nominalbetrag liberieren und nicht zum (bei der normalen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtshandel in aller Regel bekannten) Ausgabepreis²⁹ und (ii) gilt sodann spezifisch beim IPO, dass der Ausgabebetrag oft erst in letzter Minute festgesetzt wird, um für die *Emitentin* einen möglichst optimalen Preis festlegen zu können. Die Vertreter der formalen Betrachtungsweise erlauben in diesem Bereich die

Angabe des Nominalbetrages (allenfalls mit Erwähnung des Bezugspreises³⁰), die funktionale Theorie tritt dafür ein, dass der wirkliche Ausgabebetrag, d.h. der Preis, den das Publikum bezahlt, aufzuführen ist.³¹ Nach der vermittelnden Lösung von STRAZZER³² sollen die Aktien im Betrag des Nennwerts von den Übernehmern teilliberriert werden.

M.E. ist in diesem Bereich der formalen Betrachtungsweise zu folgen:

(a) Der Lösungsvorschlag von STRAZZER ist zwar sicher durchführbar, hat aber wegen der Notwendigkeit weiterer Verwaltungsratsbeschlüsse³³ Schwierigkeiten bei Inhaberaktien und börsentechnischer Probleme³⁴ enge praktische Grenzen. Nach der hier vertretenen Ansicht ist dieser (komplizierte) Weg unnötig.

(b) An der funktionalen Ansicht ist *problematisch*, dass der Verwaltungsrat streng genommen *keinen korrekten Feststellungsbeschluss fassen kann*, da er im Beschlusszeitpunkt nicht überprüfen kann, ob Gelder, die dem Ausgabebetrag entsprechen, wirklich geleistet wurden (Art. 652g I, 3 OR)³⁵. Auch bietet diese Ansicht dort keine Hilfe, wo im Moment der Generalversammlung der Ausgabebetrag noch nicht bekannt ist, was – wie gesagt – bei einem IPO typisch ist.

(c) Zu folgen ist damit der Ansicht von ZINDEL/ISLER,³⁶ wonach die Generalversammlung als Ausgabebetrag den *Nominalbetrag* fixiert. Über diese Ansicht hinausgehend ist zu fordern, dass in der Urkunde entweder der Bezugspreis genannt wird, falls er bekannt ist, oder dann festzuhalten ist, dass der Verwaltungsrat³⁷ den endgültigen Bezugspreis³⁸ (beispielsweise in einer Verhandlung mit den festübernehmenden Banken) festsetzt³⁹. Diese Ansicht

²⁶ Böckli (Fn. 3), N 169 f.; WÄRTNER (Fn. 19), 51.

²⁷ Forstmoser, Schweizerisches Aktienrecht, Bd. 1/1, Grundlagen, Gründung und Änderung des Aktienkapitals, Zürich 1981, § 9 N 193 ff.; Forstmoser (Fn. 2), 102 ff.

²⁸ Art. 650 I, 3 OR erlaubt die Delegation der Festsetzung des Ausgabebetrages an den Verwaltungsrat, was aber in der Praxis nicht immer hilft, sagt der Verwaltungsrat doch meist unmittelbar nach der Generalversammlung und hat damit den gleichen Wissensstand wie jene.

²⁹ Anders gesagt wollen die Banken den Betrag des Agio der Gesellschaft erst dann transferieren, wenn das Syndikat die Gelder vom «zeichnenden» Publikum erhalten hat, vgl. auch STRAZZER (Fn. 1), 51; OR-ZINDEL/ISLER, N 32 zu Art. 650.

³⁰ OR-ZINDEL/ISLER, N 16 und 32 zu Art. 650.

³¹ Böckli (Fn. 3), N 169 f.

³² Vgl. STRAZZER (Fn. 1), 57 ff.

³³ Der wegen der im allgemeinen notwendigen Änderung der Statuten und des erforderlichen Handlungsweges oft öffentlich zu beurkunden ist, vgl. allgemein Art. 634a OR.

³⁴ Zu den Inhaberaktien Art. 683 OR: Die bösliche Problematik besteht darin, dass, wenn die Liberierung erst durch das Publikum erfolgt, während einer kurzen Zeit verschiedene Aktien gleicher Kategorie ausstehend sind, voll- und teilliberriert.

