

Martin Liebi

Private Investments in Public Equity (PIPEs)

Band 122

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dieter Zobl
Prof. Dr. Rolf H. Weber
Prof. Dr. Rolf Sethe

Martin Liebi

Private Investments in Public Equity (PIPEs)

Recht – Corporate Finance –
Economics – Trading

Schulthess § 2017

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2017
ISBN 978-3-7255-7613-5

www.schulthess.com

Für Eva und Constantin

Vorwort

Private Investments in Public Equity (PIPEs) sind eine alternative Finanzierungsform in kotierte Unternehmen. Es handelt sich dabei um die Emission von zu kotierenden oder bereits kotierten Aktien auf dem Primärmarkt an Privatinvestoren. PIPEs vereinen demnach Elemente von typischen Private Equity/Debt Investitionen und Investitionen in kotierte Finanzinstrumente. PIPEs werden in der Regel nur dann emittiert, wenn sich ein Unternehmen auf dem Kapitalmarkt mit herkömmlichen Mitteln und Finanzierungsformen nicht billiger finanzieren kann. Bekanntheit erlangten PIPEs insbesondere während der letzten Finanzkrise als Warren Buffett mittels PIPEs in Goldman Sachs investierte. PIPEs sind in den USA am weitesten verbreitet. Sie haben in der Schweiz bis anhin aber noch keine weite Verbreitung als Finanzierungsform von und Investitionsmöglichkeit in (kotierte) Unternehmen gefunden. Das ist sicherlich auch darauf zurückzuführen, dass im Schweizer Recht noch einige Fragen bezüglich PIPEs ungeklärt sind. Ziel dieses Buches ist es, diese Fragen zumindest teilweise zu adressieren und damit zur Verbreitung von PIPEs in der Schweiz beizutragen.

Zürich, 24. August 2016

Martin Liebi

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XV
Literaturverzeichnis	XVII
§ 1. Einführung	1
I. Begriff	1
II. Formen	2
A. Traditionelle und nicht traditionelle PIPEs	2
B. Typische und atypische PIPEs	2
III. Entstehungshintergrund	3
IV. Abgrenzung von PIPEs zu Private Equity und Public Equity	4
V. Zeitlicher Ablauf einer PIPEs-Transaktion	6
§ 2. Beteiligte	7
I. Emittierende AG	7
II. Investoren	7
A. Institutionelle Investoren	7
B. Hedge Funds	8
III. Placement Agent und Finder	8
A. Funktion	8
B. Rechtliche Grundlagen der Zusammenarbeit	10
1. Placement Agent	10
2. Finder	13
§ 3. Motive	15
I. Ökonomische Grundlagen	15
II. Emittierende Aktiengesellschaft	15
A. Vorteile	15
B. Nachteile	17
III. PIPEs-Investoren	18
A. Private Equity Funds	18
B. Hedge Funds	19
§ 4. Cashflowrechte	21
I. Bestandteile	21
II. Preisfestlegung der Cashflowrechte	21
A. Cashflowrechte als Entschädigung für eingegangene Risiken	21
B. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	22
C. Multi Factor Asset Pricing Model	22
III. Emissionsdiskont	23
IV. Cashflowrechte als ungerechtfertigte vermögenswerte Leistungen	24
A. Problematik	24
B. Rückerstattung von in ungerechtfertigter Weise erbrachten Leistungen	24
C. Übervorteilung	25
V. Besteuerung von Cashflowrechten	26
A. Verrechnungssteuer	26
1. Dividendenerträge	26
2. Emissionsdiskont	26
3. Zinszahlungen	26
4. Optionen	27
5. Erhebung	27
B. Gewinnsteuer	28
C. Einkommenssteuer	29

Inhaltsverzeichnis

D. Emissionsabgabe.....	29
VI. Emission von Cashflowrechten als Straftatbestand?	30
A. Problematik	30
B. Wucherische PIPEs-Transaktionen.....	30
VII. Cashflowrechte als Gegenstand der Paulianischen Anfechtungsklage?.....	30
A. Problematik	30
B. Schenkungsanfechtung.....	31
C. Absichtsanfechtung.....	31
§ 5. Investitionsformen.....	33
I. Fremdkapital, Eigenkapital oder hybrides Kapital?.....	33
A. Ökonomische Grundlagen.....	33
1. Ausgangspunkt: Modigliani/Miller-Theorem	33
2. Debt/Equity Conflict.....	34
3. Debt/Equity Agency Costs.....	35
B. Vorteile von Fremdkapital	35
C. Vorteile von Grundkapital.....	37
D. Vorteile von hybridem Kapital.....	38
II. Stimmrechtige Eigenkapitalkategorien.....	40
A. Stammaktien	40
B. Vorzugsaktien	40
1. Begriff.....	40
2. Ökonomische Grundlagen	41
2a. Arbeitsmotivationsanreize	41
2b. Signaling	41
3. Wandelbare Vorzugsaktien.....	42
4. Befristete, aber nicht rückrufbare Vorzugsaktien.....	43
III. Beschaffungsquellen von stimmberechtigten Eigenkapitalanteilen.....	44
A. Ausgabe eigener Aktien	44
B. Ordentliche Kapitalerhöhung	44
1. Generalversammlungsbeschluss	45
2. Zeichnung und Liberierung.....	45
3. Bezugsrecht	46
4. Emissionsprospekt	48
4a. Ökonomische Funktion	48
4b. Private Placement Memorandum, Private Placement Memorandum light.....	49
4c. Sind Delta-Neutral-PIPEs-Hedginggeschäfte mittels kotierter Stammaktien „öffentliche“ Zeichnungen?.....	50
Problematik	50
Delta-Neutral-Hedginggeschäfte mittels Leerverkäufen von kotierten Stammaktien und Deckung durch PIPEs in der Form von Stammaktien.....	51
als Festübernahmeverfahren	51
4d. Ausblick: Die Revision der Prospektbestimmungen unter dem E-FidG	52
5. Kapitalerhöhungsbericht und -prüfung	52
6. Feststellungsbeschluss, Anpassungsbeschluss und Eintragung im Handelsregister.....	53
C. Genehmigte Kapitalerhöhung	53
D. Ausblick: Kapitalband.....	54
E. Spezialfall: Blank-Check-Vorzugsaktien?	55
1. Bei der genehmigten Kapitalerhöhung.....	55
2. Bei der Kapitalerhöhung sui generis.....	55
F. Structured Equity Line	56
1. Funktion.....	56
2. Rechtliche Aspekte	57
2a. Verhältnis zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor.....	57
2b. Kotierung.....	57
IV. Stimmrechtsloses Eigenkapital.....	58
A. Partizipationsschein	58
B. Vorzugspartizipationsschein	58
C. Emission	59

D. Umwandlung in Stammkapital	59
V. Schutzmechanismen bei nicht traditionellen PIPEs	60
A. Verwässerungsschutz	60
1. Bezugsrecht	60
2. Statutarische Verwässerungsschutzmechanismen	61
3. Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre	63
4. Vertragliche Call- und Put-Optionen	64
5. Befristete Beteiligungsrechte	65
6. Sinking Fund	65
B. Preisschutz	66
1. Anpassung des Emissionsbetrags	66
1a. Ökonomische Grundlagen	66
1b. Rechtliche Rahmenbedingungen	67
2. Variables Dividendenvorrecht von Vorzugsaktien	67
3. Kumulatives variables Dividendenvorrecht	68
VI. PIPEs vertraglicher Rechtsnatur	69
A. Wandel- und Optionsanleihe	69
1. Begriff	69
2. Emissionsverfahren	69
2a. Statutenänderung	69
2b. Ausgabe	70
2c. Wandel- und Optionsrecht	71
2d. Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss	71
3. Schutz	72
3a. Gesetz	72
3b. Vertrag	72
Covenants	72
Rückkaufsrecht zugunsten der PIPEs-Investoren	73
Befristung	73
Sinking Fund	73
B. Darlehen oder Vorauszahlungsvertrag	73
C. Optionen	74
D. Genussscheine?	75
VII. Spezialfall: Future-Priced PIPEs	76
A. Begriff	76
B. Toxic PIPEs	76
1. Problematik	76
2. Schutz	77
VIII. Haftungsgrundlagen	78
A. Ökonomische Grundlagen	78
B. Prospekthaftung	78
1. Rechtsnatur	78
2. Tatbestandsvoraussetzungen der Vertrauenshaftung	79
2a. Rechtsgeschäftsbezogene Sonderverbindung	79
2b. Zielgerichtete Information	80
2c. Verletzung von auf Treu und Glauben beruhenden Schutz-	
und Aufklärungspflichten	80
2d. Verschulden	81
2e. Adäquater Kausalzusammenhang	81
2f. Schaden	81
C. Gründungs- bzw. Kapitalerhöhungshaftung	82
IX. Kartellrecht	82
X. Finanzmarktrecht	83
A. Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG)	83
1. Anwendbarkeit der Bestimmungen über OTC-Derivate	83
2. Anwendbare Pflichten	84
B. PIPEs in Form von Contingent Convertibles (CoCos) von Banken und Effektenhändlern	86

§ 6. Kotierung	87
I. Begriff	87
II. Funktionen	87
A. Rechtliche Funktion	87
B. Ökonomische Funktion	88
III. Recht auf Kotierung	88
A. Rechtsnatur	88
B. Durchsetzung	89
1. Unmittelbar oder mittelbar durchsetzbar	89
2. Individuell oder mit Dritten durchsetzbar	90
IV. Ausgestaltungsmöglichkeiten	90
A. Statutarische Einräumung zugunsten einer bestimmten Person	90
B. Statutarische Einräumung zugunsten unbestimmter Personen	92
C. Vertragliche Einräumung zugunsten von bestimmten Personen	93
D. Vertragliche Einräumung zugunsten von unbestimmten Personen	93
V. Kotierungsobjekt	94
VI. Primärmarktkotierungsverfahren an der SIX Swiss Exchange	94
A. Kotierungsvoraussetzungen	94
B. Kotierungsfrist	95
C. Kotierungsgesuch	95
D. Kotierungsprospekt	96
E. Offizielle Mitteilung (früheres Kotierungsinserat)	97
VII. Einzelfragen	98
A. Zweiteiliger Kotierungsprospekt	98
1. Bedeutung für die Emission von PIPEs	98
2. Mechanik	98
3. Prospekthaftung	99
B. Zeitlich gestaffelte Ausgabe mehrerer PIPEs-Tranchen derselben Kategorie	99
1. Problematik	99
2. Lösungsansätze	100
2a. Kotierungstranchen als unterschiedliche Kategorien von Beteiligungsrechten?	100
2b. Ausnahme von einer unmittelbaren Kotierungspflicht in Kombination mit einer Vinkulierung nicht kotierter PIPEs oder vertraglichem Lock-up	100
2c. Unmittelbare Kotierung mit unterschiedlichem ersten Handelstag	101
C. Ausblick: Die Prospektbestimmungen unter dem E-FidleG	101
VIII. Exkurs: BX Berne eXchange	101
IX. Mit der Kotierung verbundene Pflichten	102
A. Offenlegungspflicht von Beteiligungen	102
1. Meldepflichtige PIPEs-Transaktionen	102
2. PIPEs-Investor(en) und emittierende AG bilden grundsätzlich eine meldepflichtige Gruppe	103
3. Gruppenmeldung	104
3a. Inhalt	104
3b. Ausnahmen von der Meldepflicht	104
B. Ad-hoc-Publizität	105
1. Bekanntgabepflicht von potenziell kursrelevanten Tatsachen	105
1a. Meldepflichtige PIPEs-Transaktionen	105
1b. Nicht meldepflichtige PIPEs-Transaktionen	107
1c. Due-Diligence-Prüfung als meldepflichtige Tatsache?	107
1d. Meldepflichtaufschub als wesentliches Element einer erfolgreichen PIPEs-Transaktion	108
2. Verfahren	108
C. Offenlegung von Managementtransaktionen	109
D. Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots	110
1. Ökonomische Funktion	110
2. Angebotspflichtige PIPEs-Transaktionen	110
3. Ausgenommene PIPEs-Transaktionen	112
3a. Vorübergehende Überschreitung des Schwellenwerts	112
3b. Vorzugsweise Zeichnung im Rahmen einer Kapitalerhöhung	112
3c. Sanierung der emittierenden AG	113

Inhaltsverzeichnis

4. Erwerb in gemeinsamer Absprache	113
5. Meldepflicht während der Angebotspflicht.....	114
E. Regelmeldepflichten	114
F. Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften...115	
G. Börsenrechtliche Corporate-Governance-Pflichten	116
§ 7. Corporate Governance.....	117
I. Recht zur Einberufung der Generalversammlung.....	117
II. Traktandierungsrecht.....	118
III. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat.....	118
A. Ökonomische Grundlagen.....	119
1. Übermäßig riskante Investments.....	119
2. Informationsasymmetrien	119
B. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zugunsten von PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre und Partizipanten.....	120
1. PIPEs in Form von Vorzugsaktien berechtigen zur Vertretung im Verwaltungsrat...120	
2. Wahlvorgang	121
C. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zu Gunsten von PIPEs-Investoren als Fremdkapitalanteileinhaber	122
IV. Pflichten des Verwaltungsrats bei der Ausgabe von PIPEs	122
A. Sorgfaltpflicht.....	122
1. Im Allgemeinen	122
2. Beim Emissionsdiskont.....	123
3. Beim Bezugsrecht.....	124
B. Treupflicht.....	124
1. Wahrung der Gesellschaftsinteressen	124
2. Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch Verwaltungsratsvertreter von PIPEs-Investoren in Form von Private Equity Funds.....	125
2a. Geltende Rechtslage.....	125
2b. Würdigung und Vorschlag de lege ferenda	126
C. Gewinnmaximierungspflicht.....	127
D. Verantwortlichkeit	127
1. Allgemeine Voraussetzungen	127
2. Business Judgment Rule unter geltendem Schweizer Recht?	128
2a. Lex Americana	128
2b. Gründe für eine Rezeption ins Schweizer Recht	129
Das Eingehen von vernünftigen Risiken liegt im Interesse der Aktionäre	129
Filter von aussichtslosen Verantwortlichkeitsprozessen.....	129
Ökonomische Anreize ersetzen richterliche Überprüfung.....	129
Weitere Gründe	130
2c. Anwendungsmechanik	130
3. Sachlichkeitsgebot als von der Generalversammlung zu beachtende Pflicht	131
4. Gleichbehandlungspflicht als vom Verwaltungsrat und der Generalversammlung zu beachtende Pflicht.....	131
5. Recht auf Einsitz in Gläubigerversammlung bei Anleiheobligationen?	133
V. Aktienrechtliche Pflichten zur Offenlegung von PIPEs im Geschäftsbericht.....	133
A. Formen	133
B. Jahresbericht	134
C. Anhang zur Jahresrechnung.....	135
1. Offenlegungspflichtige PIPEs.....	135
2. Beträge, Zinssätze und Fälligkeiten der ausgegebenen Anleiheobligationen	135
3. Betrag der genehmigten und bedingten Kapitalerhöhung	135
4. Vergütungen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte kotierter AGs bzw. an nahestehende Personen derselben.....	136
5. Darlehen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte bzw. an nahestehende Personen derselben	137
6. Stammaktien und Vorzugsaktien als Beteiligungen bedeutender Aktionäre.....	137
7. Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechte gegenwärtiger Verwaltungsräte, Geschäftsleitungsmitglieder und Beiräte bzw. nahestehender Personen derselben....	138
D. Verzicht auf Angaben	138

§ 8. Kapitalmarkttransaktionen	141
I. Tradingstrategien.....	141
A. Convertible Arbitrage.....	141
B. In Stammaktien wandelbare PIPes als Ausgestaltungsform einer Convertible Arbitrage- Handelsstrategie	142
1. Grundhedgestrategie	142
2. Alternativen	144
3. Risikofaktoren	146
4. PIPes in Form von nicht kotierten Stammaktien mit oder ohne zusätzliche Optionen	148
5. PIPes in Form von Darlehen verknüpft mit Optionen auf kotierte Stammaktien	148
II. Rechtliche Rahmenbedingungen	149
A. Insidertrading	149
1. Problematik und mögliche Anwendungsfälle	149
2. Kapitalmarktrechtliches Verbot der Ausnützung von Insiderinformationen.....	150
3. Strafbarkeit von Verwaltungsrat, Placement Agent, Finder, Geschäftsleitungsmit- glied und PIPes-Investor	151
4. Strafbarkeit von PIPes-Investoren.....	152
5. Verpönte Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen im Effektenhandel	153
B. Short-Selling	153
1. Problematik und Anwendungsfälle	153
2. Unzulässigkeit von Naked Short-Selling	154
3. Market Rigging	155
3a. Als aufsichtsrechtlicher und strafrechtlicher Tatbestand	155
3b. Verpönte Verbreitung von preissensitiven Informationen	156
4. Nicht gehörige Erfüllung von vertraglichem Leerverkaufsverbot.....	156
C. Verkauf nicht kotierter PIPes in Form von Stammaktien als kotierte Stammaktien	157
1. Problematik und Anwendungsfälle	157
2. Anwendbare Straftatbestände	159
2a. Betrügerischer Verkauf von Wertpapieren	159
2b. Wash Sales und Matched Orders als Formen strafbarer Kursmanipulation?....	160
2c. Ungetreue Geschäftsbesorgung	161
3. Verletzung der Effektenhändlerverhaltenspflichten.....	162
3a. Belieferung von Short-Positionen des Effektenhändlers	162
3b. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten.....	162
4. Vertragliche Ansprüche	163
4a. Schlechterfüllung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien	163
4b. Sachmängelgewährleistung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien	163
4c. Grundlagenirrtum zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien.....	164
4d. Sorgfaltspflichtverletzung zufolge Deckung von Leerverkäufen mit Kundenaktien	164
D. Hedging als Form einer verpönten Kursmanipulation?.....	165
1. Problematik und Anwendungsfall.....	165
2. PIPes-Hedging als hybride Primärmarkt- und Sekundärmarkttransaktion	165
2a. Delta-Neutral-Hedging	165
2b. Bearish-Delta-Tilt-Hedging	166
E. Irreführung in Bezug auf Hedging- und Investmentabsichten.....	167
1. Problematik und Anwendungsfälle	167
2. Betrügerischer Kauf von PIPes	167
3. Vertragliche Ansprüche	168
3a. Absichtliche Täuschung	168
3b. Grundlagenirrtum?	169
3c. Schlechterfüllung.....	170
4. Toxic PIPes	170
4a. Problematik und Anwendungsfall	170
4b. Strafbare Kursmanipulation in Form von Painting-the-Tape-Geschäften?.....	171
4c. Vertragliches Hedgingverbot und Konventionalstrafe.....	172

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AISUF	Arbeiten aus dem Juristischen Seminar der Universität Freiburg (Freiburg)
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Lachen)
al.	aliae
A.M.	Anderer Meinung
AmtlBull NR	Amtliches Stenographisches Bulletin des Nationalrats 2005
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
ASA	Archiv für Schweizerisches Abgaberecht (Bern)
ASR	Abhandlungen zum Schweizerischen Recht (Bern)
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz) (SR 952.0)
BBSW	Berner Beiträge zum Steuer- und Wirtschaftsrecht (Bern)
bezgl.	bezüglich
BGE	Bundesgerichtsentscheid
Bger	Bundesgericht
BN	Der Bernische Notar (Bern)
BStR	Basler Studien zur Rechtswissenschaft (Basel)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990 (SR 642.11)
Diss.	Dissertation
E.	Erwägung
EBITDA	Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization
E-FidleG	Entwurf des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG)
eidg.	eidgenössisch
ERV	Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung, ERV) (SR 952.03)
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
ETF	Exchange Traded Funds
exkl.	exklusive
E-OR	Vorentwurf Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht)
ff.	fortfolgende
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) (SR 958.1)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV) (SR 958.11)
FinfraV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA) vom 3. Dezember 2015
FN	Fussnote
GesKR	Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (Zürich)
Gl.M.	Gleicher Meinung
HRegV	Handelsregisterverordnung vom 1. Januar 2008 (SR 221.411)
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Return on Investment
i.V.m.	in Verbindung mit
JBHReg	Jahrbuch des Handelsregisters (Zürich)
KAG	Bundesgesetz über die Kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagegesetz, KAG) (SR 951.31)

Abkürzungsverzeichnis

KKV	Verordnung über die Kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006 (Kollektivkapitalanlageverordnung, KKV) (SR 951.311)
KR	Kotierungsreglement SIX Swiss Exchange vom 28. Oktober 2008
KR BX	Kotierungsreglement über die Zulassung von Effekten an der Berne eXchange vom 1. Januar 2010
KS	Kreisschreiben
m.E.	meines Erachtens
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
NPV	Net Present Value
NYSE	New York Stock Exchange
NYU	New York University
OTC	Over the Counter
PV	Present Value
RLAhP	Richtlinie betr. Ad-hoc-Publizität vom 28. Oktober 2008 (Ad-hoc-Publizität-Richtlinie, RLAhP)
RLCG	Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 1. Januar 2016 (Richtlinie Corporate Governance, RLCG)
RLMT	Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen vom 1. Juli 2005 (Management-Transaktionen-Richtlinie; RLMT)
RLRMP	Richtlinie Regelmeldepflichten (RLRMP) vom 9. November 2015
RLVB	Richtlinie betr. Verfahren für Beteiligungsrechte vom 12. März 2015 (Richtlinie Verfahren Beteiligungsrechte, RLVB)
SAG	Schweiz. Aktiengesellschaft (Zürich)
SCBP	Swiss Code of Best Practice
SchKG	Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1989/16. Dezember 1994 (SR 281.1)
SEC	Securities Exchange Commission
SHAB	Schweizerisches Handelsamtsblatt
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SJ	Semaine Judiciaire (Genf)
SJZ	Schweizerische Juristenzeitung (Zürich)
SnA	Schriften zum neuen Aktienrecht (Zürich)
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
SSBR	Schweizer Schriften zum Bankenrecht (Zürich)
SSTRK	Schriftenreihe der Schweizerischen Treuhand- und Revisionskammer (Zürich)
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (SR 311.0)
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dezember 1990 (SR 642.14)
StV	Verordnung vom 3. Dezember 1973 über die Stempelabgaben (SR 641.101)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zürich)
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV) (SR 954.195.1)
USA	United States of America
VegüV	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (SR 221.331)
Vol.	Volume
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 (SR 642.21)
VStV	Verordnung vom 19. Dezember 1966 zum Verrechnungssteuergesetz (SR 642.211)
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021)
WM	Wertpapiermitteilungen
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (Bern)
Ziff.	Ziffer
ZSP	Zürcher Studien zum Privatrecht (Zürich)

Literaturverzeichnis

Hinweise zur Zitierweise:

- Die Werke werden mit dem Namen des Verfassers und, soweit notwendig, mit einem kennzeichnenden, im Literaturverzeichnis aufgenommenen Stichwort zitiert.
- Bei Verfassern mit dem gleichen Nachnamen werden zusätzlich die Vornamen zitiert.

ALLEN T. WILLIAM/KRAAKMAN REINIER, Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations, New York 2003.

AMMANN CATERINA, Kommentar zu Art. 412–418, in: HONSELL HEINRICH et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, Basel 2011.

ARROYO ARNALDO, PIPEs are flowing, in: Equities, Volume 54, No. 4, p. 29 ff.

AVDJIEV STEFAN/KARTASHEVA ANASTASIA/BOGDANOVA BILYANA, CoCos: a primer, in: BIS Quarterly Review, September 2013, p. 43 ff.

BAHAR RASHID, Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – une approche systématique, Diss. Genf, Zürich 2004.

BAINBRIDGE STEPHEN M., Mergers and Acquisitions, New York 2003.

BARTLETT JOSEPH W., Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations, 2nd Edition, Volume 1, New York 1995.

BAXTER NEVINS D., Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, in: Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980, p. 245 ff.

BÄR ROLF, Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, ZBJV 95 (1959), S. 369 ff.

BEAVER WILLIAM H., The Nature of Mandated Disclosure, in: Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980, p. 315 ff.

BENTON LEE F./GUNDERSON ROBERT V./ROBINSON JULIE M., Portfolio Company Investments: High-Tech Corporation – Getting to the Term Sheet, in: HALLORAN MICHAEL J. et al. (eds.), Venture Capital & Public Negotiation, 3rd Edition, Volume 1, New York 1998.

BERK JONATHAN/DEMARZO PETER, Corporate Finance, San Francisco et al. 2007.

BERTSCHINGER URS, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Band II: Spezialprobleme sowie internationales Privatrecht und internationales Konkursrecht, SSBR Band 27, Zürich 1995.

BESSLER WOLFGANG/DROBETZ WOLFGANG/HOLLER JULIAN, Capital Markets and Corporate Control, Empirical Evidence from Hedge Fund Activism in Germany, http://www.fmpm.org/docs/12th/papers_2009_web/B1c.pdf.

BLOCK DENNIS J./BARTON NANCY E./RADIN STEPHEN A., The Business Judgment Rule, Fiduciary Duties of Corporate Directors, 5th Edition, Volume I, New York 1998.

BORER JÜRIG, Kartellgesetz, 3. Auflage, Zürich 2011.

- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage, Zurich 2009.
- BROPHY DAVID J./OUMET PAIGE P./SIALM CLEMENS, Hedge Funds as Investors of Last Resort?, Review of Financial Studies Forthcoming EFA Moscow Meeting, <http://ssrn.com/abstract=782791>.
- BRUNNER MAX, Streifzug durch die Statuten Schweizerischer Publikums-Aktiengesellschaften, Diss. Bern 1976, ASR NF 444.
- BUCHER EUGEN, Kommentar zu Vor Art. 1–40 OR, in: HONSELL HEINRICH et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, Basel 2011.
- BURKHALTER THOMAS, Einheitsaktien, Diss. Basel, Zürich 2001, SSHW 201.
- BÜRGI FRIEDRICH W., Kommentar zu Art. 660–697 OR, in: BECK E. et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, b/1: Rechte und Pflichten der Aktionäre (Art. 660–697), Zürich 1957 (zit. BÜRGI, ZK 660–697).
- BÜRGI FRIEDRICH W., Kommentar zu Art. 698–738 OR, in: BÜRGI FRIEDRICH W. et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Das Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft und die Kommanditaktiengesellschaft, b/3: Art. 698–738, Zürich 1979 (zit. BÜRGI, ZK 698–738).
- CAPITAINE G., Modification des droits de priorité d'actions privilégiées, SAG 14 (1941), p. 29 ff.
- CHAPLINSKY SUSAN/HAUSHALTER DAVID, Financing Under Extreme Risk: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity, Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=907676>.
- CHEN HSUAN CHI/DAI NA/SCHATZBERG JOHN D., The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPEs versus SEOs, Journal of Corporate Finance, Forthcoming.
- COFFEE JOHN C., JR., The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC, in: Columbia Law Review, Volume 103 (2003), p. 1293 ff. (zit. COFFEE, SEC).
- COFFEE JOHN C., JR., Understanding Enron: „It's About the Gatekeepers, Stupid“, in: Business Law Review, Volume 57 (2001–2002), p. 1403 ff. (zit. COFFEE, Gatekeepers).
- DAENIKER DANIEL, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss. Zürich 1992, SSHW Band 142.
- DAENIKER DANIEL/DETTWILER EMANUEL, Selektive Information von Grossaktionären, Aktien-, kapitalmarkt- und strafrechtliche Aspekte, in: SETHE ROLF et al. (Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, S. 17 ff.
- DAI NA, The Rise of the PIPEs Market, Accepted Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=1350950>.
- DAI NA/JO HOJE, The Quality and Price of Investment Banks' Service: Evidence from the PIPE Market, Financial Management Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=1034241>.
- DALLÈVES LOUIS, Le capital conditionel, SAG 48 (1976), p. 103 ff.
- DAVIDSON GORDON K./FREEDMAN ROBERT A., Current issues related to PIPEs Transactions, in: Private Placements 2007, New York 2007.
- DEMARMELS MARC, Die Genuss- und Partizipationsscheine nach dem Entwurf für ein neues Aktienrecht, Diss. Zürich 1985.
- DOOLEY THOMAS, Two Models of Corporate Governance, in: Business Law Review, Volume 47 (1992), p. 461 ff.

- DRESNER STEVEN/GOETSCHUS BRETT, The Players, Issuers, Investors, Agents, and Regulators, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), PIPEs, A Guide to Private Investments in Public Equity, Revised and Updated Edition, New York 2006, p. 65 ff.
- DUBS DIETER, Das Traktandierungsbegehren im Aktienrecht, Zürich 2008.
- DUBS DIETER/TRUFFER ROLAND, Kommentar zu Art. 698–706b OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 5. Auflage, Basel 2016.
- DUSS MARCO/ALTORFER JÜRIG, Kommentar zu Art. 68–70 DBG, in: ZWEIFEL MARTIN et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, I/2a, Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG), Art. 1–82, 2. Auflage, Basel 2008.
- DUSS MARCO/VON AH JULIA/RUTISHAUSER FRANK, Kommentar zu Art. 28 StHG, in: ZWEIFEL MARTIN et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, I/1, Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (StHG), 2. Auflage, Basel 2003.
- EASTERBROOK FRANK H./FISCHEL DANIEL R., The Economic Structure of Corporate Law, London et al. 1991.
- ELLIS KATRINA/TWITE GARRY, Are PIPEs a Bet on Growth Options?, Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=1030970>.
- FISCHEL DANIEL R., Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation for Cash Tender Offers, in: POSNER RICHARD A. et al. (eds.), Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980.
- FORSTMOSER PETER, Die Behandlung der personenbezogenen AG im Entwurf für eine Reform des Aktienrechts, SAG 56 (1984), S. 50 ff. (zit. FORSTMOSER, personenbezogene AG).
- FORSTMOSER PETER, Die Zulässigkeit des Festübernahmeverfahrens für Kapitalerhöhungen unter neuem Aktienrecht?, SZW 1993, S. 101 ff. (zit. FORSTMOSER, Festübernahmeverfahren).
- FORSTMOSER PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Band I/Lieferung 1, Grundlagen, Gründung und Änderungen des Grundkapitals, Zürich 1981 (zit. FORSTMOSER, Aktienrecht).
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FREUND STEVEN/KOSE JOHN/VASUDEVAN GOPALA, The Information Content of PIPEs Offerings, http://www.fma.org/Orlando/Papers/The_Information_Content_of_PIPE_Offerings.pdf.
- FRIED JESSE M./GANOR MIRA, Agency Costs of VC Control in Startups, NYU Law Review, Volume 81 (2006), p. 967 ff.
- FRITZSCHE HANS/WALDER-BOHNER HANS ULRICH, Schuldbetreibung und Konkurs, nach schweizerischem Recht, Band II, Konkursrecht, Arrest, Miete und Pacht, Paulianische Anfechtung, Nachlassvertrag und Notstundung, Besondere Ordnungen, Zürich 1993.
- FRUSH SCOTT, Understanding Hedge Funds, New York/Chicago et al., 2007.
- GAUCH PETER, Die Übervorteilung – Bemerkungen zu Art. 21 OR, recht 1989, S. 91 ff.
- GAUCH PETER/SCHLUEP WALTER R./SCHMID JÖRG/REY HEINZ, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, I, 10. Auflage, Zürich 2014.
- GEILINGER ULRICH, Die erschwerten Beschlüsse der Generalversammlung der Aktionäre, Diss. Zürich 1948.

- GERBER HANS, Gruppenbildung und Gruppenschutz in der Aktiengesellschaft, Diss. Bern 1946.
- GERHARD FRANK, Private Investments in Public Equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, in: GesKR 4/2006, S. 286 ff.
- GERICKE DIETER, Mindestausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung, Ein Stachel im Fleisch der Aktiengesellschaften und des Kapitalmarkts im Vorentwurf 2014, in: GesKR 2/2016, S. 225 ff.
- GERICKE DIETER/WALLER STEFAN, Kommentar zu Art. 754–761 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- GERSTER MAX W., Stimmrechtsaktien, Diss. Zürich 1997, SSHW 183 (zit. GERSTER M.).
- GIGER ERNST, Der Erwerb eigener Aktien, Diss. Bern 1995, BBSW 9.
- GILSON RONALD J., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, Stanford Law Review, Volume 55 (2003), p. 1067 ff.
- GILSON RONALD J./BLACK BERNARD S., (Some of) the Essentials of Finance and Investment, New York 1993.
- GILSON RONALD J./SCHIZER DAVID M., Understanding Venture Capital: A Tax Explanation for Convertible Stock, Harvard Law Review, Volume 116 (2002/2003), p. 874 ff.
- GORMLEY RICHARD E., Overview: An Emerging Market, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), PIPEs, A Guide to Private Investments in Public Equity, Revised and Updated Edition, New York 2006, p. 9 ff.
- GRAHAM/DODD/COTTLE, Capital Structure and Leverage, Chapter 8, in: MITCHELL LAWRENCE E. et al. (eds.), Corporate Finance and Governance, Cases, Materials, and Problems for an Advanced Course in Corporations, Durham 1992, S. 1027 ff.
- GRONER ROGER, Erwerb eigener Aktien, BStR Reihe A: Privatrecht, Band 68, Basel et al. 2003.
- GROSSMAN SANFORD J./HART OLIVER D., Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of Corporation, in: Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980, p. 214 ff.
- GUMP THOMAS KLAUS, Down Round Financings, in: HALLORAN MICHAEL J. et al. (eds.), Venture Capital & Public Negotiation, 3rd Edition, Volume 1, New York 2010.
- HAUSHEER HEINZ/JAUN MANUEL, Die Einleitungsartikel des ZGB, Art. 1–10 ZGB, Bern 2003.
- HAZEN LEE THOMAS, The Law of Securities Regulation, 5th Edition, St. Paul 2005.
- HEIN THOMAS, Rechtliche Fragen des Bookbuilding nach deutschem Recht, WM 1996, S. 1 ff.
- HELD PAUL, Die Vertretung von Aktionärsgruppen in der Verwaltung (Art. 708, Al. 4 OR), SJZ 36 (1939/40), S. 64 ff.
- HENCKEL VON DONNERSMARCK HEINRICH, Die Kotierung von Effekten, Diss. Freiburg 1996, AISUF 160.
- HERTZEL MICHAEL/SMITH RICHARD L., Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, in: Journal of Finance, Volume 48 (1993), p. 459 ff.
- HILLION PIERRE/VERMAELEN THEO, Death Spiral Convertibles, AFA 2002 Atlanta Meetings, <http://ssrn.com/abstract=273488>.

- HOFSTETTER KARL, Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsenkotierte Gesellschaften, in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz. Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 135 ff.
- HOMBURGER ERIC, Kommentar zu Art. 707–726, in: GAUCH PETER et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, 5. Teil, Die Aktiengesellschaft, Teilband V 5b, Der Verwaltungsrat, Art. 707–726 OR, Zürich 1997.
- HORBER FELIX, Die Sonderversammlung im Aktienrecht, Zürich 1995, SnA 9.
- HÖHN ERNST/WALDBURGER ROBERT, Steuerrecht, Band I, Grundlagen – Grundbegriffe – Steuerarten. 9. Auflage, Bern/Stuttgart/Wien 2003.
- HÖHN JAKOB, Einführung in die rechtliche Due Diligence, Zürich 2003.
- HSU PETER, Ad-hoc-Publizität, Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Zürich 2000, SSHW 194.
- HUBER ANDREA/GRUBER MICHAEL, Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, in: Jusletter 27. Juni 2005.
- HUGUENIN JACOBS CLAIRE, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994.
- ISLER PETER R./ZINDEL GAUDENZ G., Kommentar zu Art. 650–653i OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 5. Auflage, Basel 2016.
- JEAN-RICHARD MARC, Handelsinszenierungen zur Kursmanipulation am Kapitalmarkt (aus Sicht eines Strafrechtlers), in: SZW 5, 67. Jahrgang (1995), S. 259 ff.
- KARL PHILIPP, CoCo-Bonds als Finanzierungs- und Regulierungsinstrument, in: FLORIAN MÖSLEIN (Hrsg.), Finanzinnovation und Rechtsordnung, Teil 4: Finanzinnovation und Marktregulierung, Zürich 2014, S. 304 ff.
- KÄGI ARTHUR, Die Prioritätsaktien, Diss. Zürich 1918.
- KIM KURT, The Marketplace: A Statistical Summary, in: DRESNER STEVEN et al. (Hrsg.), PIPEs, A Guide to Private Investments in Public Equity, Revised and Updated Edition, New York 2006, p. 27 ff.
- KIRSCHNER SAM/MAYER ELDON/KESSLER LEE, The Investor's Guide to Hedge Funds, Hoboken 2006.
- KLEIN ELEAZER, Fundamental PIPEs: Typical Structures and Transactions, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), PIPEs, Revised and Updated Edition, A Guide to Private Investments in Public Equity, New York 2006, p. 129 ff.
- KLEIN WILLIAM A./COFFEE JOHN C., JR., Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles, New York 2004.
- KRAMER ERNST A., Juristische Methodenlehre, 4. Auflage, Bern 2013.
- KRNTA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat, Bern 2001.
- KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im Schweizer Aktienrecht, Habil. Bern, Bern 2001.
- LAURENT SANDRA, Convertible Debt and Preference Share Financing: An Empirical Study, Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=668364>.

- LEDERER WERNER/KÄCH HANS-J., Umwandlungen von Partizipationskapital in Aktienkapital aus der Sicht des Handelsregisters, JBHRReg 1993, S. 47 ff.
- LHABITANT FRANÇOIS, Hedge Funds, Myths and Limits, Chichester 2002.
- LIEBI MARTIN, Kommentar zu Art. 654–656 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- LIEBI MARTIN, Vorzugsaktien, Eine Darstellung nach gesellschaftsrechtlichen, bilanzierungsrechtlichen, steuerrechtlichen, rechtsgeschichtlichen, rechtsökonomischen, rechtsvergleichenden und corporate finance-Gesichtspunkten, Diss. Zürich 2008, SSHW Band 269.
- LOCHER PETER, Kommentar zum DBG, II. 1. Auflage, Therwil/Basel 2004.
- LONCARSKI IGOR/TER HORST JENKE/VELD CHRIS, Why do companies issue convertible bonds? A review of theory and empirical evidence, in: RENNEBOOG L. D. R. et al. (eds.), Advances in Corporate Finance and Asset Pricing, Amsterdam 2006, p. 1 ff.
- LOSER PETER, Die Vertrauenshaftung im schweizerischen Schuldrecht, Grundlagen, Erscheinungsformen und Ausgestaltung im geltenden Recht vor dem Hintergrund europäischer Rechtsentwicklung, Habil. Basel, Bern 2006.
- LUSSY WALTER, Auswirkungen des neuen Aktienrechts auf die Handelsregisterführung, AJP I (1992), S. 740 ff.
- LÜCHINGER STEFAN, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2004, S. 233 ff.
- MAROLDA LARISSA/ VON DER CRONE HANS CASPAR, Prospekthaftung bei Anleiheobligationen und die Stellung der federführenden Bank, SZW, 75. Jahrgang (2003), S. 158 ff.
- MEIDAN DANNY, The Informativeness of Offer Characteristics versus Investor Identity in PIPE Transactions, Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=894689>.
- MEISTER THOMAS, Hybride Finanzierungsinstrumente und -vehikel im grenzüberschreitenden Verhältnis, ASA 70 (2001/2002), S. 97 ff.
- MEISTERHANS CLEMENS, Prüfungspflicht und Kognitionsbefugnis der Handelsregisterbehörden, Diss. Zürich 1996, SSHW Band 175.
- MEYER MICHEL, Das Recht der Vorzugsaktien, Diss. Zürich 1933.
- MILLER MERTON H., The Cost of Capital, Debt and Taxes, in: POSNER RICHARD A. et al. (eds.), Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980, p. 250 ff.
- MODIGLIANI FRANCO/MILLER MERTON H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: POSNER RICHARD A. et al. (eds.), Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980, p. 237 ff.
- MONTAVON PASCAL/WERMELINGER AMÉDÉO, Droit et Pratique de la Société Anonyme, Tome I: Droit, Lausanne 1994.
- MÜLLER ROLAND/LIPP LORENZ/PLÜSS ADRIAN, Der Verwaltungsrat, Zürich 1999.

- NEUHAUS MARKUS R./BALKANYI PATRICK, Kommentar zu Art. 672 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Einführung und Überblick, 2. Auflage, Bern 2004.
- ÖHNINGER ERNST, Les actions de priorité, Diss. Neuenburg 1928.
- PELLI FULVIO, Der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung als Schranke der Ermessensfreiheit der Generalversammlung einer Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1978.
- PETER CHRISTOPH, Kursmanipulation als Betrug – Urteilsanmerkung zu BGE 122 II 422, SZW 3, 69. Jahrgang (1997), S. 124 ff.
- PIONTEK, Vorzugsaktien, SAG 31, (1958/1959), S. 197 f.
- PLUMRIDGE RICHARD R., PIPEs and Registered Directs – Legal and Pragmatic Issues, in: Private Placements 2007, New York 2007.
- PLÜSS ADRIAN, Die Rechtsstellung des Verwaltungsratsmitglieds, Diss. Zürich 1990, SSW 130.
- POSNER RICHARD A./SCOTT KENNETH A., Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Boston et al. 1980.
- REBSAMEN KARL, Das Handelsregister, 2. Auflage, Zürich 1999.
- REBSAMEN KARL/THOMI GREGOR, Kommentierte Handelsregister-Eintragungstexte zur Aktiengesellschaft nach neuem Recht, Basel 1993.
- REHBERG JÖRG/SCHMID NIKLAUS, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, 7. Auflage, Zürich 1997.
- REUTTER THOMAS U., Bezugsrechte, Festübernahme und Übernahmevertrag, „Underwriting Agreement“, Der Schweizer Treuhänder, 1–2/2006, S. 44 ff.
- REUTTER THOMAS U./STEINMANN CHRISTIAN, Kommentar zu Art. 1157–1186, Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Basel 2012.
- RUF PETER, Gründung und Kapitalerhöhung im neuen Aktienrecht, BN 53 (1992), S. 351 ff.
- RUFFNER MARKUS/STUPP ERIC, Eine rechtsökonomische Analyse des Vorwegzeichnungsrechts bei Options- und Wandelanleihen, AJP I (1992), S. 708 ff.
- SCHENKER FRANZ, Kommentar zu Art. 626–649 OR, Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- SCHIESSL MAXIMILIAN, Auf der Suche nach dem „Ankeraktionär“ – „PIPE“-Transaktionsmodelle und Organpflichten, Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Köln 2009, S. 390 ff.
- SCHILDKNECHT RETO/MCHALE CHRISTOPHER, Entwicklungen des regulatorischen Bankenkaptals, in: GesKR 1/2015, S. 8 ff.
- SCHMID NIKLAUS, Schweizerisches Insiderstrafrecht. Ein Kommentar zu Art. 161 des Strafgesetzbuches, Ausnützung der Kenntnis vertraulicher Tatsachen, Bern 1988.

- SCHUCANY EMIL, Kommentar zum schweizerischen Aktienrecht, 2. Auflage, Zürich 1960.
- SIEGWART ALFRED, Kommentar zu Art. 659–659b OR, in: EGGER A. et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, V. Band, Obligationenrecht, 5. Teil: Die Aktiengesellschaft, a: Allgemeine Bestimmungen (Art. 620–659), Zürich 1945.
- SJOSTROM WILLIAM K., JR., PIPEs, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Volume 2, 2007, p. 381.
- STEIN J. C., Convertible bonds as backdoor equity financing, *Journal of Financial Economics*, Volume 32 (1992), No. 1, p. 3 ff.
- STEINBERG MARC I/OBI EMMANUEL U., Examining the Pipeline: A Contemporary Assessment of Private Investments in Public Equity („PIPEs“), SMU Dedman School of Law Legal Studies Research Paper Number 00-42, <http://ssrn.com/abstract=1393813>.
- STIGLER GEORGE J., Public Regulation of the Securities Markets, in: POSNER RICHARD A. et al. (eds.), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, Boston et al. 1980, p. 347 ff.
- STOCKAR CONRAD, Übersicht und Fallbeispiele zu den Stempelabgaben und zur Verrechnungssteuer, 4. Auflage, Basel 2006.
- STOKES ERIC, *Market Neutral Investing*, Chicago 2004.
- TANENBAUM JAMES R./PINEDO ANNA T., The Law: Legal and Regulatory Framework, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), *PIPEs, A Guide to Private Investments in Public Equity*, Revised and Updated Edition, New York 2006, p. 77 ff.
- THALMANN PAUL/WAIBEL TONY, Endlich – die Interimsdividende setzt sich im schweizerischen Recht durch, *SZW* 79 (2007), S. 18 ff.
- TRECHSEL STEFAN/CRAMERI DEAN, Kommentar zu Art. 146 StGB, in: TRECHSEL STEFAN et al. (Hrsg.), *Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar*, 2. Auflage, Zürich 2013.
- TRECHSEL STEFAN/JEAN-RICHARD MARC, Kommentar zu Art. 161 f. StGB, in: TRECHSEL STEFAN et al. (Hrsg.), *Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar*, 2. Auflage, Zürich 2013.
- TRIPPEL MICHAEL/URBACH GUIDO, Kommentar zu Art. 161 und 161^{bis} StGB, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), *Basler Kommentar, Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch*, 2. Auflage, Basel 2011.
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB, Die Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich 2005, S. 51 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF/IFFLAND JACQUES/DIEM HANS-JAKOB, Kommentar zu Art. 2 lit. e, 22–30 BEHG, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), *Basler Kommentar, Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch*, 2. Auflage, Basel 2011.
- VOGT HANS-ÜELI, Kommentar zu Art. 675–682 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), *Obligationenrecht II, Art. 530–1186*, 5. Auflage, Basel 2016.
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Interessenkonflikte im Aktienrecht, *SZW* 1994, S. 1 ff. (zit. VON DER CRONE, *Interessenkonflikte*).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, S. 158 ff. (zit. VON DER CRONE, *M&A*).