³⁵ STRAZZER (Fn. 1), 51.

³⁶ OR-ZINDEL/ISLER, N 16 und 32 zu Art. 650.

³⁷ Kompetenztechnisch stellen sich m.E. keine Probleme: auch wenn man den Betrag letztlich wirtschaftlich als Ausgabebetrag betrachtet, ist eine Delegation an den Verwaltungsrat möglich, vgl. Fn. 28.

³⁸ Denkbar ist, dass die Generalversammlung einen Mindestbetrag festlegt – kritisch dazu, da er dieses als «Delegation nach oben» betrachtet, STRAZZER (Fn. 1), 56 f.

³⁹ Vertragstechnisch wird der Übernahmevertrag ungültig (oder gar nicht abgeschlossen), wenn über diesen Preis keine Einigkeit erreicht wird, in den Verträgen wird dann jeweils auch geregelt, was diesfalls mit den schon gezeichneten Aktien passiert. Wo dies in den Grenzen von Art. 659 OR möglich ist, übernimmt in aller Regel die Gesellschaft die Aktien als Vorratsaktien.

ist m.E. deshalb richtig, weil sie die grösstmögliche Flexibilität erlaubt und Aktionärs- oder Drittimteressen nicht tangiert werden⁴⁰.

In der in diesem Bereich zentralen *Verbuchungsfrage* gilt folgendes: Der von den Banken unter dem *Übernahmevertrag* transferierte Betrag darf und muss bei der Ermittlung als *Agio* eingebucht werden («Mehrerlös» nach Art. 671 II 1 OR) und nicht etwa direkt den freien Reserven zugewiesen oder gar als Ertrag verbucht werden. Zulässig ist es handelsrechtlich m.E., dass nur der Nettoerlös als *Agio* verbucht wird (also Totalerlös minus Kommissionen und Auslagen) – möglich ist es aber auch, den Bruttoerlös als *Agio* zu verbuchen und die Kommissionen als Aufwand.

c) Finanzierung der Liberierung durch die Emittentin

In der Praxis wird teilweise versucht, Wege zu finden, damit das Bankensyndikat *auch den Nominalbetrag der Kapitalerhöhung nicht aufbringen muss*⁴¹.

Die Beurteilung der Zulässigkeit einer Finanzierung der Festübernahme durch die Emittentin muss sich dabei an den *Regeln über die Vorratsaktien* orientieren⁴². Darlehen durch die Aktiengesellschaft an das Bankenkonsortium sind wegen des Verbotes der Einlagerückgewähr (Art. 680 II OR) und der Unterpriemission (Art. 624 OR) dann unzulässig, wenn die Emittentin nicht über einen entsprechenden Betrag frei verfügbarer Mittel verfügt⁴³. Möglich ist auf jeden Fall, dass beispielsweise der Lead Manager den Nominalbetrag aufbringt und von der Emittentin verlangt, dass diese den im Rahmen der Kapitalerhöhung erhaltenen Nominalbetrag auf ein zinsloses block-

kirtes Konto bei dieser Bank einzahlt⁴⁴. Vorteil dieses Vorgehens ist, dass so nur geringe Finanzierungskosten entstehen.

d) Bezugsrechtsausschluss?

Beim IPO stellt sich die Frage an sich gar nicht, ob bei der Festübernahme das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre ausgeschlossen werden muss – ein Bezugsrechtsausschluss ist unabhängig davon nötig, ob der IPO über eine Festübernahme abgewickelt wird. Anzumerken ist, dass eine Publikumsöffnung in aller Regel einen sachlichen Grund für einen Entzug darstellen wird⁴⁵.

Es soll hier aber dennoch kurz auf die kontroverse Frage eingegangen werden, ob ein Bezugsrechtsausschluss (und damit ein Quorum nach Art. 704 I 6 OR und die Prüfungsbestätigung nach Art. 652 f. II OR) dann erforderlich ist, wenn sich das Bankensyndikat verpflichtet, die Aktien den bisherigen Aktionären – bzw. in der Praxis weit häufiger, den Bezugsberechtigten nach einer Phase eines Bezugsrechtshandels – anzubieten. M.E. muss hier – im Gegensatz zur Frage der Festsatzung des Ausgabebetrages – betreffend *Quorum der funktionalen Betrachtungsweise*⁴⁶ gefolgt werden, wobei aber am *Erfordernis einer Prüfungsbestätigung* festgehalten werden sollte⁴⁷.