- VON GREYERZ CHRISTOPH, Die Aktiengesellschaft, in: VON STEIGER WERNER et al. (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, 8. Band, Handelsrecht, 2. Teilband, die Kapitalgesellschaften, Basel 1982 (zit. VON GREYERZ, Aktiengesellschaft).
- VON GREYERZ CHRISTOPH, Ordentliche und genehmigte Kapitalerhöhung, SAG 55 (1983), S. 94 ff. (zit. VON GREYERZ, Kapitalerhöhung).
- VON PLANTA THOMAS, Der Schutz der Aktionäre bei der Kapitalerhöhung, Diss. Basel 1992, BStR Reihe A: Privatrecht 26.
- VON SALIS-LÜTOLF ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge, Zürich 2002.
- VON STEIGER FRITZ, Zur Auslegung von Art. 627 OR, SAG 21 (1948), S. 171 ff.
- VON TUHR ANDREAS/PETER HANS, Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts, 1. Band, 3. Auflage, Zürich 1979.
- WATTER ROLF, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim „Initial Public Offering“, in: VON BÜREN ROLAND et al. (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997, Festschrift Bär, Bern 1998, S. 387 ff. (zit. WATTER, Festübernahme).
- WATTER ROLF, Gewinnverschiebungen bei Aktiengesellschaften im schweizerischen Handelsrecht, AJP 5 (1996), S. 135 ff. (zit. WATTER, Gewinnverschiebungen).
- WATTER ROLF, Gründung und Kapitalerhöhung im neuen Aktienrecht, SAV 11 (1992), 55 ff. (zit. WATTER, Gründung).
- WATTER ROLF, Kommentar zu Art. 752 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530-1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- WATTER ROLF, Kommentar zu Art. 1157 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Wertpapierrecht, Basel 2012.
- WATTER ROLF, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, in: SZW 5, 62. Jahrgang (1990), Zürich (zit. WATTER, Kurmanipulation).
- WATTER ROLF, Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 2 (1993), S. 117 ff. (zit. WATTER, Minderheitenschutz).
- WATTER ROLF, Prospekt(haft)pflicht heute und morgen, AJP 1 (1992), S. 48 ff. [zit. WATTER, Prospekt(haft)pflicht].
- WATTER ROLF, Unternehmensübernahmen – Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandte Tatbestände, Zürich 1990, Habil. Zürich 1990 (zit. WATTER, Unternehmensübernahmen).
- WATTER ROLF, Verdeckte Gewinnausschüttungen bei Aktiengesellschaften: Die zivil- und handelsrechtliche Sicht, SSTRK 150, Zürich 1997, S. 137 ff. (zit. WATTER, Gewinnausschüttungen).
- WATTER ROLF/DUBS DIETER, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, EIZ Europa Institut Zürich, Band Nr. 103, Zürich 2010, S. 1 ff.
- WATTER ROLF/MAIZAR KARIM, Kommentar zu Art. 663b^{bis}-c OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.

- WATTER ROLF/REUTTER THOMAS, Rechtsprobleme beim IPO, in: WATTER ROLF (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich 2002, S. 1 ff.
- WATTER ROLF/ROTH PELLANDA KATJA, Kommentar zu Art. 716–717 und 718b OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- WEBER PHILIPP A., The Offering of Foreign Securities in Switzerland, in: REUTTER THOMAS U./WERLEN THOMAS (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen III, EIZ Europa Institut Zürich, Band Nr. 92, Zürich 2007, S. 1 ff.
- WEBER ROLF H., Kommentar zu Art. 20 BEHG, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305^{ter} Strafgesetzbuch, 2. Auflage, Basel 2011 (zit. WEBER, Börsengesetz).
- WEBER ROLF H., Kommentar zu Art. 394–406 OR, in: HONSELL HEINRICH et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, Basel 2011 (zit. WEBER, Obligationenrecht).
- WEIBEL STEPHAN, Verkauf eigener Aktien an ausgewählte Aktionäre, SZW 5, 81. Jahrgang (2009), S. 353 ff.
- WEINER PERRIE/TOTINO EDWARD, Litigation Strategies, Managing Litigation Risk and Addressing Other Investor Concerns, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), PIPEs, Revised and Updated Edition, A Guide to Private Investments in Public Equity, New York 2006, p. 187 ff.
- WERNLI MARTIN/RIZZI MARCO A., Kommentar zu Art. 709 OR, in: WATTER ROLF et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186, 5. Auflage, Basel 2016.
- WILLAMOWSKI MARCUS, Bookbuilding, Die marktorientierte Emission von Aktien nach deutschem und U.S.-amerikanischem Recht, Diss. Jena 1999, Abhandlungen zum deutschen und europäischen Handels- und Wirtschaftsrecht, HÜCK GÖTZ et al. (Hrsg.), Köln et al. 2000.
- WINTERS STEVE, Managing Risk: Securities Structures, Trading, and Deal Documentation, in: DRESNER STEVEN et al. (eds.), PIPEs, Revised and Updated Edition, A Guide to Private Investments in Public Equity, New York 2006, p. 205 ff.
- WOHLMANN HERBERT, Partizipationsscheine – zugleich in Beitrag zur Interdependenz von Gesellschaftsrecht und Finanzmarkt, SZW 63 (1991), S. 169 ff.
- ZIMMERMANN HARRY, Stimmrechtsaktien und ähnliche Rechtsgebilde, Zürich 1951.
- ZINDEL GAUDENZ G./PULVER URS, Kommentar zu Art. 363–379 OR, in: HONSELL HEINRICH et al. (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 5. Auflage, Basel 2011.

§ 1. Einführung

I. Begriff

- 1 PIPEs ist die Abkürzung für die alternative Finanzierungsform „Private¹ Investments² in Public³ Equity⁴“. Darunter versteht man Privatplatzierungen von stimmberechtigten oder stimmrechtslosen Grundkapitalanteilen wie Stammaktien, Vorzugsaktien, Partizipationsscheinen und Vorzugspartizipationsscheinen, von Fremdkapitalanteilen wie Wandelanleihen oder Optionsanleihen und von Optionen durch kotierte AG. PIPEs lassen sich sofort oder nach Ablauf einer bestimmten Zeitdauer in kotierte Stammaktien wandeln bzw. berechtigen zum Bezug von kotierten Stammaktien.⁵ Durch PIPEs werden den PIPEs-Investoren umfangreiche Cashflowrechte eingeräumt. Das wichtigste dieser Cashflowrechte ist der Emissionsdiskont zum Kurswert der kotierten Stammaktien der emittierenden AG. Dieser dient dem PIPEs-Investor als Risikoausgleich und als Abgeltung der vorübergehenden Illiquidität oder von Kursverfallsrisiken von PIPEs.⁶ Neben dem Emissionsdiskont kommen dem PIPEs-Investor auch andere Cashflowrechte in Form von Dividenden⁷, Zinszahlungen⁸, Optionen⁹ oder Schutzmechanismen¹⁰ zu.

¹ „Private“ weist auf die Privatplatzierung der Anteile und die Aushandlung der Investitionsbedingungen auf privater Basis hin.

² „Investments“ bedeutet, dass der PIPEs-Investor direkt in die emittierende AG investiert. Das kann in Form einer Primärmarkttransaktion oder der Ausgabe von eigenen Aktien erfolgen. In den USA versteht man darunter ausschliesslich Primärmarkttransaktionen.

³ „Public“ bezeichnet die Tatsache, dass PIPEs von kotierten AG emittiert werden.

⁴ „Equity“ bedeutet, dass PIPEs Eigenkapitalinstrumente sind oder in Eigenkapitalinstrumente gewandelt werden können bzw. zum Kauf von Eigenkapitalinstrumenten berechtigen.

⁵ In den USA tritt an die Stelle der Kotierung ein bei der SEC eingereichtes Resale Registration Statement.

⁶ DAI/JO, S. 5; FREUND/KOSE/VASUDEVAN, S. 2 ff.; STEINBERG/OBI, S. 21 f.

⁷ Vgl. § 5 N. 46.

⁸ Vgl. § 5 N. 58 ff.

⁹ Vgl. § 5 N. 59.

¹⁰ Vgl. § 5 N. 37 ff.

II. Formen

A. Traditionelle und nicht traditionelle PIPEs

- 2 Bei *traditionellen PIPEs* wird der Emissionspreis bereits vor der Kotierung festgelegt. Die eigentliche Zeichnung erfolgt aber erst im Zeitpunkt der Kotierung der aus den PIPEs entspringenden Stammaktien. Der PIPEs-Investor trägt das Stammaktienkursverfallsrisiko zwischen der Emissionspreisfestlegung und der Kotierung. Traditionelle PIPEs sind nach Schweizer Recht nicht unproblematisch, weil eine Kotierung grundsätzlich eine rechtmässige Emission von Beteiligungspapieren voraussetzt.¹¹

Bei *nicht traditionellen* oder *strukturierten PIPEs* erfolgt die Emissionspreisfestlegung und Zeichnung vor der Kotierung der Stammaktien. Die emittierende AG verpflichtet sich vertraglich, ein Kotierungsgesuch zu stellen und mit aller Sorgfalt zu walten, damit es von der Zulassungsbehörde innerhalb der vereinbarten Frist gutgeheissen wird. Bis zur Kotierung der aus PIPEs entspringenden Stammaktien verfügt der PIPEs-Investor demnach über illiquide, nicht kotierte Beteiligungsrechte. Das Stammaktienkursverfallsrisiko zwischen der Emissionspreisfestlegung und der Kotierung trägt überwiegend oder vollständig die emittierende AG¹² in Form von Schutzmechanismen zugunsten der PIPEs-Investoren.¹³ Oft wird auch eine vertragliche Konventionalstrafe auf Geldleistung oder Lieferung zusätzlicher kotierter Stammaktien bei nicht gehöriger Erfüllung der vertraglichen Kotierungspflicht vereinbart.¹⁴

B. Typische und atypische PIPEs

- 3 PIPEs in Form von in Stammaktien wandelbaren Vorzugsaktien, Vorzugspartizipationsscheinen, Partizipationsscheinen oder Fremdkapitalanteilen lassen sich typischerweise in Stammaktien der bereits kotierten Kategorie umwandeln. Optionen berechtigen typischerweise zum Bezug von Stammaktien der bereits kotierten Kategorie, und PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien berechtigen zur Kotierung. Möglich, aber atypisch ist eine Kotierung von PIPEs in der ursprünglichen Form

¹¹ Vgl. § 6 N. 12.

¹² MEIDAN, S. 10 f.

¹³ Vgl. § 5 N. 51 ff.

¹⁴ Art. 160 ff. OR.

ohne Wandlung in oder Bezug von Stammaktien der bereits kotierten Kategorie.¹⁵

III. Entstehungshintergrund

- 4 PIPEs haben ihren Ursprung in den USA. Sie erfreuen sich grosser Beliebtheit,¹⁶ weil PIPEs nach Massgabe des regelbeladenen amerikanischen Securities Law viel rascher als Public Offerings vollzogen werden können. Die Emission von PIPEs unterliegt gestützt auf eine Ausnahmebestimmung des Securities Act nicht der Pflicht zur Registrierung bei der SEC,¹⁷ wenn PIPEs nur an Accredited Investors¹⁸ und höchstens 35 Non-Accredited Investors begeben werden.¹⁹ Den Non-Accredited Investors müssen in Regulation D konkret festgelegte Informationen über die emittierende AG und die PIPEs mitgeteilt werden. Möglich ist auch eine Ausnahme gestützt auf Section 4(2) Securities Act. Marketingaktivitäten können nur in einem beschränkten Ausmass erfolgen, weil sonst das General-Solicitation-Verbot von Rule 506 verletzt wird.²⁰ Jede von der Ausnahmebestimmung erfasste Emission von PIPEs muss nur auf einem Form D innerhalb von fünfzehn Tagen der SEC mitgeteilt werden.²¹ PIPEs sind aufgrund der fehlenden Registrierung bei der SEC Restricted Securities und können innerhalb eines Jahres an Dritte ohne effektive Registrierung²² nicht weiter übertragen werden.²³

¹⁵ Vgl. § 5 N. 51.

¹⁶ Vgl. DAI, S. 3 f.; STEINBERG/OBI, S. 7 ff.

¹⁷ Section 4(2) of the Securities Act [15 U.S.C. § 77d(2) (2008)].

¹⁸ Gemäss Rule 501(a) Regulation D sind Accredited Investors insbesondere Unternehmen, die über mehr als USD 5'000'000 Vermögen verfügen und nicht einzig zum Zwecke der Emissionszeichnung gegründet wurden [17 C.F.R. § 230.501(a)(3) (2008)].

¹⁹ C.F.R. §§ 230.506(b)(2)(I) & 501(e) (2008).

²⁰ C.F.R. §§ 230.502(b)(1) (2008); 17 C.F.R. §§ 230.506(b)(1) & 230.502 (2008).

²¹ C.F.R. §§ 230.503(a) (2008).

²² Die Registrierung bei der SEC erfolgt mit Form S-3, sofern (i) dieselbe Wertschriftenkategorie bei der SEC bereits registriert ist, (ii) dieselbe Wertschriftenkategorie an einer Börse kotiert ist, und (iii) die Wertschriftenkategorie einen Free Float von mindestens USD 75 Mio. aufweist (17 C.F.R. § 239.13(a)(3), (b)(1), (b)(3)). Ansonsten erfolgt die Registrierung mit Form S-1 oder Form SB-2 (17 C.F.R. §§ 210.1-01 bis 210.12-29 (2008)).

²³ 17 C.F.R. §§ 230.506(b)(1) & 230.502(d) (2008).

IV. Abgrenzung von PIPEs zu Private Equity und Public Equity

- 5 PIPEs stellen eine Zwischenform zwischen Private Equity (exklusive Leveraged Buyouts LBOS) und Investments in Public Equity dar. Nachfolgend werden die Unterschiede zwischen diesen drei Investitionsformen in Bezug auf wesentliche Merkmale dargelegt.

Ökonomische und Kontrollaspekte	Private Equity (exkl. LBOs)	PIPEs	Follow-on Public Equity
Beteiligungskategorien	Ganzes Spektrum. Typischerweise in Stammaktien wandelbar	Ganzes Spektrum. Typischerweise Stammaktien	Ganzes Spektrum. I.d.R. Stammaktien
Beteiligung in Prozent	Üblicherweise 30 %	Üblicherweise 10–30 %	Unbestimmt
Offenlegungs- und Angebotspflichten nach FinfraG	Nein, sofern kein Private Placement	Ja	Ja
Verwässerungsschutz	Üblich	Üblich bei wandelbaren Vorzugsaktien und Wandel- bzw. Optionsanleihen	Bei Wandel- bzw. Optionsanleihen
Make-Good-Bestimmungen²⁴	Unüblich, aber „Claw Back“-Bestimmungen üblich	Möglich. Typischerweise auf einer 1:1-Basis aufgrund der Anzahl neuer Aktien, die an den PIPEs-Investor emittiert wurden	Unüblich

²⁴ Zusätzliche Begebung von Aktien an Investor, falls AG Milestones nicht zeitgerecht erfüllt.

Kotierungsge- such	Nein	Ja	Ja
Liquidationsvor- rechte und Divi- dendenvorrechte	Üblich	Unüblich. Üblich, falls Vorzugsaktien emittiert werden	Unüblich
Vetorech- te/Covenants bezgl. Corporate Governance	Üblich	Unüblich, aber bei entsprechender Ausgestaltung mög- lich	Unüblich
Vertretung im Verwaltungsrat	Üblich	Üblich bei Private Equity Funds, aber nicht bei Finanzin- vestoren	Unüblich
Due Diligence	Kompliziert, zeitauf- wändig und mühsam aufgrund fehlender öffentlicher In- formation und kurzem Track Record der AG.	Vergleichsweise einfach, schnell und müheles aufgrund öffentlich erhältli- cher Informationen, von längerem Track Record der AG und Placement Agent/Investment Bank Due Dili- gence	Einfach, schnell und müheles aufgrund von öffentlich erhältlichen Informationen und Analystenberichten ²⁵
Dokumente	Statutenänderung, Aktionärbindungsver- trag, Right of First Refusal-Vereinbarung, Co-Sale-Vereinbarung und andere Dokumente	Unterschiedlich. Im einfachsten Fall nur Statutenänderung und Kotierungsge- such	Unterschiedlich. Im einfachsten Fall nur Statutenänderung und Kotierungsgesuch
Zeit bis zum Closing	Zwei Monate oder weniger	Zwei Monate oder weniger	Sechs bis neun Monate

²⁵ Falls keine extensive Due-Diligence-Prüfung durch eine Investmentbank durchgeführt wird.

V. Zeitlicher Ablauf einer PIPEs-Transaktion

7 Tage		7 bis 14 Tage		30 bis 120 Tage	
Vorverhandlungsphase		Verhandlungs- und Erfüllungsphase ²⁶		Erfüllungsphase ²⁷	
Engagement Placement Agent	Ausarbeitung Marketingmaterial und Suche von potenziellen Investoren	Abschluss Confidentiality Agreement mit potenziellen Investoren Due Diligence durch Investoren Unterzeichnung eines Term Sheet.	Aushandlung und Unterzeichnung der Verträge <i>Bei nicht traditionellen PIPEs:</i> Stammaktienzeichnung Einreichung des Kotierungs-gesuchs	<i>Bei traditionellen PIPEs:</i> Erfüllung nach gutgeheissenem Kotierungs-gesuch und Kotierung (20 Tage vor erstem Handelstag)	Handel der neu emittierten und kotierten Stammaktien
Gesamtdauer					
Eine Woche		2 bis 3 Wochen		4 bis 12 Wochen	

²⁶ Bei nicht traditionellen PIPEs.

²⁷ Bei traditionellen PIPEs.

§ 2. Beteiligte

I. Emittierende AG

- 1 PIPEs werden traditionell von klein- bis mittelgrossen AGs wie Life-Science-, Pharmazie-, Medizinaltechnik-, Biotechnologie- und Technologiegesellschaften mit eher geringen Analystendeckung emittiert.²⁸ Oft stehen ihnen keine anderen Finanzierungsalternativen zur Verfügung. Einen Bankkredit bekommen sie nicht, weil sie nicht die notwendigen Sicherheiten aufbringen können. Am öffentlichen Kapitalmarkt können sie keine Anteile platzieren, weil sie nicht über einen stabilen Cashflow verfügen.²⁹ PIPEs werden oft von wirtschaftlich angeschlagenen AGs oder von AGs, die in einer kapitalintensiven Branche tätig sind und vor grossen Investitionen stehen, emittiert.³⁰ PIPEs emittierende AGs zeichnen sich oft durch eine stark asymmetrische Informationsverteilung zufolge grossen, riskanten und noch nicht verwirklichten Wachstumspotenzials aus. Es ist unklar, ob oder in welchem Umfang zukünftig ein Cashflow generiert werden wird.³¹

II. Investoren

A. Institutionelle Investoren

- 2 Institutionelle Investoren sind Investment Funds und Private Equity Funds. Sie verfolgen einen relativ langfristigen Anlagehorizont und unterziehen die emittierende AG oft einer relativ extensiven Due-Diligence-Prüfung. Sie haben i.d.R. nur eine Long-Position in der emittierenden AG. Mit anderen Worten, sie sichern ihr PIPE nicht mit Short-Positionen oder entsprechenden Derivatitransaktionen ab.³² Investment Funds beteiligen sich oft mittels Stammaktien und wollen primär eine bestehende Position vergrössern oder eine neue Beteiligung aufbauen. Private Equity Funds investieren oft in Situationen, in denen sie ihre Management- und Branchenkenntnisse einbringen können. Sie nehmen oft Einsitz in den Verwaltungsrat, um eine Kontrolle auf die Geschäftsführung der emittie-

²⁸ BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 18.

²⁹ SJOSTROM, S. 387; CHEN/DAI/SCHATZBERG, S. 10 ff.

³⁰ KIM, S. 45; CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 2.

³¹ ELLIS/TWITE, S. 2.

³² GORMLEY, S. 20 f.

renden AG ausüben zu können. Venture Capital Funds spezialisieren sich vornehmlich auf AGs mit unterbewertetem Aktienkurs und grossem, risikantem bzw. noch nicht verwirklichtem Wachstumspotenzial. PIPEs sind für sie eine Art Folge-Venture-Capital-Investition in AGs, deren IPO zu früh erfolgte. Sie versprechen sich durch ihre speziellen Kenntnisse und eine Due-Diligence-Prüfung einen Vorteil gegenüber den übrigen Aktionären.³³

B. Hedge Funds

- 3 Neben Private Equity Funds investieren auch Finanzinvestoren in PIPEs. Zu diesen gehören vor allem Hedge Funds. Diese verfolgen i.d.R. einen kürzeren Anlagehorizont als Private Equity Funds und investieren oftmals nur hinsichtlich eines anstehenden Gesellschaftereignisses (Event Driven Strategy). Ihr Anlageentscheid beruht nicht nur auf einer Due-Diligence-Prüfung, sondern auch auf Kennzahlen wie Public Float, Volumen, Geld/Brief-Spanne und Volatilität der kotierten Stammaktien der emittierenden AG. Finanzinvestoren sichern ihre Long-Position i.d.R. mit entsprechenden Hedginggeschäften ab.³⁴ Sie versprechen sich einen Gewinn nicht durch die Einflussnahme auf die Geschäftsführung der emittierenden AG, sondern durch die Realisierung des Emissionsdiskonts mittels Hedginggeschäften.³⁵ Finanzinvestoren engagieren sich überwiegend in nicht traditionellen PIPEs und stellen oft Investors of Last Resort dar.³⁶

III. Placement Agent und Finder

A. Funktion

- 4 Placement Agents und Finder nehmen eine Vermittlerrolle zwischen der emittierenden AG und den PIPEs-Investoren ein. Sie unterstützen die emittierende AG bei der Ausarbeitung des Private Placement Memorandum und dem Auffinden von und dem Verhandeln mit PIPEs-Investoren.³⁷ Emittierende AGs nehmen im Rahmen einer PIPEs-

³³ ELLIS/TWITE, S. 2.

³⁴ Vgl. § 8 N. 1 ff.

³⁵ Vgl. § 8 N. 2.

³⁶ BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 5.

³⁷ DAI, S. 17 ff.; STEINBERG/OBI, S. 20.

Transaktion aus hauptsächlich zwei Gründen einen Placement Agent oder Finder in Anspruch:

- *Aufwendige Verhandlungsphase:* Ein Hauptmotiv von Private Equity Funds für eine Investition in PIPEs sind massgeschneiderte Investmentmöglichkeiten in kotierte AGs. Deshalb erfolgt die Aushandlung der Bedingungen eines PIPE i.d.R. für jeden Investor auf einer individuellen Basis. Da diese Verhandlungen zeitintensiv sein können, wird vorerst oft nur mit dem wichtigsten PIPEs-Investor verhandelt (Lead-Investor). Mit dem Lead-Investor wird ein Term Sheet mit den wichtigsten Eckdaten ausgehandelt und unterzeichnet. Das vereinbarte und unterzeichnete Term Sheet stellt einen rechtlich verbindlichen Vorvertrag dar.³⁸ Anderen potenziellen PIPEs-Investoren steht die Möglichkeit offen, nach Massgabe derselben Bedingungen wie der Lead-Investor in PIPEs der emittierenden AG zu investieren.
- *Vertraulichkeit und rasche Abwicklung:* Die Investitionsbedingungen von PIPEs werden oft unter Zeitdruck ausgehandelt, weil die emittierende AG die im Rahmen der PIPEs-Transaktion zu beschaffenden Mittel dringend benötigt und/oder weil eine überlange Verhandlungsphase negative Auswirkungen auf den Marktwert der gehandelten Beteiligungsrechte der emittierenden AG hat. Je länger die Verhandlungsphase dauert, desto eher besteht die Gefahr, dass sich die finanzielle Situation der emittierenden AG weiter verschlechtert. Je mehr potenzielle PIPEs-Investoren angegangen werden müssen, um den Kapitalbedarf zu decken, desto eher besteht die Gefahr, dass ein Informationsleck auftritt.³⁹ Aufgrund der negativen Publizitätswirkung von PIPEs⁴⁰ werden die Marktteilnehmer verunsichert und werden i.d.R. die kotierten Beteiligungsrechte der emittierenden AG zufolge der anstehenden Verwässerung und der Ungewissheit über die finanzielle Situation der emittierenden AG an Wert verlieren. Ein sinkender Marktwert der gehandelten Beteiligungsrechte ist nicht im Interesse der emittierenden AG, der bisherigen Aktionäre und der potenziellen PIPEs-Investoren. Die damit verbundene Verwässerung kann potenzielle PIPEs-Investoren gar von einer Investition zurückschrecken lassen oder eine Investition nur zu für die emittierende AG wesentlich schlechteren Konditionen rechtfertigen.

³⁸ Art. 22 Abs. 1 OR.

³⁹ Unter dem Vorbehalt, dass eine Mitteilungspflicht nicht nach den Ad-hoc-Publizitätspflichten besteht (vgl. § 6 N. 29 ff.).

⁴⁰ Vgl. § 3 N. 3.

- *Spezialisierter Markt*: Der Markt für PIPEs zeichnet sich dadurch aus, dass immer wieder dieselben Akteure in Erscheinung treten. Unter den PIPEs-Investoren sind es vor allem Finanzinvestoren in Form von Hedge Funds, die sich auf bestimmte PIPEs-Handelsstrategien spezialisiert haben.⁴¹ Aber auch institutionelle Investoren in Form von Private Equity Funds engagieren sich i.d.R. immer in denselben Märkten. Placement Agents und auch Finders kennen die wiederholt am Markt auftretenden PIPEs-Investoren und können diese an emittierende AGs vermitteln.

B. Rechtliche Grundlagen der Zusammenarbeit

1. Placement Agent

- 5 Als Placement Agent wird typischerweise eine auf Private Placements spezialisierte Investmentbank beauftragt. Die emittierende AG wird sich i.d.R. einer Investmentbank bedienen, wenn viel Kapital von mehreren PIPEs-Investoren gesucht wird.⁴² Placement Agents mit gutem Ruf können PIPEs am Markt mit einem geringeren Emissionsdiskont platzieren als andere Placement Agents.⁴³ Im Vergleich zu Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt übernimmt der Placement Agent die zu platzierenden PIPEs nicht im Rahmen eines Festübernahmeverfahrens.⁴⁴ Aufgrund des beschränkten Investorenkreises, dem Vertraulichkeitsgebot und den oft individuell ausgehandelten Bedingungen findet auch das Bookbuildingverfahren⁴⁵ und das Dutch-Auction-

⁴¹ Vgl. § 8 N. 1 ff.

⁴² KIM, S. 41 f.

⁴³ NAI/JO, S. 28.

⁴⁴ Im Festübernahmeverfahren zeichnet die Investmentbank die neu geschaffenen Aktien treuhänderisch und libertiert sie. Nach dem Eintrag im Handelsregister werden die Aktien den Aktionären zum Bezug angeboten. Da die Modalitäten des Festübernahmeverfahrens im Gesetz noch nicht geregelt sind, muss für jeden konkreten Einzelfall geprüft werden, welche formellen Vorschriften des Aktienrechts zur Anwendung kommen (vgl. REUTTER, S. 44 ff.). Da neu geschaffene PIPE aber typischerweise nur von wenigen PIPEs-Investoren unter Ausschluss der bisherigen Grundkapitalanteilsinhaber bezogen werden, muss Letzteren das Bezugsrecht grundsätzlich entzogen werden (vgl. § 5 N. 18.). Aufgrund des eingeschränkten Adressatenkreises besteht aber i.d.R. keine Verpflichtung zur Erstellung eines Emissionsprospekts (vgl. § 5 N. 19 ff.).

⁴⁵ Das Bookbuildingverfahren ist ein Verfahren zur Emissionspreisbestimmung von Aktien nach Massgabe einer an Orderbüchern orientierten Preisbildung (HEIN, S. 1).

Verfahren⁴⁶ keine Anwendung. Mit dem Placement Agent wird i.d.R. ein Best-Efforts-Vertrag⁴⁷ abgeschlossen. Das Risiko einer erfolgreichen PIPEs-Transaktion verbleibt grundsätzlich bei der emittierenden AG. Der Placement Agent nimmt vor allem eine beratende und unterstützende Funktion ein. Die wichtigsten Eckpunkte einer Zusammenarbeit zwischen der emittierenden AG und dem Placement Agent werden in einem Engagement Letter festgehalten. Rechtlich gesehen ist dieser ein Antrag der Investmentbank.⁴⁸ Ein Vertrag ist abgeschlossen, wenn der Antrag von der emittierenden AG angenommen bzw. gegengezeichnet wird.⁴⁹ Die Zusammenarbeit zwischen der emittierenden AG und dem Placement Agent kann folgende Formen annehmen:

- *Einfacher Auftrag*: Eine Best-Effort-Verpflichtung stellt i.d.R. einen einfachen Auftrag dar.⁵⁰ Demnach schuldet der Placement Agent ein sorgfältiges Tätigwerden bei der Beratung, der Verfassung des Private Placement Memorandum und dem Auffinden von PIPEs-Investoren. Es wird ein objektiver, auf dem Durchschnittsverhalten eines Private Placement Agent basierender Sorgfaltsmassstab vorausgesetzt. Der Placement Agent muss sich Spezialkenntnisse anrechnen lassen.⁵¹ Eine Vergütung ist zu leisten, wenn sie vertraglich verabredet wurde oder üblich ist.⁵²
- *Werkvertrag*: Ein Werkvertrag liegt vor, wenn die Auszahlung einer Vergütung vom erfolgreichen Abschluss der PIPEs-Finanzierung abhängt. Der Placement Agent schuldet nicht nur ein sorgfältiges Tätigwerden, sondern einen Erfolg. Er kommt aber im Gegenzug zwingend in den Genuss einer Vergütung.⁵³ Diese wird bei erfolgreichem Abschluss der PIPEs-Finanzierung geschuldet.⁵⁴ Im Rahmen eines Werkvertrags wird das Abschlussrisiko der PIPEs-Finanzierung zu-

⁴⁶ Im Dutch-Auction-Verfahren werden die Aktien zu den jeweils offerierten Kursen emittiert. Es wird mit dem höchsten Gebot begonnen und so lange weitergeführt, bis die gesamte Emission platziert ist (WILLAMOWSKI, N. 309).

⁴⁷ HAZEN, S. 72.

⁴⁸ Art. 3 OR.

⁴⁹ Art. 3 Abs. 1 OR i.V.m. Art. 13 OR.

⁵⁰ DAI/JO, S. 7.

⁵¹ WEBER, Obligationenrecht, Art. 398 N. 276.

⁵² Art. 394 Abs. 3 OR. In den USA ist eine Vergütung zwischen 3 und 10 % des beschafften Kapital bei erfolgreichem Abschluss einer PIPEs-Finanzierung üblich. Die Beratungstätigkeit wird in Form eines vorab zu zahlenden Retainers zwischen USD 5000 und USD 100'000 vergütet (DRESNER/GOETSCHUIS, S. 70).

⁵³ Art. 363 OR.

⁵⁴ Art. 372 Abs. 1 OR.

mindest teilweise von der emittierenden AG auf den Placement Agent übertragen. Kann die PIPEs-Finanzierung jedoch aufgrund einer im Gefahrenbereich der emittierenden AG liegenden Tatsache bspw. wegen eines Informationslecks nicht erfolgreich abgeschlossen werden, hat der Placement Agent Anspruch auf Vergütung der geleisteten Arbeit und der im Preis nicht inbegriffenen Auslagen. Er kann gar Schadenersatz fordern, wenn die emittierende AG durch Handlungen ihrer Organe, faktischer Organe oder Arbeitnehmer den Nichtabschluss der PIPEs-Finanzierung bspw. durch Vereitelung des ursprünglichen Investitionszwecks verschuldet hat.⁵⁵ Der Schaden beläuft sich i.d.R. auf das positive Vertragsinteresse. Demnach werden alle vereinbarten Vergütungen wie Engagement Fee, Advisory Fee und Retainer geschuldet.⁵⁶

- *Mäklervertrag*: Ein Mäklervertrag verpflichtet den Placement Agent gegen Vergütung, Gelegenheit zum Abschluss eines PIPEs-Finanzierungsvertrags nachzuweisen (Nachweismäkler), potenzielle PIPEs-Investoren zuzuführen (Zuführungsmäkler) oder in den Verhandlungen zwischen der emittierenden AG und den PIPEs-Investoren zu vermitteln (Vermittlungsmäkler).⁵⁷ Er hat jedoch entgegen einer anderslautenden vertraglichen Regelung nicht die Pflicht, tätig zu werden, und unterliegt ähnlichen Sorgfalts- und Treuepflichten wie der Auftragnehmer.⁵⁸ Der Placement Agent hat den Lohn verdient, sobald ein Vertrag zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor zufolge seiner Tätigkeit zustande gekommen ist.⁵⁹ Der Placement Agent hat entgegen einer anderslautenden vertraglichen Abmachung keinen Anspruch auf Vergütung für Folge-PIPEs-Transaktionen zwischen denselben Parteien.⁶⁰
- *Kommission?*: Eine Kommission liegt i.d.R. nicht vor, weil der Placement Agent nicht im eigenen Namen tätig wird.⁶¹ Die emittierende AG tritt unter eigenem Namen auf dem Kapitalmarkt in Erscheinung.

⁵⁵ Art. 378 OR.

⁵⁶ ZINDEL/PULVER, Art. 378 N. 21.

⁵⁷ Art. 412 OR; BGE 90 II 103 E. 6.

⁵⁸ AMMANN, Art. 412 N. 7 f.

⁵⁹ Art. 413 Abs. 1 OR.

⁶⁰ BGE 75 II 53 E. 1 a.

⁶¹ Art. 425 OR.

2. Finder

- 6 Die emittierende AG bedient sich i.d.R. eines Finder, wenn einfache Verhältnisse vorliegen oder nur wenig Kapital aufgenommen werden muss. Als Finder können natürliche Personen wie Rechtsanwälte oder Finanzintermediäre mit guten Beziehungen zu Investoren in Erscheinung treten. Der Aufgabenbereich eines Finder besteht lediglich im Auffinden von (potenziellen) PIPEs-Investoren. Sie müssen namentlich keine Beratungsdienstleistungen erbringen oder ein Private Placement Memorandum ausarbeiten. Die Zusammenarbeit zwischen dem Finder und der emittierenden AG kann entweder in Form eines Mäklervertrags oder eines Agenturvertrags erfolgen. Ein Agenturvertrag liegt vor, wenn der Finder beauftragt wird, dauerhaft potenzielle PIPEs-Investoren zu vermitteln oder nachzuweisen, oder ihm ein Anspruch auf Vergütung für Folge-PIPEs-Transaktionen eingeräumt wird.⁶² Der Abschluss eines Agenturvertrags kann sich empfehlen, wenn eine emittierende AG periodisch Kapital mittels PIPEs aufnehmen und denselben Finder für die PIPEs-Investorensuche beauftragen will. Ein Agenturvertragsverhältnis hat für den Finder gegenüber anderen Vertragsverhältnissen den Vorteil, dass dieser gleichzeitig für mehrere AGs tätig sein kann.⁶³

⁶² Art. 418a OR; BGE 75 II 53 E. 1a.

⁶³ Art. 418c Abs. 2 OR.

§ 3. Motive

I. Ökonomische Grundlagen

- 1 Aktienrecht verstanden als „Nexus of Contracts“, eine Vielzahl vertraglicher Verhältnisse vereinbart zwischen mehreren Stakeholdern einer AG, bezweckt die Vermeidung von Transaktionskosten mittels Zurverfügungstellung von sozial akzeptierten Normen, die aus früheren ähnlichen Transaktionen abgeleitet wurden. Dispositive Aktienrechtsnormen ermöglichen Kleinstaktionären ein Investment mit geringen Transaktionskosten, indem sie die Investitionsbedingungen nicht individuell aushandeln, sondern sich einem dispositiven Normengeflecht unterwerfen. Dispositive Aktienrechtsnormen werden bei einem PIPEs-Investment durch individuell ausgehandelte Investitionsbedingungen ersetzt. Im Rahmen eines PIPE treten die bei einer individuellen Aushandlung der Investitionsbedingungen beim PIPEs-Investor anfallenden Transaktionskosten in den Hintergrund, weil diese durch den grösseren Grenznutzen eines massgeschneiderten Investments überschattet werden. Bei der emittierenden AG ist der Grenznutzen der durch ein PIPE erhaltenen flüssigen Mittel höher als die im Rahmen der Verhandlungen mit dem PIPEs-Investor anfallenden Transaktionskosten.⁶⁴

II. Emittierende Aktiengesellschaft

A. Vorteile

- 2 Es gibt zahlreiche Gründe, die für die Emission von PIPEs durch eine AG sprechen. Die wichtigsten sind:
 - *Tiefe Transaktionskosten:*⁶⁵ PIPEs sind günstiger als Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt, weil die Placement-Agent-Kosten⁶⁶ zufolge Best-Efforts-Verträgen geringer sind, der Due Diligence-Prüfungsaufwand kleiner ist, die Marketingkosten aufgrund der geringeren Investorenzahl bzw. entfallender Road Show geringer sind und der Prozess weniger Managementressourcen bindet. Dazu gesellen sich Time-Value-of-

⁶⁴ Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL, S. 1 ff.

⁶⁵ PLUMRIDGE, S. 6; STEINBERG/OBI, S. 22.

⁶⁶ Die Placement-Agent-Fee besteht i.d.R. aus einer Kommission auf das tatsächlich gezeichnete Kapital oder auf das tatsächlich aufgenommene Kapital (HAZEN, S. 72).

Money⁶⁷-Überlegungen, weil das mittels PIPEs zu beschaffende Kapital der emittierenden AG aufgrund des verkürzten Kapitalaufnahmeverfahrens schneller zur Verfügung steht.

- *Rasche Abwicklung des Kapitalaufnahmeverfahrens:* Die Abwicklung einer PIPEs-Transaktion nimmt wenig Zeit in Anspruch, weil die Due-Diligence-Prüfung kürzer ist.⁶⁸ Sie beschränkt sich bei Finanzinvestoren i.d.R. auf eine Prüfung der öffentlich erhältlichen Informationen, auf Q&A-Gespräche mit dem Management und Treffen mit den Beratern der emittierenden AG. Finanzinvestoren wollen nicht in den Besitz von vertraulichen Informationen gelangen, weil sie aufgrund der Insiderstrafnorm von anschließenden Kapitalmarkttransaktionen bspw. in Form von Hedginggeschäften ausgeschlossen werden.⁶⁹ Der Placement Agent führt i.d.R. gar keine Due-Diligence-Prüfung durch, weil er im Rahmen eines Best-Efforts-Vertrags tätig wird und kein Platzierungsrisiko eingeht.
- *Gezielte Vergrößerung des institutionellen Aktionariats:* Durch die limitierte und auf individueller Basis erfolgende Investorensuche kann das Aktionariat gezielt vergrößert werden. Die emittierende AG kann sich bspw. gezielt die Managementkenntnisse eines Private Equity Fund durch das Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat verschaffen.
- *Flexible Finanzierungsform für eine heterogene Emittentengruppe:*⁷⁰ PIPEs dienen aufgrund der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten als Auffangbecken für die Kapitalbeschaffungsbedürfnisse einer Vielzahl von verschiedenen Emittenten, die sonst keinen Zugang zum Kapitalmarkt hätten. Grund hierfür kann bspw. sein, dass der Umfang des gesuchten Kapitals eine Folgeplatzierung von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt nicht rechtfertigt oder die Branche der emittierenden AG momentan nicht in der Gunst der Anleger steht.
- *Wetterbeständige Finanzierungsform:* PIPEs sind aufgrund ihres hybriden Charakters zwischen Private Placement und Public Placement nur beschränkt den Stimmungen des öffentlichen Kapitalmarkts ausgesetzt.

⁶⁷ KLEIN/COFFEE, S. 318.

⁶⁸ DAVIDSON/FREEDMAN, 2007, S. 4, 10.

⁶⁹ Vgl. § 8 N. 1 ff.

⁷⁰ STEINBERG/OBI, S. 21 f.

- *Aufgeschobener Verwässerungseffekt:* PIPEs haben auf die Beteiligungen bisheriger Aktionäre einen geringeren Verwässerungseffekt als die Folgeplatzierung von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt, weil sie nicht unmittelbar zu einer Verwässerung der Beteiligungen der bisherigen Aktionäre führen.
- *Kein Negative-Announcement-Effekt:* Der bei Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt auftretende Negative-Announcement-Effekt mit Kursabschlägen von bis zu 15 % entfällt bei PIPEs, weil ihre Emission vertraulich durchgeführt wird. Das setzt jedoch voraus, dass eine Emission von PIPEs als meldepflichtige kursrelevante Tatsache nach Massgabe der Ad-Hoc-Publizitätsvorschriften in den Genuss eines Meldeaufschubs kommt.⁷¹ Die Veröffentlichung der kursrelevanten Tatsache kann gegebenenfalls bis zur Vertragsunterzeichnung, Erfüllung oder gar noch länger aufgeschoben werden, wenn die Voraussetzungen für einen Meldeaufschub gegeben sind.⁷²

B. Nachteile

- 3 Trotz der zahlreichen Vorteile, die für eine Emission von PIPEs sprechen, gibt es für die emittierende AG auch Nachteile. Diese sind:
- *Teure Finanzierungsform:* Die Kapitalaufnahme mittels PIPEs ist für die emittierende AG eine teure Finanzierungsform, weil die eingeräumten Cashflowrechte, insbesondere der Emissionsdiskont zum Marktwert der gehandelten Stammaktien der emittierenden AG, oft beträchtlich grösser sind als bei einer Folgeplatzierung von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt.⁷³
 - *Kurzfristig orientierte PIPEs-Investoren:* PIPEs-Investoren sind vielfach nicht längerfristig orientierte Investoren und verkaufen die PIPEs häufig bereits nach kurzer Zeit wieder.⁷⁴ Dadurch entsteht Verkaufsdruck auf die kotierten Stammaktien der emittierenden AG. Der voraussichtliche Anlagehorizont von PIPEs-Investoren hat aber

⁷¹ Vgl. § 6 N. 29 ff.

⁷² In den USA wird die PIPEs-Transaktion i.d.R. erst 2,8 Tage nach Erfüllung mitgeteilt (MEIDAN, S. 12). Vgl. auch DAI, S. 14; FREUND/KOSE/VASUDEVAN, S. 23 f.

⁷³ DAVIDSON/FREEDMAN, S. 4.

⁷⁴ CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 2.

i.d.R. keinen Einfluss auf den Umfang der gewährten Cashflowrechte.⁷⁵

- *Negativer Signaleffekt von Future-Priced PIPEs*: Anfänglich hatten PIPEs oft eine negative Signalwirkung. Die Kapitalmarktteilnehmer schlossen aus ihrer Emission, dass die emittierende AG sich in einer schwierigen finanziellen Situation befindet. Die oft schlagzeilen-trächtigen Fälle von Future-Priced PIPEs, die den Kurswert von gehandelten Stammaktien schrumpfen liessen, haben den Ruf von PIPEs als spekulative und riskante Finanzierungstechnik zusätzlich verschlechtert.⁷⁶ Seit aber auch angesehenen Investoren in PIPEs investieren und Future-Priced PIPEs praktisch gar nicht mehr emittiert werden, hat sich der Ruf von PIPEs verbessert. Marktteilnehmer deuten heutzutage PIPEs von Private Equity Funds oft als Zeichen einer Unterbewertung der emittierenden AG und nehmen an, dass erfahrene Investoren hinter dem Geschäftsplan der emittierenden AG stehen bzw. an den Erfolg der emittierenden AG glauben.⁷⁷
- *Starker Verwässerungseffekt von Toxic PIPEs*: PIPEs-Transaktionen in Form von Toxic PIPEs⁷⁸ haben einen starken Verwässerungseffekt auf die Beteiligungen der bisherigen Aktionäre.⁷⁹

III. PIPEs-Investoren

A. Private Equity Funds

- 4 Die wichtigsten Gründe für ein PIPE aus Sicht von Private Equity Funds sind:
 - *Massgeschneiderte Investitionsmöglichkeit*: PIPEs räumen dem PIPEs-Investor Ermessen bei der Aushandlung der Investitionsbedingungen ein. Dadurch kann der PIPEs-Investor die Investition in die emittierende AG bedürfnisgerecht ausgestalten.⁸⁰
 - *Private-Equity-Finanzierungsmodell und Liquidität kotierter Stammaktien*: PIPEs ermöglichen einem Private Equity Fund die

⁷⁵ MEIDAN, S. 38.