Im Rahmen der Prüfungsbestätigung würde die Revisionsstelle prüfen, ob der Kapitalerhöhungsbereich rechtsgenügend darlegt, dass sich die Banken gültig verpflichtet haben, den bisherigen Aktionären das Bezugsrecht einzuräumen.

Der Grund für diese Ansicht im Bereich des Quorums – rechtstechnisch handelt es sich um Lückenfüllung in Anbetracht der fehlenden gesetzlichen Normierung des Festübernahmeverfahrens⁴⁸ – liegt wiederum darin, dass weder Aktionärs- noch Drittimteressen tangiert werden, wenn kein Bezugsrechtsausschluss angenommen wird:

(a) Die Aktionäre «erhalten» bei einer Festübernahme, bei der sich die Bank verpflichtet, ihre Bezugsrechte zu wahren, genau gleich viel wie beim

⁴⁰ Aktionäre können sich m.E. deshalb nicht wehren, weil eine Delegation der Festsatzung des Ausgabebetrages an den Verwaltungsrat auch möglich ist, ihnen mithilfe durch Mehrheitsentscheid die Kontrolle über diesen Aspekt entzogen werden kann (zu berücksichtigen ist in der IPO-Situation immer, dass die Aktionäre zunächst dem Bezugserlösausschluss zustimmen müssen). Handelt der Verwaltungsrat allerdings bei der Festsatzung fähigst und wird deswegen der Ausgabepreis zu tief angesetzt, steht den Aktionären die Verantwortlichkeitsklage zu. Drittimteressen sind deshalb nicht tangiert, weil Dritte nur einen Anspruch darauf haben, dass neue Aktien mindestens zum Nominalwert ausgegeben werden.

⁴¹ Vgl. STRAZZER (Fn. 1), 61 ff.
⁴² STRAZZER (Fn. 1), 61 f.; zu den Vorratsaktien etwa BGE I 17 II 293 ff.; ZOLL, *Rechtliche Probleme im Zusammenhang mit der Schaffung von Vorratsaktien*, SZW 1991 I ff.

⁴³ Vgl. statt vieler STRAZZER (Fn. 1), 63 mit weiteren Nachweisen. Verwirrtlich ist die in der Lehre oft verwendete Formulierung, das Darlehen dürfe nicht «aus gebundenen Mitteln» gewährt werden», Bilanztechnisch wird ein Darlehen durch einen Tausch von Barmitteln in eine Darlehenforderung geschnitten, die Passivseite wird gar nicht tangiert. Fraglich ist aber (gleich wie beim Kauf eigener Aktien), ob ein entsprechender Posten «freie Reserven» existiert, der dann – als Folge des Darlehens – wie beim Kauf eigener Aktien «gespart» werden muss, bis das Darlehen zurückbezahlt ist.

⁴⁴ In dieser Vorgehensweise stellt sich die Problematik von Art. 680 II OR prinzipiell auch, da der Nominalbetrag zurück an den Aktionär (d.h. die Bank) fliesst. M.E. genügt es hier aber, dass an der Möglichkeit der Bank, die Gelder zurückzahlen in der Regel kein Zweifel besteht bzw. das Risiko einer Nichtrückzahlung gleich ist, wie bei irgendeiner Anlage und es nicht darauf ankommen kann, eine Anlage als ungültig zu erklären, nur weil die entsprechende Bank auch Aktionärin ist. Vgl. hierzu OR-KOBER, N 22 zu Art. 680f.

⁴⁵ Vgl. BGE 121 III 219, 237 (für Platzierungen im Ausland).
⁴⁶ Insbesondere Bockel (Fn. 3), N 169g; vgl. auch Art. 29 VII der 2. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie der EU (77/91/EWG) und diese Bestimmung implementierend § 186 V DAKtG; anders FOKSTROSER/MEIER-HAVOZ/NOBEL (Fn. 3), § 52 N 204; STRAZZER (Fn. 1), 255; OR-ZINDEL/SLUR, N 37 zu Art. 650; FOSSTRÖSSER (Fn. 27), 104 f.

⁴⁷ Auch hat der Generalversammlungsbeschluss die Aufhebung des Bezugsrechts «zugunsten der festübernehmenden Banken, die sich ihrerseits verpflichtet haben, den bisherigen Aktionären ein wirtschaftlich identisches Bezugsrecht einzuräumen», festzuhalten.

⁴⁸ Im Rahmen dieser Lückenfüllung ist nicht ersichtlich, weshalb nur eine «schwarze oder weisse» (d.h. Anwendung aller oder keiner Regeln über den Bezugsrechtsausschluss) Lösung möglich sein soll.

formellen Bezugsrecht, ja in aller Regel mehr, erlaubt doch die Festübernahme, dass das Bezugsrecht handelbar ausgestaltet wird⁴⁹. Damit ist nicht einzuqualifizieren Mehr erhöht werden müsste.

(b) Den Aktionären erwachsen – wenn man am Erfordernis der Prüfungsbestätigung festhält – auch keine Gefahren: haben sich die Banken im Rahmen des Übernahmevertrages verpflichtet, die Bezugsrechte zu honorieren, darf davon ausgegangen werden, dass diese staatlich kontrollierten Institute⁵⁰ solchen Verpflichtungen sorgfältig nachleben. Nicht einmal ein Konkurs eines solchen Institutes hätte negative Konsequenzen für die Aktionäre: da die Banken als Treuhänder agieren⁵¹, sind die im Rahmen der Festübernahme erworbenen Aktien für die Bezugsberechtigten aussonderbar⁵².

e) Garantien im Underwriting Agreement

In jüngerer Zeit ist es üblich geworden, dass die Emittentin im Übernahmevertrag analog zu den Gepflogenheiten in den USA und in England gegenüber den Banken *Gewährleistungen und Garantien* («representations and warranties») abgibt und sich verpflichtet, die Banken bei deren Verletzung zu *entschädigen oder schadlos zu halten*⁵³. Die zentrale Gewährleistung erstreckt sich jeweils auf die (meist konsolidierte) Rechnungslegung, deren Korrektheit nach den jeweils anwendbaren Grundsätzen⁵⁴ zugesichert wird und teilweise auch auf den Prospekt als Ganzes. Daneben finden sich meist ein bis zwei Dutzend zusätzlicher Garantien.

Erweist sich eine abgegebene Garantie – beispielsweise diejenige über die Rechnungslegung, weil zu hohe Gewinne ausgewiesen wurden – als falsch, kann sich dieser Fehler zunächst auf den *Platzierungserfolg* auswirken, wenn er noch vor abgeschlossener Platzierung entdeckt wird. Wahrscheinlicher ist führt (aus Prospekthaftpflicht⁵⁵ oder Kaufvertrag) und diese dann aus dem Übernahmevertrag auf die Emittentin Regress nehmen wollen.

49 Vgl. zur börslichen Handelbarkeit oben, Text bei Fn. 16.
50 Auch Broker fallen unter eine Kontrolle, vgl. Fn. 5.
51 Vgl. Fn. 18; die Banken agieren dabei im Falle, wo Aktionäre ein Bezugsrecht haben, als Treuhänder für die Aktionäre und nicht für die Aktiengesellschaft, da der Übernahmevertrag diesbezüglich als M.E. nach Art. 401 OR, vgl. Fn. 51 und generell WÄTTER, Die Treuhand im Schweizer Recht, ZSR 1995 II 179, 221 ff. Fraglich – m.E. aber zu bejahen – ist, ob Art. 16 Ziff. 2 BankG anwendbar ist, da die Berechtigten keine Kunden sind. Diese Bestimmung gilt aber unverändertlichweise nicht für Broker, vgl. WÄTTER, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 1997 269, 278; BGE 112 II 444 ist in der hier diskutierten Konstellation nicht relevant.
52 Die Entscheidungspflicht geht weiter und umfasst auch entgangenen Gewinn.
53 IAS, FER, US GAAR, EU Vgl. allgemein BERTSCHINGER/ZEHNHÄUSER, Konzernabschluss verstehen, Zürich 1996, 138 ff.
54 Vgl. zu den Klagevoraussetzungen OR-WÄTTER, N 13 ff. zu Art. 752.