⁷⁶ HILLION/VERMAELEN, S. 4.

⁷⁷ ARROYO, S. 29 ff.

⁷⁸ Vgl. § 8 N. 36 ff.

⁷⁹ PLUMRIDGE, S. 20.

⁸⁰ BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 2.

gleichen Kontrollrechte⁸¹ und ökonomischen Investitionsbedingungen wie bei einem Private-Equity-Investment mit dem Vorteil der Liquidität von kotierten Stammaktien.

- *Private-Equity-Bewertungskriterien mit früherem Exit und Transparenz einer Publikumsgesellschaft:* PIPEs ermöglichen ein Investment nach Private-Equity-Bewertungskriterien und eine frühere Exitmöglichkeit als bei einem herkömmlichen Private-Equity-Investment. PIPEs-Investoren kommen in den Genuss der öffentlich zugänglichen Informationen einer Publikumsgesellschaft. Dadurch werden die Due-Diligence-Kosten erheblich vermindert.
- *Aktienpositionsaufbau ohne Beeinflussung des Marktpreises:* PIPEs sind ein vortreffliches Mittel, um eine bedeutende Position in einer gering- bis mittelkapitalisierten AG aufzubauen, ohne den Aktienpreis in die Höhe zu treiben.
- *Informationsvorsprung durch Due-Diligence-Prüfung von Private Equity Funds:* Private Equity Funds können sich gegenüber den Aktionären und anderen Kapitalmarktteilnehmern im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung einen Informationsvorsprung über die wirtschaftliche und finanzielle Lage der emittierenden AG verschaffen. Diese kann ihnen bei der Beurteilung darüber helfen, ob die emittierende AG unterbewertet ist und sich eine Investition in die emittierende AG lohnt.⁸²

B. Hedge Funds

- 5 Hedge Funds investieren i.d.R. in PIPEs, weil sich relativ einfach ein sehr hoher risikoadjustierter Gewinn erwirtschaften lässt. Dieser resultiert i.d.R. aus einer Convertible-Arbitrage-Handelsstrategie. Deshalb investieren Hedge Funds oft und gerne in PIPEs.⁸³

⁸¹ Dazu gehört das Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat (vgl. § 7 N. 13), bestimmte Vetorechte der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre (vgl. § 5 N. 40) und Verwässerungsschutzmechanismen (vgl. § 5 N. 39). Vgl. STEINBERG/OBI, S. 21 f.

⁸² MEIDAN, S. 6.

⁸³ CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 4.

§ 4. Cashflowrechte

I. Bestandteile

- 1 Cashflowrechte können bei PIPEs eine Vielzahl von Ausgestaltungsformen annehmen. Der Emissionsdiskont ist das typischste Cashflowrecht. Bei PIPEs in Form von Grundkapitalanteilen gehören zu den Cashflowrechten auch Beteiligungen am Bilanzgewinn in Form von Dividenden⁸⁴ bzw. bei PIPEs in Form von Fremdkapital in Form von Zinszahlungen. Zu diesen treten gegebenenfalls eingeräumte Preis-⁸⁵ und Verwässerungsschutzmechanismen.⁸⁶ Letztlich bilden auch emittierte Call-Optionen⁸⁷ auf den Kauf von Stammaktien der emittierenden AG Teil der Cashflowrechte.⁸⁸

II. Preisfestlegung der Cashflowrechte

A. Cashflowrechte als Entschädigung für eingegangene Risiken

- 2 Risiko und erwarteter Cashflow aus einem Investment stehen in einem Abhängigkeitsverhältnis. Ein rationaler Investor verlangt für nicht diversifizierbare Risiken einen entsprechend grossen Ertrag. Das mit einem PIPE verbundene nicht diversifizierbare Risiko ist beträchtlich. Einerseits werden PIPEs oft von finanziell angeschlagenen AGs emittiert, und andererseits sind sie i.d.R. für eine gewisse Zeit illiquid. Die emittierende AG entschädigt die PIPEs-Investoren für dieses eingegangene Risiko mittels Cashflowrechten.⁸⁹ Für das mit einem PIPE eingegangene systematische Risiko muss die emittierende AG jedoch keine Entschädigung leisten, weil es mittels Diversifikation beseitigt werden kann.

⁸⁴ Art. 660 Abs. 1 OR.

⁸⁵ Vgl. § 5 N. 44 ff.

⁸⁶ Vgl. § 5 N. 53 ff.

⁸⁷ Vgl. § 5 N. 59.

⁸⁸ CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 3; STEINBERG/OBI, S. 24

⁸⁹ BAINBRIDGE, S. 42 f. In der Literatur wird auch die Thorie vertreten, dass PIPEs emittiert werden, wenn die Anteile an der emittierenden AG von den Kapitalmarktteilnehmern unterbewertet werden (*undervaluation hypothesis*) oder weil PIPEs im Vergleich zur Folgeplatzierung von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt eine billigere Kapitalbeschaffungsmethode darstellen (*cost minimization hypothesis*) (CHEN/DAI/SCHATZBERG, S. 10 f.)

B. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

- 3 Eine Möglichkeit zur Bestimmung des Umfangs der bei einer bestimmten PIPEs-Emission zu leistenden Cashflowrechte ist das CAPM.

$$E(R_p) = r_{rf} + \beta \times [E(R_m) - r_{rf}]$$

Der erwartete Ertrag eines PIPE bestimmt sich aus dem risikolosen Zinssatz (r_{rf}) und der Differenz zwischen dem erwarteten Ertrag des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ($[E(R_m) - r_{rf}]$) multipliziert mit der Sensivität der kotierten Stammaktien der emittierenden AG zum Marktportfolio (β).⁹⁰

C. Multi Factor Asset Pricing Model

- 4 Bei einem Multi Factor Asset Pricing Model bestimmen sich die bei einem PIPE zu gewährenden Cashflowrechte nicht nur nach Massgabe eines Faktors, sondern nach Massgabe von mehreren Faktoren. Ein solches Modell ist für die Bestimmung der bei PIPEs zu gewährenden Cashflowrechte geeignet, weil das CAPM annimmt, dass Aktien jederzeit im Markt verkauft werden können.⁹¹ Der Faktor Illiquidität wird nicht berücksichtigt. Die Liquidität ist aber ein bedeutender Risikofaktor bei einem Investment.⁹² Demnach sollte das CAPM um den Faktor Marktliquidität (L_m) multipliziert mit der Sensivität des PIPE zur Marktliquidität (β_2) ergänzt werden. Darüber hinaus muss wohl auch noch dem Umstand Rechnung getragen werden, dass PIPEs-emittierende AGs konkursgefährdet sind.⁹³ Demnach muss als dritter Faktor das Marktkonkursrisiko (D_m) multipliziert mit der Sensivität der emittierenden AG zum Marktkonkursrisiko (β_3) in die Berechnungsformel des erwarteten Ertrags eingeführt werden.

$$E(R_p) = r_{rf} + \beta_1 \times [E(R_m) - r_{rf}] + \beta_2 \times L_m + \beta_3 \times D_m$$

⁹⁰ BAINBRIDGE, S. 42 f.

⁹¹ BERK/DEMARZO, S. 364.

⁹² GILSON/BLACK, S. 129 f.

⁹³ Das CAPM geht wohl implizit davon aus, dass keine Konkursgefahr besteht.

III. Emissionsdiskont

- 5 Der Emissionsdiskont stellt eine vermögenswerte Leistung der emittierenden AG an den PIPEs-Investor dar. Er wird dem PIPEs-Investor gewährt, weil PIPEs erst nach Ablauf der festgesetzten Frist und nach erfolgter Kotierung börslich verkauft werden können. Der Emissionsdiskont wird deshalb auch als Illiquiditätsabschlag bezeichnet. Er ist der NPV eines zukünftig gewährten Cashflows in Form eines Vermögenswerts. Der Diskontzinssatz bei PIPEs in Form von Fremdkapital bestimmt sich nach Massgabe des risikofreien Zinssatzes plus einer marktgerechten Risikoprämie. Diese Risikoprämie kann beträchtlich sein, weil das Ausfallrisiko und die Volatilität von PIPEs oft erheblich sind. Der Emissionsdiskont kann für PIPEs in Form von Fremdkapital und Eigenkapital nach Massgabe eines Multi Factor Asset Pricing Model, aus vor Kurzem ähnlich getätigten PIPEs⁹⁴ oder mittels eines Dutch-Auction-Verfahrens⁹⁵ bestimmt werden.⁹⁶ Der Verwaltungsrat hat bei der Festlegung des Emissionsdiskonts darauf bedacht zu sein, dass dieser nicht zu umfangreich ist und er keine Sorgfaltspflichtverletzung begeht.⁹⁷
- 6 Im Rahmen der anstehenden Aktienrechtsrevision sieht Art. 652b Abs. 4 E-OR eine Einschränkung für den Ausgabebetrag vor. Der Ausgabebetrag darf demnach nur wesentlich tiefer als der wirkliche Wert der Aktien festgesetzt werden, wenn das Bezugsrecht handelbar ist oder die an der Generalversammlung vertretenen Aktionäre dem Ausgabebetrag zustimmen. Die bisherige Bestimmung, dass Aktionäre nicht unsachlich benachteiligt oder begünstigt werden dürfen, soll jedoch als überflüssig gestrichen werden. Diese Neuregelung ist für Emissionsdiskonts von 5 bis 10 % zum wirklichen Wert wohl unproblematisch. Es fragt sich jedoch, welches der wirkliche Wert der kotierten bzw. zu kotierenden Stammaktien ist. Diese neue Bestimmung wäre deshalb auch bei der Emission von PIPEs nicht unproblematisch.⁹⁸

⁹⁴ Man spricht hier von der Comparables-Methode (vgl. BERK/DEMARZO, S. 624 ff.).

⁹⁵ Die Risikoprämie ergibt sich dabei aus der geringsten Risikoprämie, die Dritte für das entsprechende Investment zu bezahlen bereit wären.

⁹⁶ Ein Teil der Lehre geht davon aus, dass ein Emissionsdiskont von „5–10 % des (zu erwartenden) Börsenkurses“ im Falle eines Bezugsrechtsausschlusses gerechtfertigt ist (GERHARD, S. 296 m.w.H.), weil bei IPOs und Folgeplatzierungen am öffentlichen Markt i.d.R. ein Diskont in diesem Umfang gewährt wird. Da PIPEs aber zuerst privat platziert werden, kann der im Rahmen eines IPO gewährte Diskont nicht auf PIPEs-Finanzierungen unbedarft Anwendung finden. Ein Emissionsdiskont kann im Einzelfall aber gestützt auf finanzmathematische Berechnungen gerechtfertigt sein.

⁹⁷ Vgl. § 7 N. 10.

⁹⁸ Vgl. hierzu eingehend GERICKE, S. 229 ff.

IV. Cashflowrechte als ungerechtfertigte vermögenswerte Leistungen

A. Problematik

- 7 Die dem PIPEs-Investor gewährten Cashflowrechte können als vermögenswerte Leistung eine Vermögensverschiebung von der emittierenden AG zum PIPEs-Investor zur Folge haben. Aktionäre und die emittierende AG könnten deshalb auf die Idee kommen, die gewährten Cashflowrechte zurückzufordern bzw. die im Rahmen der PIPEs-Transaktion geschlossenen Verträge anzufechten.

B. Rückerstattung von in ungerechtfertigter Weise erbrachten Leistungen

- 8 Aktionäre und Mitglieder des Verwaltungsrats sowie diesen nahestehende Personen sind zur Rückerstattung von Leistungen an die emittierende AG verpflichtet, die in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung und zur wirtschaftlichen Lage der emittierenden AG stehen.⁹⁹ Die Rückerstattungsklage findet auch Anwendung auf PIPEs-Transaktionen, in denen der PIPEs-Investor im Emissionszeitpunkt nur Aktionär in spe ist.¹⁰⁰ Ein Leistungsmissverhältnis im Sinne von Art. 678 OR liegt vor, wenn der Emissionsdiskont dem Drittmannstest nicht standhält, d.h., wenn dieselbe PIPEs-Transaktion mit einem Dritten zu anderen Konditionen abgeschlossen worden wäre oder der Leistungsaustausch zu nicht marktüblichen Konditionen erfolgte bzw. nicht objektiv gerechtfertigt werden kann. Geringe Abweichungen können aber nicht eingeklagt werden. Das Leistungsmissverhältnis muss bei der Eingehung der PIPEs-Transaktion in die Augen springen.¹⁰¹ Die Leistungen müssen dem PIPEs-Investor von der emittierenden AG bewusst erbracht werden,¹⁰² und der PIPEs-Investor muss diese bösgläubig, d.h. mit dem Wissen, dass diese nicht marktüblich bzw. gerechtfertigt sind, bezogen haben. Der Anspruch wird im Zeitpunkt der ungerechtfertigten Leistung fällig und kann

⁹⁹ Art. 678 Abs. 1 und 2 OR. Art. 678 OR ist lex specialis zur ungerechtfertigten Bereicherung im Sinne von Art. 62 ff. OR (VOGT, Art. 678 N. 3).

¹⁰⁰ So bspw. bei PIPEs in Form von Optionsanleihen, Wandelanleihen oder Darlehen in Kombination mit Optionen. Es ist ein typisches Charakteristikum von PIPEs, dass PIPEs-Investoren Aktionäre sind oder werden.

¹⁰¹ Vgl. BGE 53 II 483 E. 2; BGE 123 III 292 E. 6a f.

¹⁰² WATTER, Gewinnausschüttungen, S. 153; WATTER, Gewinnverschiebungen, S. 143.

sowohl von der emittierenden AG als auch von den Aktionären zugunsten der emittierenden AG geltend gemacht werden.¹⁰³

C. Übervorteilung

- 9 Eine Übervorteilung der emittierenden AG liegt vor, wenn zwischen dem im Rahmen einer PIPEs-Transaktion vereinnahmten Kapital und dem Wert der dem PIPEs-Investor begebenen PIPEs im Zeitpunkt der Eingehung der PIPEs-Transaktion nach Massgabe von objektiven Markt- bzw. Börsenwerten ein offenkundiges Leistungsverhältnis vorliegt.¹⁰⁴ Die emittierende AG muss sich überdies in einer Zwangslage oder in starker Bedrängnis befinden haben. Diese müssen den Abschluss der für die emittierende AG ungünstigen PIPEs-Verträge als kleineres Übel erscheinen lassen als ein Nichtabschluss.¹⁰⁵ Eine Zwangslage kann auch nur imaginär nach Auffassung der emittierenden AG bestehen.¹⁰⁶ Da die Emission von PIPEs für die emittierende AG oft eine letzte Finanzierungsalternative darstellt,¹⁰⁷ kann sie sich durchaus in einer solchen Zwangslage befinden. Die Elemente einer Übervorteilung können sich nicht gegenseitig substituieren, aber ergänzen.¹⁰⁸ Hat ein PIPEs-Investor die finanzielle Notlage der emittierenden AG bewusst ausgenutzt, kann sie innerhalb Jahresfrist erklären, dass sie den Vertrag nicht halten will und schon Geleistetes zurückverlangen.¹⁰⁹

¹⁰³ Art. 678 Abs. 3 OR.

¹⁰⁴ BGE 92 II 168 E. 2.

¹⁰⁵ BGE 123 III 292 E. 5.

¹⁰⁶ GAUCH, S. 62 f.

¹⁰⁷ Vgl. § 3 N. 2.

¹⁰⁸ So können bspw. Abstriche bei einem nur geringfügigen Leistungsverhältnis durch eine extreme Notsituation, in der es bei der emittierenden AG um das wirtschaftliche Überleben überhaupt geht, ausgeglichen werden (BGE 61 II 34 ff.).

¹⁰⁹ Art. 21 Abs. 1 OR.

V. Besteuerung von Cashflowrechten

A. Verrechnungssteuer

1. Dividendenerträge

- 10 Cashflowrechte in Form von Gewinnanteilen, die auf Grundkapitalanteilen durch eine inländische emittierende AG ausgerichtet werden, unterliegen der Verrechnungssteuer.¹¹⁰

2. Emissionsdiskont

- 11 Der gewährte Emissionsdiskont kann eine der Verrechnungssteuer unterliegende geldwerte Leistung darstellen. Voraussetzung hierfür ist, dass der PIPEs-Investor für die erworbenen PIPEs keine angemessene Gegenleistung erbracht hat. Ein Emissionsdiskont ist unangemessen, wenn die emittierende AG einem unabhängigen Dritten in jedem Fall einen geringeren Emissionsdiskont gewährt hätte.¹¹¹ Ob der gewährte Emissionsdiskont im Einzelfall eine der Verrechnungssteuer unterliegende geldwerte Leistung darstellt, muss aufgrund der Marktumstände im Emissionszeitpunkt bestimmt werden. Diese Beurteilung kann unter Umständen sehr schwierig sein, weil sich die Märkte insbesondere in Krisensituationen innerhalb von sehr kurzen Zeitintervallen stark bewegen können. Der Verwaltungsrat sollte deshalb sowie aus verantwortlichsrechtlichen Überlegungen seine Bestrebungen bei der Suche nach einer geeigneten Finanzierungsquelle genau dokumentieren.¹¹²

3. Zinszahlungen

- 12 Auf PIPEs in Form von Fremdkapitalanteilen bezahlte Zinszahlungen unterliegen der Verrechnungssteuer, wenn die PIPEs Obligationen¹¹³ oder Kassaobligationen¹¹⁴ im steuertechnischen Sinne sind.¹¹⁵ Da PIPEs in

¹¹⁰ Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG.

¹¹¹ HÖHN/WALDBURGER, § 21 N. 14.

¹¹² Vgl. § 7 N. 17 ff.

¹¹³ Eine Obligation im Sinne des Stempel- und Verrechnungssteuergesetzes liegt vor, wenn ein inländischer Schuldner bei mehr als zehn Gläubigern gegen Ausgabe von Schuldanererkennungen Geld zu identischen Bedingungen aufnimmt und die Gesamtkreditsumme CHF 500'000 beträgt (Ziff. 3 a) Merkblatt EStV S-02.122.1 vom April 1999 betreffend Obligationen).

¹¹⁴ Eine Kassenobligation im Sinne des Stempel- und Verrechnungssteuergesetzes ist gegeben, wenn ein inländischer Schuldner bei mehr als 20 Gläubigern gegen Ausgabe von Schuldaner-

Form von Fremdkapitalanteilen i.d.R. in Form von individuellen Schuldverhältnissen und an weniger als zehn PIPEs-Investoren zu gleichen Konditionen ausgegeben werden, fallen sie nicht in den Anwendungsbereich der Verrechnungssteuer.¹¹⁶

4. Optionen

- 13 Die an PIPEs-Investoren begebenen Optionen können der Verrechnungssteuer unterliegen, sofern sie unentgeltlich oder zu einem unter dem Marktwert liegenden Preis emittiert werden. Da PIPEs-Investoren einen Gegenwert für ihr Investment leisten, werden die Optionen nicht unentgeltlich ausgegeben. Ob die Optionen zu einem unter dem Marktwert liegenden Preis begeben wurden, kann nur im Einzelfall aufgrund der konkreten Sachverhaltsumstände entschieden werden. Unter dem Marktpreis ausgegebene Optionen stellen grundsätzlich eine steuerbare geldwerte Leistung der emittierenden AG an den PIPEs-Investor dar, wenn sie sich auf bereits ausgegebene Aktien beziehen. Der Umfang der steuerbaren geldwerten Leistung bemisst sich nach dem Preis, den ein Dritter auf dem freien Markt für diese Optionen zu bezahlen bereit gewesen wäre, und dem tatsächlich vom PIPEs-Investor bezahlten Preis im Moment der Zuteilung. Die tatsächliche Einlösung solcher Optionen ist in steuerrechtlicher Hinsicht unbeachtlich. Der steuerbare Reingewinn der Emittentin erhöht sich im Umfang der geldwerten Leistung.¹¹⁷

5. Erhebung

- 14 Geschuldet wird die Verrechnungssteuer vom PIPEs-Investor, erhoben wird sie jedoch von der emittierenden AG. Sie muss zwingend auf den PIPEs-Investor abgewälzt werden.¹¹⁸ Die Verrechnungssteuer beträgt i.d.R. 35 % der steuerbaren Leistung.¹¹⁹ Die erhobene Verrechnungssteuer kann grundsätzlich zurückverlangt werden, sofern gewisse Vorausset-

kennungen fortlaufend Geld zu variablen Bedingungen aufnimmt und die Gesamtkreditsumme mindestens CHF 500'000 beträgt (Ziff. 3 b) Merkblatt EStV S-02.122.1 vom April 1999 betreffend Obligationen).

¹¹⁵ HÖHN/WALDBURGER, § 21 N. 6.

¹¹⁶ Vgl. § 5 N. 20.

¹¹⁷ Art. 20 Abs. 1 Bst. c DBG; Art. 58 Abs. 1 Bst. b DBG; Art. 20 Abs. 1 VStV.

¹¹⁸ Art. 14 VStG.

¹¹⁹ Art. 13 Abs. 1 Bst. a VStG.

zungen gegeben sind.¹²⁰ Ausländische PIPEs-Investoren können die erhobene Verrechnungssteuer im Umfang der anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen zurückfordern.

B. Gewinnsteuer

- 15 Erträge aus Grundkapital unterliegen beim PIPEs-Investor in Form einer juristischen Person (corporate investor) grundsätzlich der direkten Bundessteuer und der kantonalen Gewinnsteuer. Gegenstand der Gewinnsteuer ist i.d.R. der gesamte in einem Geschäftsjahr anfallende Reingewinn.¹²¹ Stammt der Reingewinn (insbesondere) aus qualifizierten Beteiligungen, kann der sogenannte Beteiligungsabzug geltend gemacht werden. Die Geltendmachung des Beteiligungsabzugs hat zur Folge, dass sich die Gewinnsteuer im Verhältnis¹²² des aus qualifizierten Beteiligungen entspringenden Nettoertrags zum gesamten Reingewinn ermässigt. Qualifizierte Beteiligungen im Sinne der direkten Bundessteuer sind Beteiligungen von mindestens 10 % am Grund- oder Stammkapital einer anderen Gesellschaft oder Beteiligungen mit einem Verkehrswert von mindestens CHF 1 Mio.¹²³ Auch bei der kantonalen Gewinnsteuer beträgt der Beteiligungsumfang 10 % bzw. beläuft sich auf einen Verkehrswert von CHF 1 Mio. Hybride Finanzierungsinstrumente wie bspw. partiarische oder nachrangige Darlehen können keine qualifizierten Beteiligungen sein.¹²⁴ Bruttoertrag aus Beteiligungen im Sinne von Art. 70 DBG sind insbesondere Dividenden, die bei der ausschüttenden AG keinen geschäftsmässig begründeten Aufwand darstellen.¹²⁵ Der Nettoertrag aus qualifizierten Beteiligungen entspricht dem Bruttoertrag abzüglich des darauf entfallenden Finanzierungsaufwands. Vom Bruttoertrag werden in der Regel auch eine Pauschale von 5 % zur Deckung des Verwaltungsaufwands,¹²⁶ die nicht rückforderbaren Quellensteuern und die im Zusammenhang mit dem Be-

¹²⁰ Art. 21 ff. VStG.