Eine Zahlung der Emittentin an die Banken unter einer solchen Garantie ist rechtlich aus drei Gründen *problematisch*:

(a) Zunächst wird die *Lage der Emittentin durch die Zahlungspflicht noch schlimmer* was bedeutet, dass diejenigen Käufer von Aktien, die keine Klage erhoben haben, doppelt bestraft werden: erstens durch die Entdeckung des Fehlers im Prospekt (beispielsweise in der Rechnungslegung), der die Aktienkurse gedrückt hat und zweitens durch die zusätzliche Zahlungspflicht der Emittentin.

Andererseits kann argumentiert werden, dass die Emittentin nur das zurückgibt, was sie – wegen des falschen Prospekts – zuviel erhalten hat. Dieses Gegenargument ist aber deshalb nicht immer stichhaltig, weil alle Investoren zuviel bezahlt haben und vielleicht die Ersatzzahlung werden damit diejenigen «bestraft», die nicht geklagt haben (dies aber dank der langen Verjährungsfrist von Art. 760 OR allenfalls noch nachholen können).

(b) Sodann kann die Zahlung als eine *Leistung an einen* (dann zumal ehemaligen) *Aktionär* aufgefasst werden, der gegen das Verbot der Einlage-Bank bei einer Prospekthaftungsklage nur dann zu einer Zahlung verurteilt wird, wenn ihr ein (eigenes) Verschulden nachgewiesen werden kann. Andererseits wird in aller Regel die Emittentin – oder deren Organe – ein höheres Verschulden treffen als die Bank, womit nach der Regel von Art. 50 II OR bzw. 759 II OR die Emittentin und deren Organe den «weniger schuldhaften» Banken sowieso zumindest einen Teil des Schadens ersetzen müssen.

(c) Schliesslich kann argumentiert werden, dass eine Freistellung der Banken (oder anderer involvierter Personen) diese zu *unvorsichtiger*, «wider-amerikanischen und deutschen Recht gegen Freistellungserklärungen bzw. Risikoabwälzungsklauseln vorgebracht»⁵⁶. M.E. muss die *Lösung für das schweizerische Recht folgendermassen lauten*: Grundsätzlich ist eine solche Abwälzung der Haftungsfolgen auf die Emittentin gültig. Eine Einschränkung dieser Aussage kann sich aber aus zwei Überlegungen ergeben:

(a) Indem das Risiko einer erfolgreichen Prospekthaftungsklage verlagert bzw. abgewälzt wird, liegt im Ergebnis ein Wegbedingen der Bank für eigene Haftung im internen Verhältnis vor, indem eine (externe und nicht beschränkbare) Haftung für eigenes Verschulden auf die Emittentin verlagert wird. Das wäre im Lichte von Art. 100 II und 101 III OR dann *problematisch*, wenn die Banken grobfährlässig handeln und gleichzeitig die Emittentin und deren Organe kein Verschulden trifft, was allerdings die Ausnahme sein wird⁵⁷.

56 Für die USA Loss (Fn. 8), 1149 ff.; Horn (Fn. 24), N 177 ff., beide mit Verweisen, die Haftungsklauseln sind in der Praxis denn auch oft so gestaltet, dass die Banken das Risiko für diejenigen Bereiche, in denen sie selbst verantwortlich sind, selber übernehmen.
57