¹²¹ Art. 57 DBG; Art. 24 Abs. 1 StHG.

¹²² Die Steuerermässigung errechnet sich nach Massgabe der folgenden Basisformel (DUSS/ALTORFER, Art. 69 N. 2):

$$\frac{100 \times \text{Nettobeteiligungsertrag}}{\text{Gesamter Reingewinn}} = \% \text{ Steuerreduktion}$$

¹²³ Art. 69 DBG.

¹²⁴ Art. 28 Abs. 1 StHG; LOCHER, Art. 69 N. 19.

¹²⁵ MEISTER, S. 113; Art. 70 Abs. 2 Bst. b DBG.

¹²⁶ Als Verwaltungsaufwand gelten Schuldzinsen sowie weiterer Aufwand, der wirtschaftlich den Schuldzinsen gleichzustellen ist. Der Nachweis des effektiven Verwaltungsaufwands bleibt vorbehalten (Art. 70 Abs. 1 DBG).

teiligungsertrag gemachten Abschreibungen abgezogen.¹²⁷ Fremdkapitalzinsen vermindern die Gewinnsteuer. Offene und verdeckte Gewinnausschüttungen können nicht abgezogen werden, weil sie gemäss Art. 58 Abs. 1 lit. b DBG keinen geschäftsmässig begründeten Aufwand darstellen. Sie beeinflussen die handelsrechtliche Erfolgsrechnung nicht.¹²⁸ Obwohl im StHG nicht vorgesehen, berücksichtigen die meisten Kantone einen Beteiligungsertrag bei der Berechnung der Ermässigung nur, soweit auf der Beteiligung keine im Zusammenhang stehende und steuerwirksame Abschreibung vorgenommen wurde.¹²⁹

C. Einkommenssteuer

- 16 PIPEs-Investoren als natürliche Personen haben auf Vermögenszuflüsse i.d.R. eine Einkommenssteuer zu entrichten.¹³⁰ Alle aus Grundkapital und Fremdkapital stammenden Vermögenserträge in Form von Dividenden, Gewinnanteilen, Zinsen und geldwerten Vorteilen müssen versteuert werden.¹³¹

D. Emissionsabgabe

- 17 Auf der Emission von PIPEs in Form von Grundkapitalanteilen wird grundsätzlich eine Stempelabgabe erhoben. Sie beträgt 1 % und berechnet sich vom Nennwert oder von dem der emittierenden AG als Gegenleistung für die Beteiligungsrechte zufließenden Betrag, sofern die Freigrenze von CHF 1'000'000 überschritten wird.¹³² Die Emissionskosten können vom geschuldeten Steuerbetrag in Abzug gebracht werden.¹³³ Für PIPEs in Form von Wandelanleihen, Optionsanleihen, Obligationen im steuertechnischen Sinn¹³⁴ und Unterbeteiligungen an Darlehen beträgt der Abgabesatz zwischen 0,6 und 0,12 % des Nominalwerts.¹³⁵

¹²⁷ Art. 28 Abs. 1 StHG.

¹²⁸ MEISTER, S. 119; LOCHER, Art. 58 N. 57.

¹²⁹ DUSS/VON AH/RUTISHAUSER, Art. 28 N. 72.

¹³⁰ Art. 1 DBG; Art. 2 Abs. 1 Bst. a StHG.

¹³¹ Art. 20 Abs. 1 Bst. c und Abs. 2 DBG; Art. 7 Abs. 1 StHG.

¹³² Art. 8 Abs. 1 Bst. a StG; Art. 6 Abs. 1 Bst. h StG.

¹³³ STOCKAR, N. 5.14.

¹³⁴ Vgl. § 4 N. 11.

¹³⁵ STOCKAR, N. 5.23.

VI. Emission von Cashflowrechten als Straftatbestand?

A. Problematik

- 18 Die Emission von PIPEs durch emittierende AG in angeschlagenen finanziellen Situationen, bei denen das Missverhältnis zwischen den Cashflowrechten des PIPEs-Investors und seinem Investment offenbar ist, kann ein strafrechtlich verpönte Verhalten darstellen.

B. Wucherische PIPEs-Transaktionen

- 19 Eine PIPEs-Transaktion ist strafbarer Wucher,¹³⁶ wenn ein PIPEs-Investor die Zwangslage einer emittierenden AG in einer angespannten finanziellen Situation ausnutzt,¹³⁷ um sich oder einem anderen für sein PIPE Cashflowrechte zu gewähren, bzw. Cashflowrechte versprechen lässt, die zueinander im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nach objektiven Kriterien wirtschaftlich in einem offenbaren Missverhältnis stehen.¹³⁸ Die Tat gilt bereits als vollendet, wenn eine verbindliche Verpflichtung zum Abschluss einer PIPEs-Finanzierung begründet wird.¹³⁹ Der Straftatbestand wird auch erfüllt, wenn die emittierende AG durch ihre Stellvertreter zum wucherischen Vertragsabschluss eingewilligt hat.¹⁴⁰ Wucher wird mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder einer Geldstrafe geahndet.¹⁴¹

VII. Cashflowrechte als Gegenstand der Paulianischen Anfechtungsklage?

A. Problematik

- 20 Die Emission von PIPEs kann eine letzte Finanzierungsalternative darstellen. Aufgrund der angeschlagenen finanziellen Situation der emittierenden AG sind herkömmliche Finanzierungsformen wie Bankkredite oft nicht erhältlich. Es besteht daher oft ein beträchtliches Konkursrisiko für

¹³⁶ Art. 157 StGB.

¹³⁷ BGE 80 IV 15 E. 1.

¹³⁸ BGE 92 IV 132 E. 1.

¹³⁹ BGE 86 IV 65 E. 2.

¹⁴⁰ BGE 82 IV 145 E. 2a.

¹⁴¹ Art. 40 StGB i.V.m. Art. 157 Ziff. 1 StGB.

die emittierende AG. Fällt die emittierende AG kurze Zeit nach der PIPEs-Emission in Konkurs, könnten Gläubiger der emittierenden AG versucht sein, gegen die gewährten Cashflowrechte mittels der Paulianischen Anfechtungsklage Einspruch zu erheben. Als Alternative steht in solchen Fällen oft auch die Verantwortlichkeitsklage gegenüber den Organen der emittierenden AG zur Verfügung.¹⁴²

B. Schenkungsanfechtung

- 21 Anfechtbar sind alle Rechtsgeschäfte, bei denen die emittierende AG innerhalb des letzten Jahres vor der Konkurseröffnung eine Gegenleistung angenommen hat, die zur erbrachten Leistung in einem Missverhältnis steht.¹⁴³ Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen kann es zu einem Missverhältnis der ausgetauschten Leistungen kommen, wenn das von der emittierenden AG beschaffte Kapital zum Wert der den PIPEs-Investoren eingeräumten Cashflowrechte im Emissionszeitpunkt objektiv in einem Missverhältnis steht. Der Verkehrswert der ausgetauschten Leistungen ist für die Bestimmung des Missverhältnisses entscheidend.¹⁴⁴ Nach strenger Auslegung des Wortlauts müssten alle typischerweise in PIPEs-Transaktionen gewährten Cashflowrechte der Schenkungsanfechtung unterliegen. Das kann aber nicht Sinn und Zweck der Schenkungsanfechtung sein. Diese will nur eine unangemessen hohe Störung des Äquivalenzprinzips ausgleichen.¹⁴⁵ Eine solche liegt vor, wenn die gewährten Cashflowrechte zu marktunüblichen Konditionen und nicht „at arms length“ gewährt wurden. Die Schenkungsanfechtung nimmt demnach für die Gläubiger dieselbe Funktion ein wie die Rückerstattungsklage auf in ungerechtfertigter Weise bezogene Leistungen für die Aktionäre. Beide Rechtsbehelfe bezwecken, ungerechtfertigte Vermögensabflüsse aus der emittierenden AG auszugleichen.

C. Absichtsanfechtung

- 22 Die Ausrichtung von Cashflowrechten kann in angeschlagenen finanziellen Situationen unter Umständen auch den Tatbestand einer Absichts-

¹⁴² BGer 5C.29/2000 E. 3e; BGE 127 III 1 E. 2a.

¹⁴³ Art. 286 Abs. 1 und 2 SchKG.

¹⁴⁴ BGE 45 III 178 E. 3.

¹⁴⁵ Vgl. FRITZSCHE/WALDER-BOHNER, § 66 N. 5.

anfechtung erfüllen.¹⁴⁶ Demnach sind alle Rechtshandlungen anfechtbar, die innerhalb von fünf Jahren seit der Konkursöffnung erfolgten und eine Gläubigerschädigung herbeiführten.¹⁴⁷ Die emittierende AG musste die Gläubigerschädigung, d.h. die Beeinträchtigung der Exekutionsrechte der Gläubiger, als natürliche Folge seiner Handlung mit dem Ziel, die Gläubiger der emittierenden AG zu benachteiligen bzw. einzelne Gläubiger zum Nachteil anderer zu begünstigen, in Kauf genommen haben. Für den PIPEs-Investor wiederum muss diese Schädigungsabsicht nach den gebotenen Umständen und nach Massgabe einer sorgfältigen und aufmerksamen Tätigkeit erkennbar sein.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Art. 288 SchKG.

¹⁴⁷ Eine Gläubigerschädigung liegt gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung i.d.R. vor, wenn Cashflowrechte in Form einer Zinszahlung auf ein PIPE in Form einer Fremdkapitalinvestition gezahlt wird (vgl. BGer 5A_420/2008 E. 6).

¹⁴⁸ BGer 5A_386/2008 E. 3 ff.

§ 5. Investitionsformen

- 1 Nachfolgend wird dargelegt aufgrund welcher Kriterien der Entscheidung gefällt wird, ob PIPEs in Form von Fremdkapital oder Eigenkapital emittiert werden sollen. PIPEs können als stimmberechtigtes oder stimmrechtloses Grundkapital in Form von Stammaktien, Vorzugsaktien, Partizipationsscheinen und Vorzugspartizipationsscheinen begeben werden. Möglich sind auch Fremdkapitalanteile wie Wandelanleihen und Optionsanleihen. Optionen sind PIPEs vertraglicher Natur. Ihnen ist gemein, dass sie mittelbar oder unmittelbar durch ein Gestaltungsrecht, Bezugsrecht oder Kaufrecht ein Recht auf kotierte Stammaktien einräumen.

I. Fremdkapital, Eigenkapital oder hybrides Kapital?

A. Ökonomische Grundlagen

1. Ausgangspunkt: Modigliani/Miller-Theorem

- 2 Der Aufbau der Kapitalstruktur einer AG hat nach dem Modigliani/Miller-Theorem unter Annahme eines perfekten Kapitalmarkt keinen Einfluss auf die Bewertung einer AG.¹⁴⁹ Der Wert einer AG entspricht dem NPV des gesamthaft erwirtschafteten Cashflows. Eine Veränderung der Kapitalstruktur ändert lediglich das Verhältnis des auf Fremdkapital und Eigenkapital zu verteilenden gesamthaft erwirtschafteten Cashflows, jedoch nicht seinen Umfang. Die durch niedrigere Fremdkapitalzinsen ermöglichte Einsparung von Kapitalkosten wird durch die erhöhten Eigenkapitalkosten ausgeglichen. Ein rationaler Investor erwartet unter diesen Voraussetzungen nämlich einen höheren Eigenkapitalertrag.¹⁵⁰ Der höhere Fremdkapitalanteil an der Kapitalstruktur erhöht nämlich das Risiko eines Konkurses. Der Aufbau der Kapitalstruktur ist für den Wert einer AG nur von Bedeutung, wenn er den Umfang des erwirtschafteten Cashflows beeinflusst. Eine solche Beeinflussung erfolgt

¹⁴⁹ Die Annahme eines perfekten Kapitalmarkts setzt voraus, dass: (i) Investoren Fremdkapitalanteile und Grundkapitalanteile an einer AG zum NPV der zukünftig generierten Cashflowströme bewerten (ohne Diskont), (ii) keine Transaktionskosten, Steuern und Emissionskosten anfallen und (iii) Investitionsentscheide der AG keine Änderung der gesamthaft erwirtschafteten Cashflowströme zur Folge haben und keine Signalwirkung haben.

¹⁵⁰ BERK/DEMARZO, S. 420.

in einem nicht perfekten Kapitalmarkt bspw. durch Variablen wie Steuern oder Transaktionskosten.¹⁵¹

2. Debt/Equity Conflict

3 Der Anspruchsumfang von Fremdkapitalinhabern am erwirtschafteten Cashflow einer AG ist zum Voraus exakt bestimmt. Eigenkapitalinhaber kommen grundsätzlich in den Genuss des von der AG erwirtschafteten, aber nicht an Fremdkapitalinhaber ausgeschütteten Cashflows. Aus der unterschiedlichen Interessenlage der Fremdkapitalinhaber und Eigenkapitalinhaber können sich Konflikte ergeben. Diese beziehen sich im Wesentlichen auf:¹⁵²

- *Dividendenausschüttung*: Je weniger Bilanzgewinn ausgeschüttet wird, desto grösser ist das Eigenkapital einer AG. Je grösser das Eigenkapital einer AG, desto geringer ist der Fremdkapitalanteil an der Bilanzsumme. Je geringer der Fremdkapitalanteil an der Bilanzsumme, desto mehr Sicherheiten bestehen für die Fremdkapitalinhaber. Dadurch wird das Ausfallrisiko von Fremdkapital verringert und der Marktwert von Fremdkapital gesteigert. Fremdkapitalinhaber haben deshalb im Gegensatz zu Eigenkapitalinhabern ein Interesse an einer möglichst geringen Bilanzgewinnausschüttung.
- *Wahl des Risikograds einer Investition*: Eigenkapitalinhaber haben einen Anreiz, riskante Investitionen mit hohem Ertragspotenzial einzugehen, weil sie erst nach Begleichung der Fremdkapitalschulden und anderer Aufwände am Erfolg der AG beteiligt werden. Fremdkapitalinhaber wollen möglichst risikoarme Investitionen eingehen, weil sie aus dem erwirtschafteten Cashflow vor den Eigenkapitalinhabern in einem exakt bestimmten Umfang befriedigt werden. Dieser Interessenkonflikt kann mit Covenants oder Sicherheiten zugunsten der Fremdkapitalinhaber entschärft werden.
- *Shareholder-Value*: Ein sich der Steigerung von Shareholder-Value verpflichtetes Management tätigt keine für die AG NPV-positiven Investitionen, wenn sie jedoch für die Aktionäre NPV-negativ sind.¹⁵³

¹⁵¹ MODIGLIANI/MILLER, S. 242.

¹⁵² KLEIN/COFFEE, S. 268 ff.

¹⁵³ BERK/DEMARZO, S. 504 f.

3. Debt/Equity Agency Costs

- 4 Agency Costs von Eigenkapital entstehen, indem freier Cashflow vom Management für nicht Shareholder-Value-steigernde Investitionen verwendet wird. Mittels Fremdkapital können solche Agency Costs (bspw. in Form von Empire Building¹⁵⁴) vermindert werden, weil es das Management zur Ausschüttung von erwirtschaftetem freiem Cashflow an die Fremdkapitalinhaber verpflichtet. Das mit Fremdkapital verbundene Dammoklesschwert eines drohenden Konkurses zwingt das Management auch zu grösserer Disziplin, weil ein Konkursverfahren mit grossen Nachteilen verbunden ist. Ein gewisser Fremdkapitalanteil an der Kapitalstruktur ist deshalb der Förderung des Shareholder-Values förderlich. Ein zu hoher Fremdkapitalanteil an der Kapitalstruktur kann aber Agency Costs schaffen. Ein zu hohes Leverage kann den wirtschaftlichen Fortbestand der AG gefährden.¹⁵⁵

B. Vorteile von Fremdkapital

- 5 Die Vorteile von PIPEs in Form von Fremdkapital im Vergleich zu Grundkapital sind:
- *Emissionskosten:* Die Emission von Fremdkapital ist i.d.R. billiger als die Emission von Grundkapital, weil geringere Honorare der beteiligten Finanzberater anfallen.
 - *Signaleffekt:* Die Emission von Fremdkapital wird im Markt i.d.R. besser aufgenommen als die Emission von Grundkapital. Es wird tendenziell vermutet, dass Fremdkapital nur bei guten Geschäftsaussichten emittiert wird, um das mit Eigenkapital verbundene Wertsteigerungspotenzial den bisherigen Aktionären zu belassen. Die Emission von Grundkapital hingegen signalisiert tendenziell düstere Geschäftsaussichten oder eine Überbewertung des Eigenkapitals in den Augen des Managements. Die mit einer Fremdkapitalemission

¹⁵⁴ Die Empire-Building-Theorie besagt, dass das Management auch NPV-negative Investitionen tätigt, wenn sie eine AG vergrössern, weil Manager von grossen AGs ein tendenziell höheres Einkommen erwirtschaften und ein grösseres Prestige besitzen.

¹⁵⁵ Vgl. BERK/DEMARZO, S. 507 ff.

verbundene periodische Zinszahlungspflicht verstärkt die Glaubwürdigkeit der Aussagen des Managements. Das Management wird zu einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit gezwungen, um die Zinslast begleichen zu können. Die Emission von PIPEs ist aufgrund des späteren Bezugs von Stammaktien auch in Form von Fremdkapital mit eigenkapitalähnlichen Charakteristiken verbunden.¹⁵⁶

- *Steuerrechtliche Vorteile auf der Ebene der AG:* Fremdkapitalzinsen können von der AG als geschäftsmässig begründeter Aufwand von den Gewinnsteuern abgezogen werden.¹⁵⁷ Vorausgesetzt wird jedoch, dass die AG Gewinne schreibt oder dass steuerliche Verlustvorräte aufgelöst werden.¹⁵⁸
- *Leverage-Effekt:* Mit Fremdkapital kann die Eigenkapitalrendite optimiert werden. Der Einsatz von Fremdkapital zu Leverage-Zwecken¹⁵⁹ ist vorteilhaft, wenn die Fremdkapitalkosten geringer sind als der Return on Asset.¹⁶⁰ Die Verwendung von Fremdkapital wirkt sich nachteilig auf die Eigenkapitalrendite aus, wenn die Fremdkapitalkosten den Return on Asset übersteigen. Durch Leverage erhöht sich das Risiko in asymmetrischer Weise.¹⁶¹ Ein Verlust kann nur durch einen grösseren prozentmässigen Gewinn wettgemacht werden.¹⁶²

¹⁵⁶ GORMLEY, S. 10 f. Gestützt darauf vertritt STEIN, S. 3 ff., die These, dass der Signaleffekt von Fremdkapital negativ ist und derjenige von wandelbarem Kapital gemischt. Letztlich wird die Kapitalstruktur aber auch durch Market-Timing-Aspekte stark beeinflusst, die unter gewissen Umständen eine Fremdkapital- oder Eigenkapitalfinanzierung als geeigneter erscheinen lassen (BERK/DEMARZO, S. 520).

¹⁵⁷ Art. 58 Abs. 1 Bst. b DBG. Das gilt jedoch nicht für Dividendenausschüttungen.

¹⁵⁸ MILLER, S. 250 ff.

¹⁵⁹ Das Wort „Leverage“ beschreibt die finanziellen Auswirkungen von Fremdkapital auf Eigenkapital (KLEIN/COFFEE, S. 8).

¹⁶⁰ Where debt is conservative, the security analyst need not adjust his earnings and dividend multiplier downward for the debt factor. Thus he can virtually disregard the senior securities in selecting the capitalization rate. The stockholders will be better off if the company has a moderate amount of debt than if it has none. (GRAHAM/DODD/CUTTLE, S. 1031)

¹⁶¹ BAXTER, S. 245.

¹⁶² Beispiel: Ein Verlust von 10 % auf CHF 100 kann nur mit einem Gewinn von 11,1 % auf CHF 90 wiedergutmacht werden.

C. Vorteile von Grundkapital

6 Die Vorteile von PIPEs in Form von Grundkapital gegenüber von Fremdkapital sind:

- *Erweiterte Mitbestimmungsrechte bzw. Minderheitenschutzrechte:* Das Aktienrecht sieht eine Reihe von Minderheitenschutzrechten bei Erreichung bestimmter Schwellenwerte vor. Aktionäre oder Aktionärsgruppen mit einer Beteiligung von mindestens 10 % des Aktienkapitals¹⁶³ oder Nennwerten von mindestens CHF 1 Mio. können die Einberufung einer Generalversammlung oder die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstands verlangen.¹⁶⁴ PIPEs-Investoren mit einer Beteiligung von mindestens 10 % des Aktienkapitals können beim Richter die Auflösung der Gesellschaft aus wichtigen Gründen verlangen. Eine dauerhafte Verletzung der Rechte der PIPEs-Investoren kann zur Klageeinreichung berechtigen.¹⁶⁵ Der Richter kann anstelle der Auflösung auch auf eine andere sachgemässe und den Beteiligten zumutbare Lösung wie bspw. den Rückkauf von PIPEs durch die emittierende AG erkennen.¹⁶⁶
- *Stärkung der Eigenkapitaldecke:* Das Schweizer Aktienrecht schützt das Grundkapital in besonderer Weise. Es muss unverzüglich eine Generalversammlung einberufen, und es müssen Schutzmassnahmen beantragt werden, wenn die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr gedeckt sind.¹⁶⁷ Da PIPEs i.d.R. von AGs mit dünner Eigenkapitaldecke emittiert werden, kann neues Kapital aufgrund der gesetzlichen Kapitalschutzbestimmungen oft nur in Form von Eigenkapital aufgenommen werden.
- *Ausschluss der Konkurs-Option:* PIPEs-emittierende AGs befinden sich oft in angespannten finanziellen Verhältnissen und ein späterer Konkurs ist nicht auszuschliessen. Eine erhebliche Kapitalaufnahme mittels PIPEs in Form von Fremdkapital räumt dem PIPEs-Investor

¹⁶³ Art. 699 Abs. 3 Erster Satz OR.

¹⁶⁴ Vgl. § 7 N. 1 f.

¹⁶⁵ BGE 105 II 114 E. 6d.

¹⁶⁶ Art. 736 Abs. 1 Ziff. 4 OR. Die Auflösungsklage wird nur gutgeheissen, sofern die Aktionärsmehrheit ein den Minderheitsaktionären nach Treu und Glauben nicht zumutbares Verhalten an den Tag legt. Sie ist zur Anfechtungsklage subsidiär (FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 55 N. 71 ff.; BÖCKLI, § 17 N. 12).

¹⁶⁷ Art. 725 Abs. 1 OR.

eine implizite Option auf Einleitung eines Konkursverfahrens ein. Diese kann ausgeübt werden, wenn die Fremdkapitalzinsen nicht bezahlt werden. Eigenkapitalinhabern steht diese Option nicht offen.

- *Steuerliche Vorteile auf der Ebene der PIPES-Investoren:* Aufgrund des Beteiligungsabzugs kann die Ausgabe von Grundkapital anstelle von Fremdkapital auf der Ebene der PIPES-Investoren steuerrechtliche Vorteile haben.¹⁶⁸ Der aus Eigenkapital resultierende Nachsteuerertrag ist höher als derjenige aus Fremdkapital.

D. Vorteile von hybridem Kapital

7 Hybrides Kapital weist sowohl eigenkapitalähnliche als auch fremdkapitalähnliche Charakteristiken auf. Man versteht unter hybridem Kapital in Stammaktien wandelbares Fremdkapital, in Stammaktien wandelbare Vorzugsaktien und in Stammaktien wandelbare Partizipationsscheine. Die Emission von PIPES in Form von hybridem Kapital kann sich aus folgenden Gründen aufdrängen:

- *Ausgleich der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen dem PIPES-Investor und der emittierenden AG:*¹⁶⁹ Eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen der emittierenden AG und dem PIPES-Investor kann gravierende Folgen für den PIPES-Investor haben, weil sich die emittierende AG oft in angespannten finanziellen Verhältnissen befindet. Aufgrund des i.d.R. grossen, unsicheren und noch nicht verwirklichten Wachstumspotenzials emittierender AGs besteht Unklarheit bezüglich der künftigen Erträge und deren Volatilität.¹⁷⁰ Die Problematik verstärkt sich aufgrund der im Verhältnis zu Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten am öffentlichen Markt eingeschränkten Möglichkeit einer Due-Diligence-Prüfung. Eine solche ist oft aus zeitlichen,¹⁷¹ insiderstrafrechtlichen¹⁷² und börsenrechtlichen¹⁷³ Grün-

¹⁶⁸ LIEBI, N. 48.

¹⁶⁹ Vgl. aber BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 8, die anmerken, dass die dadurch erzielten Gewinne dadurch ausgeglichen werden, dass nicht traditionelle PIPES oft manipuliert werden.

¹⁷⁰ ELLIS/TWITE, S. 2.

¹⁷¹ Vgl. § 3 N. 2.

¹⁷² Vgl. § 6 N. 29 ff. zur Ad hoc-Publizitätspflicht.

¹⁷³ PIPES-Investoren wollen oft nicht in den Besitz von vertraulichen Tatsachen kommen, weil sie dadurch zu einem Insider werden können und gegebenenfalls durch Kapitalmarkttransaktionen gegen den Insidertraftatbestand verstossen § 8 N. 9 ff.

den nur limitiert möglich. Die Wandlungsmöglichkeit in Stammaktien erleichtert die Bestimmung des tatsächlichen Werts von wandelbarem Kapital.¹⁷⁴

- *Abfederung des Kursverfallrisikos unter Wahrung des Kurssteigerungspotenzials:* Hybrides Kapital sichert dem PIPES-Investor periodische Cashflowströme in Form einer Zinszahlung oder Vorzugsdividende. Es ermöglicht ihm aber auch, im Falle einer günstigen Kursentwicklung der kotierten Stammaktie mittels Umwandlung in Stammaktien von der Kurswertsteigerung zu profitieren.¹⁷⁵
- *Eigenkapitalfinanzierung durch die Hintertüre:* PIPES in Form von hybridem Kapital können als eine alternative Eigenkapitalfinanzierungsform dienen, wenn eine Folgeplatzierung von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt aufgrund der bestehenden asymmetrischen Informationsverteilung, zufolge Verwässerung oder zufolge von hohen Emissionskosten unattraktiv ist.¹⁷⁶
- *Alternative Sicherheitsleistung:* Emittierende AGs können aufgrund der geringen Aktiven oft keine Sicherheiten im herkömmlichen Sinne stellen. Eine alternative Sicherheitsleistung stellen in Stammaktien wandelbare PIPES dar. Als Sicherheit dienen dabei die gewandelten Stammaktien. Der Wert der Stammaktien kann in absehbarer Zeit realisiert werden. Für PIPES-Investoren ist diese Form der Sicherheitsleistung attraktiv, wenn sie mittels entsprechender Hedgingtransaktionen, bspw. mittels Leerverkäufen von Call-Optionen oder Stammaktien, abgesichert werden.¹⁷⁷
- *Future-Priced PIPES dienen der Neutralisierung der Adverse-Selection- und Agency-Cost-Problematik:* Future-Priced PIPES mit variablem, sich am Kurswert der kotierten Aktien orientierenden Umwandlungspreis, dienen der Neutralisierung von Adverse-Selection- und Agency-Cost-Problemen, die beim Entscheid über eine Grundkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung auftreten können.¹⁷⁸ Die Geschäftsführung hat nach der Aufnahme von hybridem Kapital keinen Anreiz zu für eine bestimmte Grundkapitalkategorie unvorteilhaften

¹⁷⁴ LAURENT, S. 4.

¹⁷⁵ CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 15 f.

¹⁷⁶ STEIN, S. 3 ff.

¹⁷⁷ Vgl. § 8 N. 1 ff.

¹⁷⁸ HILLION/VERMAELEN, S. 4 f.; LONCARSKI/TER HORST/VELD, S. 5.

Handlungen bzw. gegebenenfalls zum Ausnützen von nur der AG bekannten Informationen zu Ungunsten der Aktionäre, weil hybrides Kapital jederzeit in die nicht bevorzugte Grundkapitalkategorie transformiert werden kann.

- *Future-Priced PIPEs als Mittel gegen einen unangemessenen Emissionserlös:* Future-Priced PIPEs¹⁷⁹ ermöglichen eine unmittelbare Kapitalbeschaffung zu einem später festzulegenden Preis.¹⁸⁰ Sie sind attraktiv, wenn der Stammaktienkurs im Zeitpunkt der Emission der PIPEs unterbewertet ist und angenommen wird, dass sich die Unterbewertung bis zur Umwandlung in Stammaktien abbauen wird.¹⁸¹

II. Stimmberechtigte Eigenkapitalkategorien

A. Stammaktien

- 8 PIPEs werden meistens in Form von Stammaktien emittiert. Als Stammaktien bezeichnet man gemeinhin diejenige Aktienkategorie, die neben Vorzugsaktien einen Anspruch auf einen verhältnismässigen Anteil am Bilanzgewinn einräumt, soweit dieser nach Gesetz oder den Statuten zur Verteilung gelangt.¹⁸² PIPEs in Form von Stammaktien unterscheiden sich von den kotierten Stammaktien der AG i.d.R. lediglich darin, dass sie noch nicht kotiert sind. Sie räumen im Übrigen die gleichen Rechte wie die kotierten Stammaktien ein.

B. Vorzugsaktien

A. Begriff

- 9 Vorzugsaktien sind gegenüber Stammaktien privilegiert. Die Privilegierung kann mannigfaltig sein. Sie kann sich aber auch nur auf die einem Aktionär zukommenden Vermögensrechte erstrecken. Zwingendes Merkmal des Vorrechts ist nach der hier vertretenen Auffassung eine Besserstellung der Vorzugsaktionäre gegenüber den Stammaktionären in hierar-

¹⁷⁹ Vgl. § 8 N. 36 ff.

¹⁸⁰ Vgl. § 3 N. 2 ff.

¹⁸¹ HILLION/VERMAELEN, S. 5.

¹⁸² Art. 660 Abs. 1 OR.

chisch/zeitlicher Hinsicht. Vorzugsaktionäre werden in Bezug auf Vermögensrechte vor den Stammaktionären befriedigt. Zudem ist eine quantitative Besserstellung möglich, indem Vorzugsaktionäre gegenüber Stammaktionären in den Genuss eines Mehranspruchs kommen. In Kombination mit einer hierarchisch/zeitlichen Besserstellung ist auch eine Bevorzugung in qualitativer Hinsicht¹⁸³ möglich.¹⁸⁴ Der Anspruch kann sich bloss auf den statutarisch festgelegten Betrag (obligationenähnliches Vorrecht) oder auf eine Beteiligung an den darüber hinaus ausgeschütteten Vermögenswerten (partizipierende Vorzugsaktien) beziehen.¹⁸⁵ Vorzugsaktien werden nach Massgabe des Gesetzes in besonderer Weise bspw. durch die Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre geschützt. Im Übrigen steht das Vorzugsaktienkapital dem Stammaktienkapital gleich.¹⁸⁶

B. Ökonomische Grundlagen

1. Arbeitsmotivationsanreize

- 10 Aufgrund der Vorabbefriedigung von Vorzugsaktionären bei der Verteilung von Cashflowströmen werden Arbeitsmotivationsanreize für die Geschäftsführung der emittierenden AG geschaffen. Diese ist i.d.R. nur in Form von Stammaktien an der emittierenden AG beteiligt. Da Stammaktien erst nach den Vorzugsaktien in den Genuss einer Ausschüttung des von der emittierenden AG erwirtschafteten Cashflows kommen, hat die Geschäftsführung ein grosses Interesse an einer erfolgreichen und kurswertsteigernden Tätigkeit der emittierenden AG.¹⁸⁷

2. Signaling

- 11 Die Emission von Vorzugsaktienkapital hat auch einen gewissen Signaling-Effekt zur Folge. Die Geschäftsführung der emittierenden AG sig-

¹⁸³ Bspw. ein Vorkaufsrecht auf die Kronjuwelen der AG oder das mitgliedschaftliche, zugunsten von unbestimmten Personen ausgestaltete Kotierungsrecht.

¹⁸⁴ LIEBI, N. 6, 205 ff.; MEYER, S. 108; PIONTEK, S. 197 f.; GERBER, S. 88. A.M. BÖCKLI, § 4 N. 163 ff., der keine qualitative Besserstellung zulässt.

¹⁸⁵ LIEBI, N. 246 ff.

¹⁸⁶ Art. 656 Abs. 1 OR.

¹⁸⁷ GILSON/SCHIZER, S. 876, 885.

nalisiert, dass sie an eine erfolgreiche zukünftige Geschäftstätigkeit glaubt, weil sie i.d.R. nur mit Stammaktien an der emittierenden AG beteiligt ist und diese nach den Vorzugsaktien in den Genuss von ausgeschüttetem Cashflow und anderen Vermögensrechten kommen.¹⁸⁸

C. Wandelbare Vorzugsaktien

- 12 Die Vorzugsaktien können auch mit einem Recht verknüpft werden, das die Umwandlung in Stammaktien erlaubt (convertible preferred stock). Die Umwandlung kann auf Geheiss des Vorzugsaktionärs, unter gewissen Einschränkungen auf Geheiss der emittierenden AG oder automatisch erfolgen.¹⁸⁹ Beim Wandelrecht zugunsten des Vorzugsaktionärs¹⁹⁰ handelt es sich um ein mit der wandelbaren Vorzugsaktie unabdingbar verknüpftes, änderndes Gestaltungsrecht. Es räumt dem Vorzugsaktionär das Recht ein, durch einseitige Willenserklärung die Rechtslage zwischen ihm und der emittierenden AG zu verändern.¹⁹¹ Bei der Festlegung der Bedingungen des Wandelrechts zugunsten der emittierenden AG und beim automatischen Wandelrecht¹⁹² (mandatory convertible preferred stock) muss Art. 680 Abs. 1 OR berücksichtigt werden. Dieser untersagt, neben der Liberierungspflicht zusätzliche vermögensmässige oder persönliche Aktionärspflichten in den Statuten vorzusehen.¹⁹³ Die Statuten können auch vorsehen, dass das wandelbare Vorzugsaktienkapital nach Ablauf einer bestimmten Zeitdauer oder zu einem gewissen Zeitpunkt au-

¹⁸⁸ FRIED/GANOR, S. 983.

¹⁸⁹ LIEBI, N. 94, 366 ff.

¹⁹⁰ Beispiel: Der Inhaber von wandelbaren Vorzugsaktien hat das Recht, seine wandelbaren Vorzugsaktien jederzeit in Stammaktien der Gesellschaft zu wandeln.

¹⁹¹ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, N. 67, 70. Vgl. auch FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N. 263 f.; FORSTMOSER, personenbezogene AG, S. 54.

¹⁹² Beispiel: Das gesamte wandelbare Vorzugsaktienkapital wird automatisch zu dem dann Anwendung findenden Umwandlungspreis in Stammaktienkapital gewandelt, falls 2/3 der wandlungsberechtigten Vorzugsaktionäre ihr Wandelrecht ausgeübt haben oder im Falle eines IPO bei dem der Emissionspreis per emittierte Aktie nicht weniger als CHF 10 oder das Fünffache des ursprünglichen Ausgabebetrages der wandelbaren Vorzugsaktien beträgt. Eine automatische Umwandlung wird auch festgelegt, wenn der durchschnittliche Aktienkurs einen bestimmten Preis überschreitet oder während einer bestimmten Zeitdauer ein gewisses Handelsvolumen erreicht wird (DAI, S. 9).

¹⁹³ BÖCKLI, § 13 N. 447; FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 42 N. 10 ff. m.w.H. So ist bspw. die Pflicht der Vorzugsaktionäre, die zur Umwandlung gelangenden Vorzugsaktien einzuliefern, rechtlich nicht durchsetzbar.

tomatisch in Stammaktienkapital gewandelt wird.¹⁹⁴ Die Statuten müssen über das Verhältnis Aufschluss geben, nach dessen Massgabe das wandelbare Vorzugsaktienkapital in Stammaktienkapital gewandelt werden kann. Das Umwandlungsverhältnis legt fest, wie viele Stammaktien der wandelnde Vorzugsaktionär für eine zur Umwandlung gelangende Vorzugsaktie zum statutarisch bestimmten Umwandlungspreis¹⁹⁵ erhält. Der Umwandlungspreis kann fix oder variabel festgelegt werden, indem er sich nach Massgabe von gewissen Kriterien den veränderten Umständen anpasst.¹⁹⁶

D. Befristete, aber nicht rückrufbare Vorzugsaktien

- 13 Vorzugsaktien können gestützt auf eine entsprechende Statutenbestimmung befristet emittiert werden.¹⁹⁷ Aus finanzierungstechnischen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten nehmen sie deshalb stark fremdkapital-ähnliche Züge an. Vorzugsaktien können aber nicht mit einem zwingenden Rückrufrecht zugunsten der AG oder der Vorzugsaktionäre verknüpft werden (redeemable preferred stock). Das Verbot, einem Aktionär über die Liberierungspflicht hinausgehende statutarische Pflichten aufzubürden,¹⁹⁸ und das Verbot, den einbezahlten Betrag zurückzufordern,¹⁹⁹ stehen einer solchen statutarischen Ausgestaltung entgegen.²⁰⁰ Der freiwillige Rückkauf ist im Rahmen der Bestimmungen über den Rückkauf eigener Aktien aber zulässig.²⁰¹ Auch die Einräumung von Put-Optionen zugunsten der AG oder des PIPEs-Investors ist zulässig.

¹⁹⁴ LIEBI, N. 372.

¹⁹⁵ Der Umwandlungspreis bestimmt, zu welchem Betrag der Vorzugsaktionär seine wandelbaren Vorzugsaktien in Stammaktien umwandeln kann.

¹⁹⁶ Beispiel: Die Anzahl Stammaktien, die ein wandelnder Vorzugsaktionär aufgrund der Wandlung erhält, berechnet sich aufgrund des Verhältnisses zwischen dem ursprünglichen Ausgabebetrag der wandelbaren Vorzugsaktien und dem zur Anwendung gelangenden Umwandlungspreis. Der ursprüngliche Umwandlungspreis entspricht dem Ausgabebetrag der wandelbaren Vorzugsaktien. Der ursprüngliche Umwandlungspreis wird jedoch nach Massgabe von üblichen Verwässerungsschutzkriterien angepasst.

¹⁹⁷ Vgl. § 5 N. 42.

¹⁹⁸ Art. 680 Abs. 1 OR.

¹⁹⁹ Art. 680 Abs. 2 OR.

²⁰⁰ Vgl. LIEBI, Art. 654–656 N. 50.

²⁰¹ Art. 659 ff. OR.

III. Beschaffungsquellen von stimmberechtigten Eigenkapitalanteilen

A. Ausgabe eigener Aktien

- 14 Die dem PIPEs-Investor zu begebenden kotierten Stammaktien können aus Beständen von eigenen kotierten Aktien gedeckt werden.²⁰² Da diese Bestände nach Massgabe des Gesetzes i.d.R. 10 % des Aktienkapitals nicht übersteigen dürfen, müssen die zusätzlich zu begebenden kotierten Stammaktien aus anderen Quellen beschafft werden. Die Begebung aus Beständen von kotierten eigenen Aktien bedarf im heutigen Recht keines Emissionsprospekts, da es sich nicht um eine Primärmarkttransaktion handelt.²⁰³ Eigene Aktien eignen sich aber für PIPEs-Transaktionen nicht eigentlich, weil die Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrates gebietet, dass der Verkauf grundsätzlich zum aktuellen Marktpreis oder einem Durchschnittskurs, d.h. ohne Emissionsdiskont, erfolgt.²⁰⁴

B. Ordentliche Kapitalerhöhung

- 15 Das Verfahren der ordentlichen Kapitalerhöhung ist für die Schaffung von PIPEs in Form von stimmberechtigtem Eigenkapital aufgrund des zeitlich langwierigen und umständlichen Verfahrens nicht geeignet. Werden PIPEs in Form von Vorzugsaktien emittiert, bedarf es im Sinne von Art. 654 Abs. 1 OR einer statutarischen Ermächtigungsklausel. Diese kann aber unmittelbar vor der Emission im Rahmen einer Statutenänderung in die Statuten aufgenommen werden.²⁰⁵ Gewisse Autoren erachten auch die Ausgabe eigener Aktien bei Veränderung der Stimmrechtsverhältnisse²⁰⁶ und bei Überschreitung der aktienrechtlich relevanten Sperrschwellen sowie der börsenrechtlich relevanten Beteiligungsschwellen als problematisch.²⁰⁷

²⁰² Art. 659 ff. OR.

²⁰³ Vgl. § 5 N. 19 ff.

²⁰⁴ BÖCKLI, § 4 N. 309.

²⁰⁵ LIEBI, N. 64 m.w.H. A.M. BÖCKLI, § 4 N. 159.

²⁰⁶ HOFSTETTER, S. 158 f.

²⁰⁷ WEIBEL, S. 361.

1. Generalversammlungsbeschluss

- 16 Die Generalversammlung fasst mit der absoluten Mehrheit einen öffentlich zu beurkundenden Beschluss über die Erhöhung des Aktienkapitals. Dieser muss i.d.R. insbesondere über die neu geschaffenen besonderen Vorteile und die Vorrechte der neu geschaffenen Kategorien Auskunft geben und den Ausgabebetrag²⁰⁸ festsetzen oder eine Ermächtigung an den Verwaltungsrat enthalten. Daneben muss er auch über die Einschränkung oder Aufhebung²⁰⁹ des Bezugsrechts²¹⁰ und die Zuweisung nicht ausgeübter²¹¹ oder entzogener Bezugsrechte bestimmen. Letztlich muss er auch über die Voraussetzungen für die Ausübung vertraglich erworbener Bezugsrechte Aufschluss geben.²¹² Die Generalversammlung kann einen maximalen Erhöhungsbetrag oder einen zwingenden Minimalzeichnungsbetrag vorsehen.²¹³ Der Generalversammlungsbeschluss muss gegebenenfalls über eine Kapitalerhöhung im Rahmen eines Festübernahmeverfahrens informieren.²¹⁴ Der Generalversammlungsbeschluss ist spätestens nach Ablauf von drei Monaten im Handelsregister einzutragen.²¹⁵

2. Zeichnung und Liberierung

- 17 Die im Rahmen der Aktienkapitalerhöhung stattfindende Aktienzeichnung erfolgt, abgesehen von der Liberierung mittels Eigenkapital,²¹⁶ durch einen Zeichnungsschein, der die Anzahl, den Nennwert, die Art, die Kategorie und den Ausgabebetrag der Aktien sowie die bedingungslose²¹⁷ Verpflichtung enthält, eine dem Ausgabebetrag entsprechende

²⁰⁸ Der Ausgabebetrag setzt sich aus dem Nennwert, der gemäss Art. 622 Abs. 4 OR mindestens CHF 0.01 betragen muss, und dem Agio zusammen.

²⁰⁹ Eine Delegation der Aufhebung bzw. Einschränkung des Bezugsrechts an den Verwaltungsrat ist nicht möglich (BGE 121 III 219 E. 1d cc).

²¹⁰ Sofern die Aktionäre nicht auf das Bezugsrecht verzichtet haben.

²¹¹ Die Kompetenz kann an den Verwaltungsrat delegiert werden (BGE 121 III 219 E. 4a; ISLER/ZINDEL, Art. 650 N. 290).

²¹² Art. 650 Abs. 2 Ziff. 9 OR.

²¹³ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 66; BÖCKLI, § 2 N. 59; ISLER/ZINDEL, Art. 650 N. 8.

²¹⁴ FORSTMOSER, Festübernahmeverfahren, S. 106.

²¹⁵ Art. 650 Abs. 3.

²¹⁶ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 144; BÖCKLI, § 2 N. 121.

²¹⁷ Die Bedingungslosigkeit steht unter dem Vorbehalt, dass die Kapitalerhöhung tatsächlich im geplanten Umfang zustande kommt (WATTER, Gründung, S. 58).