(b) Im weiteren kann – nachdem die allfällige Zahlung der Emittentin als Leistung im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung erfolgt – Art. 680 II OR eine Schranke setzen: Stets zulässig ist es m.E., dass sich die Emittentin verpflichtet, unter gewissen Umständen ihren ersten Aktionären (den Banken) das im Rahmen der Kapitalerhöhung erhaltene *Agio* zurückzuerstatten, da durch eine solche Garantie weder (andere) Gläubiger (die nur einen Anspruch darauf haben, dass neue Aktien mindestens zu nominal überliefert werden) noch Aktionäre geschädigt werden (weil die Transaktion der Emittentin auch bei Inanspruchnahme der Garantie im Rahmen des *Agios* noch etwas «bringt», nämlich den Nominalwert⁵⁸). Umgekehrt sprechen die soeben genannten Gründe und der klare Wortlaut von Art. 680 II OR dagegen, dass die Banken auch den Nominalwert von der Emittentin verlangen könnten⁵⁹ und es ist m.E. fraglich (und eher zu verneinen), ob ein Versprechen, auch diesen (und darüber hinausgehende) Beträge zu zahlen, dann zulässig wäre, wenn aus früheren Zeiten ausschüttbare Reserven vorhanden sind; dies nicht aus Gläubigerschutzüberlegungen (denn Gläubiger müssen sich gefallen lassen, dass ihnen ausschüttbare Reserven «entzogen» werden), sondern zum Schutz der «Aktionäre» und der Emittentin selber, da das Gesetz eben davon ausgeht, dass eine Kapitalerhöhung der Emittentin netto zumindest den Nominalwert der neu ausgegebenen Aktien «bringt». Diese Auslegung bewirkt in der Praxis, dass sich Banken dann besser schützen können, wenn der Nominalwert der platzierten Aktien im Vergleich zum Platzierungspreis klein bzw. das *Agio* hoch ist.

V. Spezifische Rechtsfragen beim «ersten Schritt» eines Secondary Offering

Gesellschaftsrechtliche Besonderheiten sind beim ersten Schritt eines Secondary Offering nicht zu beachten. Die Beziehung zwischen dem Verkäufer und dem Bankensyndikat wird durch den Übernahmevertrag geregelt (zur Qualifikation Teil III oben), Garantien (dazu IVe oben) sind in diesem Verhältnis unproblematisch.

Fraglich ist hingegen, ob auch die *Emittentin Garantien im Übernahmevertrag abgeben kann*⁶⁰, da sie selber von der Transaktion nicht profitiert, weil der Erlös aus der Platzierung nicht ihr, sondern dem Verkäufer zufließt. M.E. muss hier folgendes gelten: Für die Schadenshaltung der Bank können Art. 100 II

oder 101 II OR (vgl. IVe oben) wieder Grenzen setzen, sodann muss eine Leistung der Emittentin an die Banken dann unzulässig sein, wenn den verkaufenden Aktionär ebenfalls ein Verschulden trifft, dies im (internen) Verhältnis zwischen Aktionär und Emittentin wegen Art. 678 OR, im (hier relevanten) externen Verhältnis Emittentin-Bank, weil die Bank – zumindest in Extremsituationen – nicht annehmen darf, dass sich die Gesellschaft zu einer Leistung verpflichten kann, die einzig im Interesse ihres bisherigen Hauptaktionärs, nicht aber im eigenen Gesellschaftsinteresse liegt⁶¹.

Anders ist zu urteilen, wenn der Hauptaktionär – was praktisch häufig ist – der Gesellschaft im Rahmen des IPO Leistungen oder Güter zukommen lässt, um die Gesellschaft kapitalmarktfähig zu machen. Die Übernahme der Garantie kann dann als *Entschädigung für solche Leistungen* aufgefasst werden.

VI. Rechtsfragen beim «zweiten Schritt», der Platzierung

Fraglich ist bei der eigentlichen Platzierung – und zwar beim Primary wie beim Secondary Offering – insbesondere, ob eine *Prospektpflicht* besteht. Die heute wohl herrschende Lehre bejaht diese Pflicht⁶² – Prospekte werden denn auch in der Praxis ausnahmslos erstellt, wobei die Prospekterstellung schon deswegen erfolgt, weil die Schweizer Börse für alle Titel einen Prospekt verlangt, die zum Handel an der Börse zugelassen werden sollen⁶³.

Ausländische Rechtsordnungen sehen eine Prospektpflicht z.T. ausdrücklich vor. So trifft die Prospektpflicht nach § 1 des deutschen Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes den «Anbieter» und nicht die Emittentin, in den USA wird der Underwriter⁶⁴ von der Prospektpflicht erfasst.

M.E. muss Art. 652a OR – der bezüglich Inhalt im internationalen Verhältnis allerhöchstens Heiterkeit, eher aber Kopfschütteln verursacht⁶⁵ – betreffend des Anwendungsbereichs sehr weit ausgelegt werden, weil im Bereich des Wertpapierverkaufs an das Publikum das *caveat emptor* bewusst aufgehoben wurde und es derjenigen Partei, die die notwendige Information am einfachsten beschaffen kann (der Emittentin), auferlegt wurde, die für einen Investitionsentscheid relevanten Informationen aufzubereiten und dafür im Rahmen der Prospekthaftung auch einzustehen⁶⁶. Dieser im Bereich des Primary Of-

⁵⁸ Zu beachten ist ja stets, dass in den hier diskutierten Konstellationen die Gesellschaft wegen des zu positiven Prospektes «anzuieh» erhalten hat.

⁵⁹ Vgl. OR-Kunze, Art. 680 N 18; OR-WÄTTER, Art. 752 N 12; anders wohl BÖCKLI (Fn. 3), N 1414b.

⁶⁰ Banken verlangen oft eine solche Garantie. Zunächst aus dem nachvollziehbaren Grund, dass sie lieber zwei als keinen Garantien haben; praktisch ist es aber auch oft so, dass die Organe der Emittentin den Prospekt erstellen, und nicht Vertreter des Hauptaktionärs.

⁶¹ Vgl. OR-WÄTTER, Art. 718a N 5.

⁶² BÖCKLI (Fn. 3), N 1469 f.; STRAZZER (Fn. 1), 94 ff. mit weiteren Nachweisen in Fn. 243; WÄTTER (Fn. 19), 51; OR-ZINDEL/ISLER, Art. 652a N 3; anders FORSTNOSER (Fn. 26), § 15 N 144, Zaub./AARGAU/S. Aktuelle Probleme des Primärmarktes – ein Überblick, SZW 1995 249; fördern eine gesetzgeberische Lösung.

⁶³ Vgl. Art. 32 des Kotierungsreglementes der Schweizer Börse vom 24. Januar 1996.

⁶⁴ Auch der verkaufende Grossaktionär gilt als solcher; vgl. Fn. 9 oben.

⁶⁵ Die meisten geforderten Angaben sind aus dem Handelsregister ersichtlich – von «Biss» ist nur die Offenlegungspflicht der Jahres- und der Konzernrechnung.

⁶⁶ Vgl. hierzu WÄTTER (Fn. 19), 49 f., 51.

fering statuierte Grundsatz (Art. 652a und 752 OR) muss auch in ähnlichen Geschäftsvorfällen gelten, sowieso bei der Festübernahme bei einem Primary Offering, dann aber auch beim *Secondary Offering*, wo statt der Emittentin der diese kontrollierende Verkäufer Wertpapiere auf dem Markt anbietet. Prospekthersteller sind in diesem zweiten Fall in der Praxis der Verkäufer und die Emittentin (die ja im fraglichen Zeitpunkt noch vom Verkäufer beherrscht wird) gemeinsam⁶⁷.

VII. Schlussfolgerungen

Festübernahmen von Aktien kommen in der Praxis beim sogenannten Primary und beim Secondary Offering vor. Bei der ersten Plazierungsart haben die Banken auch die Vorschriften zur Schaffung neuer Aktien im Rahmen der Kapitalerhöhung zu beachten. Nach der hier vertretenen Lösung genügt es, dass die Banken den Nominalbetrag zeichnen und die Generalversammlung diesen als Ausgabebetrag bezeichnet und vermerkt, wie hoch der «eigentliche» Bezugspreis ist oder wie dieser bestimmt wird. Ein spezielles Beschlussfassungsquorum ist bei der Festübernahme nach der hier vertretenen Ansicht nicht nötig, beim IPO muss das Bezugsrecht aber mit dem qualifizierten Mehr von Art. 704 OR ausgeschlossen werden. Beim Primary und Secondary Offering besteht – auch unabhängig von börsenrechtlichen Regeln – eine Prospektspflicht aus Art. 652a OR. Eine Schadloshaltung der Banken durch die Emittentin ist bei beiden Plazierungsarten grundsätzlich möglich, im Einzelfall können aber die Bestimmungen von Art. 100 II, 101 III und 680 II OR Grenzen setzen – beim Secondary Offering auch deshalb, weil der Plazierungserlös dort nicht der Emittentin, sondern dem Verkäufer zufließt.

⁶⁷ Vgl. oben V zu den Regressverhältnissen in dieser Konstellation bei einer erfolgreichen Klage für Prospekthaftung.