Einlage zu leisten.²¹⁸ Der Zeichnungsschein muss auf die Beschlüsse der Generalversammlung, die Beschlüsse des Verwaltungsrats und auf den gegebenenfalls zu erstellenden Emissionsprospekt Bezug nehmen.²¹⁹ Seine Verbindlichkeit erlischt unter dem Vorbehalt einer abweichenden Regelung drei Monate nach der Unterzeichnung.²²⁰ Die Liberierung erfolgt bei PIPEs in bar. Die Verrechnung mittels Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital, Sacheinlage und Verrechnung fallen bei PIPEs i.d.R. ausser Betracht, weil sie der emittierenden AG keine flüssigen Mittel verschaffen. Der zu leistende Betrag muss mindestens 20 % des Nennwerts jeder neuen Aktie betragen.²²¹ Der auf den Nennwert entfallende liberierte Betrag ist nach der Eintragung der Kapitalerhöhung in das Handelsregister blockiert.²²² Über den auf das Agio entfallenden Liberierungsbetrag kann frei verfügt werden. Er muss nicht in das Handelsregister eingetragen werden.²²³

3. Bezugsrecht

- 18 Den bisherigen Grundkapitalinhabern steht bei der Schaffung von PIPEs in Form von neuen Grundkapitalanteilen ein Bezugsrecht zu.²²⁴ Auf das Bezugsrecht kann verzichtet werden, weil es ein subjektives Recht ist. Genügend Grundkapitalanteile zugunsten eines PIPEs-Investors können auch beschafft werden, indem ein Teil der bisherigen Aktionäre das Bezugsrecht an den PIPEs-Investor abtritt.²²⁵

Eine weitere Möglichkeit zur Beschaffung von genügend Aktien zugunsten von PIPEs-Investoren ist der Bezugsrechtsentzug. Das Bezugsrecht kann entzogen oder beschränkt werden, sofern wichtige Gründe im Sinne von Art. 652b Abs. 2 OR vorliegen²²⁶ und die anderen aktienrechtlichen Prinzipien wie Sachlichkeitsgebot, Gleichbehandlungsprinzip und das

²¹⁸ Art. 630 OR i.V.m. Art. 652 Abs. 1 OR.

²¹⁹ Art. 652 Abs. 1 und 2 OR.

²²⁰ Art. 652 Abs. 3 OR.

²²¹ Art. 632 Abs. 1 OR.

²²² Art. 633 Abs. 2 OR.

²²³ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 14 N. 23 Anm. 17a; ISLER/ZINDEL, Art. 652c N. 2. A.M. BÖCKLI, § 2 N. 111.

²²⁴ Vgl. § 5 N. 38.

²²⁵ GERHARD, S. 293.

²²⁶ BGE 102 II 265 E. 3; BGE 117 II 290 E. 4e; BGE 121 III 219 E. 2.

Prinzip der schonenden Rechtsausübung eingehalten werden.²²⁷ Dem Prinzip der schonenden Rechtsausübung wird entsprochen, wenn der Emissionspreis der neuen Grundkapitalanteile dem Marktpreis entspricht.²²⁸ Der Marktpreis bestimmt sich i.d.R. nicht nach dem Börsenpreis der Stammaktien, sondern nach dem hypothetischen Stammaktienpreis nach Einpreisung aller mit der PIPEs-Investition zusammenhängenden Informationen durch die Marktteilnehmer.²²⁹ Der bei der Emission von PIPEs gewährte Diskont darf gemäss der wohl herrschenden Auffassung etwa 5 bis 10 % des Marktpreises betragen, um immer noch mit dem Prinzip der schonenden Rechtsausübung im Einklang zu stehen.²³⁰ Ein solcher Diskont wird i.d.R. wohl unter den gegebenen Umständen sachlich gerechtfertigt sein. Bei der Bestimmung des Umfangs des Emissionsdiskonts sollte aber der Umstand nicht ausser Acht gelassen werden, dass der Emissionsdiskont bei PIPEs als privat platzierte Anteile nicht primär der Förderung eines vernünftigen Handelsvolumens dient. Es ist ja gerade typisches Wesensmerkmal von PIPEs, dass sie erst nach Ablauf der vertraglich abgemachten Kotierungsfrist gehandelt werden können. Der Emissionsdiskont stellt als Teil der Cashflowrechte vielmehr einen Ausgleich für eingegangene Risiken des PIPEs-Investors dar.²³¹ Ein Emissionsdiskont dürfte demnach durch das Sachlichkeitsgebot gedeckt sein, wenn er dem zur Anwendung gelangenden, objektiv gerechtfertigten Berechnungsmodell entspricht.

Eine Emission von PIPEs qualifiziert i.d.R. als wichtiger Grund im Sinne von Art. 652b OR, weil sie der emittierenden AG dringend benötigtes Kapital beschafft.²³² Ein wichtiger Grund ist sicherlich gegeben, wenn PIPEs eine letzte Finanzierungsalternative für emittierende AG in einer finanziellen Notlage darstellen.²³³ Ein wichtiger Grund dürfte auch gege-

²²⁷ BGE 4C.242/2001 E. 4.1 vom 5. März 2003; BGE 4C.386/2002 E. 3.2 vom 12. Oktober 2004.

²²⁸ BGE 121 III 219 E. 2.

²²⁹ Bspw. Verwässerungseffekt durch den gewährten Diskont und Kursabschläge zufolge Spekulationen der Marktteilnehmer auf einen schlechten Geschäftsverlauf der emittierenden AG.

²³⁰ Vgl. GERHARD, S. 296 m.w.H.

²³¹ Vgl. § 4 N. 2 f.

²³² Vgl. auch WATTER/REUTTER, S. 9 f., die eine Kotierung als wichtigen Grund per se betrachten. Vgl. auch RUFFNER/STUPP, S. 717, zu den wichtigen Gründen für den Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts.

²³³ Damit dürfte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung (BGE 123 III 219 E. 3) entsprochen werden, die eine Finanzierung von Investitionen für sich alleine nicht als wichtigen Grund betrachtet, wenn nicht die Interessenabwägung in bestimmten Finanzierungssituationen einen Entzug zu rechtfertigen vermag.

ben sein, wenn objektive Gründe²³⁴ im konkreten Einzelfall für eine Finanzierung mittels PIPEs anstelle von anderen unter Umständen billigeren Finanzierungsmethoden sprechen und im Falle einer zeitlichen Dringlichkeit²³⁵. Für den Bezugsrechtsentzug ist grundsätzlich die Generalversammlung zuständig. Sie beschliesst mit qualifizierter Mehrheit.²³⁶ Auch die Einräumung eines Vorrechts auf das Bezugsrecht untersteht den qualifizierten Mehrheitserfordernissen.²³⁷ Bei der genehmigten Kapitalerhöhung kann die Entzugskompetenz unter Umständen auch dem Verwaltungsrat eingeräumt werden.²³⁸ Eine weitere Möglichkeit der Beschaffung von genügend PIPEs in Form von Grundkapitalanteilen ist die Zuweisung der nicht ausgeübten Bezugsrechte im Erhöhungsbeschluss an den PIPEs-Investor.²³⁹

4. Emissionsprospekt

4a. Ökonomische Funktion

- 19 Aktienkurse spiegeln die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich künftiger Gewinne und Risiken einer kotierten AG wieder. Die Unsicherheit der Einschätzungen der Marktteilnehmer erhöht sich, wenn nur wenige Informationen über eine emittierende AG vorhanden sind. Eine emittierende AG hat deshalb ein Interesse daran, Informationen über sich selbst und die zu emittierenden Wertschriften zu verbreiten. Dadurch werden die Kapitalkosten gering gehalten.²⁴⁰ Eine emittierende AG hat aber auch ein Interesse an der Unterdrückung von negativen Informationen bzw. daran, über negative Informationen in die Irre zu führen. Negative Informationen erhöhen bei rationalen Investoren die bei der Zeichnung von neu emittierten Wertschriften verlangte Risikoprämie. Aufgrund der stark asymmetrischen Informationsverteilung zwischen der emittierenden AG und den Kapitalmarktteilnehmern besteht ein Informa-

²³⁴ Bspw. indem ein bestimmter Investor mit besonderen Fähigkeiten oder Eigenschaften in das Aktionariat aufgenommen werden soll (anchor investor). Ähnlich auch GERHARD, S. 295, der die Motive für die Emission von PIPEs als wichtige Gründe betrachtet.

²³⁵ WATTER/DUBS, S. 9.

²³⁶ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 OR.

²³⁷ BÖCKLI, § 4 N. 167a; LIEBI, N. 291 m.w.H., der von BÖCKLI am a.a.O. falsch zitiert wird.

²³⁸ BGE 121 III 219 E. 3.

²³⁹ GERHARD, S. 293.

²⁴⁰ POSNER/SCOTT, S. 316.

tionsbedürfnis der potenziellen Aktienzeichner.²⁴¹ Der Emissionsprospekt ist ein Mittel zur Verbreitung von Informationen über die emittierende AG und zur Beseitigung einer asymmetrischen Informationsverteilung.

4b. Private Placement Memorandum, Private Placement Memorandum light und Kotierungsprospekt

- 20 Ein Emissionsprospekt muss erstellt werden, sofern die Aktien, Partizipationsscheine²⁴² oder Anlehensobligationen²⁴³ öffentlich zur Zeichnung angeboten werden. Als öffentlich wird jede Einladung zur Zeichnung betrachtet, die sich nicht an einen engen Personenkreis richtet. Es ist umstritten unter welchen qualitativen (und quantitativen) Bedingungen eine Einladung zur Zeichnung nicht mehr als öffentlich gilt.²⁴⁴ Meines Erachtens liegt aufgrund des mit der Prospektpflicht verfolgten Zwecks, dem Abbau von Informationsasymmetrien zwischen der emittierenden AG und den Zeichnern, im Sinne einer systematischen Auslegung keine „öffentliche“ Zeichnung vor, wenn nur qualifizierte Anleger im Sinne des KAG Aktien zeichnen.²⁴⁵ Qualifizierte Anleger verfügen über die nötigen Mittel und Kenntnisse, um Informationsasymmetrien abzubauen. Es liegt ferner keine „öffentliche“ Zeichnung vor, wenn der Adressatenkreis von nicht qualifizierten Anlegern so klein ist, dass eine individuelle Verhandlung mit diesen noch möglich ist. Gemäss gewissen Meinungen liegt diese oft bei 20 Investoren.²⁴⁶ Es kann dem Emittenten nicht zugemutet werden, die gravierenden Rechtsfolgen einer nicht aktienrechtskonformen Zeichnung zu tragen, wenn Zeichner vortäuschen, „qualifizierte“ Anleger

²⁴¹ BEAVER, S. 319.

²⁴² Art. 656a Abs. 2 OR.

²⁴³ Art. 1156 Abs. 1 OR.

²⁴⁴ WATTER, Gründung, S. 51; FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 89.

²⁴⁵ Als qualifizierte Anlegerinnen und Anleger im Sinne des KAG gelten namentlich (Art. 10 Abs. 3 KAG; Art. 6 Abs. 2 KKV) (vgl. auch ZINDEL/ISLER, Art. 652a N. 3a):

- a. beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effekthändler und Fondsleitungen;
- b. beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen;
- c. öffentlich-rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorie;
- d. Unternehmen mit professioneller Tresorie;
- e. vermögende Privatpersonen die direkt oder indirekt über mindestens CHF 2 Mio. Finanzanlagen verfügen;
- f. Anlegerinnen und Anleger, die mit einem Finanzintermediär gemäss Buchstabe a einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen haben.

²⁴⁶ Vgl. anstelle vieler WEBER, S. 21 ff.

zu sein. Für den Emittenten ist die Überprüfung dieser Behauptung nur mit einem erheblichen Kostenaufwand möglich. Die Zeichner als Cheapest Cost Avider sollten deshalb die mit einer nicht aktienrechtskonformen Zeichnung verbundenen Folgen tragen. Da PIPEs-Investoren in der Regel den Status eines qualifizierten Anlegers einnehmen bzw. die neu geschaffenen PIPEs weniger als 20 Personen zur Zeichnung angeboten werden, besteht oft keine Prospekterstellungspflicht nach Schweizer Aktienrecht. Weil das Ziel eines PIPE die Kotierung an einer Börse ist und Art. 27 ff. Kotierungsreglement SIX die Erstellung eines Prospekts für alle zu kotierenden Aktien verlangen,²⁴⁷ empfiehlt sich für SIX-kotierte AGs bereits bei der Kapitalerhöhung einen Prospekt nach Massgabe der umfangreicheren SIX-Richtlinien zu erstellen, um die Marketinganstrengungen der Investmentbank und des Placement Agent zu unterstützen.²⁴⁸ Ein solcher Prospekt muss gegebenenfalls im Zeitpunkt der tatsächlichen Kotierung den zwischenzeitlich veränderten Verhältnissen angepasst werden. Deshalb kann bei der Emission von wandelbaren Vorzugsaktien die Erstellung eines kürzeren Private Placement Memorandum angebracht sein. Denkbar ist auch die Erstellung eines Private Placement Memorandum light, das sich aus den öffentlich erhältlichen Informationen wie Geschäftsberichten,²⁴⁹ Ad-hoc-Publizitätsmitteilungen,²⁵⁰ Mitteilungen über Managementtransaktionen²⁵¹ oder Mitteilungen an die Offenlegungsstelle²⁵² zusammensetzt. Auch diese Prospekte unterliegen grundsätzlich der Prospekthaftpflicht.²⁵³

4c. Sind Delta-Neutral-PIPEs-Hedginggeschäfte mittels kotierter Stammaktien „öffentliche“ Zeichnungen?

Problematik

- 21 PIPEs-Investoren hedgen die aus dem PIPE resultierende Long-Position in Stammaktien mit Leerverkäufen von kotierten Stammaktien.²⁵⁴ Wird

²⁴⁷ Vgl. WATTER, Festübernahme, S. 399.

²⁴⁸ Vgl. § 6 N. 15 ff.

²⁴⁹ Vgl. § 7 N. 26 ff.

²⁵⁰ Vgl. § 7 N. 30 ff.

²⁵¹ Vgl. § 7 N. 36 ff.

²⁵² Vgl. § 7 N. 26 ff.

²⁵³ WATTER, Art. 752 N. 5.

²⁵⁴ Vgl. § 8 N. 1 ff.

exakt dieselbe Anzahl Stammaktien leer verkauft wie aus den PIPEs resultieren wird, liegt ein Delta-Neutral-Hedginggeschäft vor. Die Transaktion erfolgt i.d.R. zeitgleich mit dem Aufbau der Long-Position in den PIPEs. Funktionell betrachtet stellt ein PIPEs-Investor unter solchen Umständen lediglich eine „Durchlaufstation“ oder einen Mittelsmann zwischen der emittierenden AG und dem öffentlichen Kapitalmarkt dar. Die privat platzierten und in Stammaktien wandelbaren PIPEs werden nach deren Zeichnung mittelbar durch den PIPEs-Investor in Form von leer verkauften und bereits kotierten Stammaktien am Markt platziert. Es stellt sich deshalb die Frage, ob Delta-Neutral-Hedginggeschäfte faktisch Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten am öffentlichen Kapitalmarkt bzw. öffentliche Zeichnungen von Aktien sind und demnach eines Emissionsprospekts im Sinne von Art. 652a OR bedürfen.

Delta-Neutral-Hedginggeschäfte mittels Leerverkäufen von kotierten Stammaktien und Deckung durch PIPEs in Form von Stammaktien als Festübernahmeverfahren

- 22 Delta-Neutral-Hedginggeschäfte stellen öffentliche Zeichnungen von Beteiligungsrechten dar und bedürfen eines Emissionsprospekts, sofern die Deckung der Leerverkäufe von kotierten Stammaktien mittels PIPEs in Form von Stammaktien erfolgt. Die emittierende AG bedient sich eines Mittelmannes in Form eines Hedge Fund zur Platzierung neu emittierter PIPEs am öffentlichen Kapitalmarkt. Dieser zeichnet zwar die PIPEs unmittelbar bei der emittierenden AG. Er wird auch deren Eigentümer. Das mit den PIPEs verbundene Stammaktienkursrisiko überträgt er aber sofort auf eine unbestimmte Anzahl von Kapitalmarktteilnehmern mittels Leerverkäufen. Tatsächlich trägt somit nicht der PIPEs-Investor das wirtschaftliche Risiko der PIPEs-Emission, sondern die Käufer seiner leer verkauften Aktien. Diese tragen nämlich das aus der PIPEs-Emission entspringende Verwässerungsrisiko und das generelle Unternehmensrisiko. Der PIPEs-Investor hält die PIPEs deshalb bloss in einer „treuhänderähnlichen“ Funktion. PIPEs werden in einem ersten Schritt vom PIPEs-Investor treuhänderisch gezeichnet und liberiert. In einem zweiten Schritt werden die PIPEs der Öffentlichkeit zum Bezug angeboten. Delta-Neutral-Hedginggeschäfte mittels Leerverkäufen von kotierten Stammaktien und Deckung mit PIPEs in Form von Stammaktien stellen somit nichts anderes als ein Festübernahmeverfahren von neu emittierten Stammaktien dar. Die Bestimmungen über das Festübernahmeverfahren sollten deshalb entsprechend Anwendung finden. Insbesondere muss ein

Prospekt im Sinne von Art. 652a OR erstellt werden.²⁵⁵ Praktisch sind die Auswirkungen aber gering, weil i.d.R. ohnehin ein Private Placement Memorandum bzw. Kotierungsprospekt erstellt werden muss.

4d. Ausblick: Die Revision der Prospektbestimmungen unter dem Finanzdienstleistungsgesetz (Fidleg)

- 23 Es zeichnet sich ab, dass die Bestimmungen über der Erstellung von Prospekten im sich abzeichnenden Fidleg grundlegend überarbeitet werden. Einen Prospekt muss demnach erstellen, wer Effekten öffentlich anbietet oder zum Handel an einem Handelsplatz zulassen will.²⁵⁶ Der Emittent muss an der Erstellung des Prospektes mitwirken, sofern er nicht selbst am öffentlichen Angebot beteiligt ist. Jedes öffentliche Angebot zur Weiterveräußerung von Effekten gilt wiederum als gesondertes öffentliches Angebot.²⁵⁷ Ausnahmen von der Prospekterstellungspflicht bestehen jedoch in Bezug auf die Art des Angebots. Da PIPEs-Investoren jedoch i.d.R. PIPEs im Umfang von mehr als CHF 100'000 erwerben oder professionelle Anleger sind, muss jedoch kein Prospekt erstellt werden.²⁵⁸

5. Kapitalerhöhungsbericht und -prüfung

- 24 Der Verwaltungsrat fasst einen schriftlichen Rechenschaftsbericht und gibt insbesondere Rechenschaft über die Angemessenheit eines statutarischen Kotierungsrechts in Form eines besonderen Vorteils²⁵⁹ zugunsten der PIPEs-Investoren.²⁶⁰ Er muss darlegen, dass die Einräumung des statutarischen Kotierungsrechts unter den gegebenen Umständen gerechtfertigt und die dabei zulasten der emittierenden AG und übrigen Aktionäre entstandenen Kosten in einem angemessenen Verhältnis stehen.²⁶¹ Die Revisionsstelle muss schriftlich bestätigen, dass der Kapitalerhöhungsbe-

²⁵⁵ BÖCKLI, § 2 N. 29.

²⁵⁶ Art. 37 E-Fidleg.

²⁵⁷ Art. 38 Abs. 2 E-Fidleg.

²⁵⁸ Art. 38 Abs. 1 lit. a und c E-Fidleg.

²⁵⁹ Vgl. § 6 N. 4 ff.

²⁶⁰ Art. 652e Ziff. 5 OR.

²⁶¹ Vgl. ZINDEL/ISLER, Art. 652e N. 8.

richt in materieller und formeller Hinsicht vollständig und richtig ist.²⁶² Bei der Emission von PIPEs erfolgt aber i.d.R. keine Prüfung, weil diese in bar liberiert werden.²⁶³ Aber auch die PIPEs selbst sind oft aufgrund ihrer Rechtsnatur von der Prospektpflicht ausgenommen. Einerseits weil sie Beteiligungspapiere sind, die bei der Umwandlung oder beim Tausch von Finanzinstrumenten desselben Emittenten oder derselben Unternehmensgruppe ausgegeben oder geliefert werden, und andererseits weil sie Effekten mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr (Geldmarktinstrumente) sind.²⁶⁴ Auch Derivate, die nicht in Form von Effekten, d.h. vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet sind,²⁶⁵ herausgegeben werden, sind von der Prospektpflicht ausgenommen.²⁶⁶

6. Feststellungsbeschluss, Anpassungsbeschluss und Eintragung

- 25 Nach der Erstellung des Kapitalerhöhungsberichts trifft der Verwaltungsrat den öffentlich zu beurkundenden Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss.²⁶⁷ Die Statutenänderung muss zusammen mit den notwendigen Beilagen beim Handelsregister fristgerecht – d.h. bei der ordentlichen Kapitalerhöhung innerhalb von drei Monaten und bei der genehmigten Kapitalerhöhung innerhalb von zwei Jahren – zur Eintragung angemeldet werden.²⁶⁸

C. Genehmigte Kapitalerhöhung

- 26 Das Erhöhungsverfahren der genehmigten Kapitalerhöhung eignet sich für ein PIPE, weil die Kapitalerhöhung sehr schnell und mit relativ viel Spielraum vom Verwaltungsrat durchgeführt werden kann. Die genehmigte Kapitalerhöhung erfolgt grundsätzlich nach den gleichen Bestimmungen wie die ordentliche Kapitalerhöhung.²⁶⁹ Das genehmigte Kapital

²⁶² FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 158 ff.

²⁶³ Art. 652f OR; VON GREYERZ, Kapitalerhöhung, S. 97.

²⁶⁴ Art. 39 Abs. 1 lit. b und k E-FidleG.

²⁶⁵ Art. 3 Abs. 1 lit. c E-FidleG.

²⁶⁶ Art. 39 Abs. 1 lit. l E-FidleG.

²⁶⁷ Art. 652g OR.

²⁶⁸ Art. 652h OR; Art. 46 ff. HRegV.

²⁶⁹ ISLER/ZINDEL, Art. 650 N. 32 ff.

darf aber die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen.²⁷⁰ Anders als bei der ordentlichen Kapitalerhöhung wird der Verwaltungsrat nach Massgabe eines statutenändernden Generalversammlungsbeschlusses zur Erhöhung des Aktienkapitals innerhalb einer Frist von längstens zwei Jahren ermächtigt.²⁷¹ Dieser muss im Handelsregister eingetragen werden und enthält grundsätzlich dieselben Angaben, wie sie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung verlangt werden. Im Sinne einer nicht abschliessenden Aufzählung kann dem Verwaltungsrat die Festlegung (i) des Ausgabebetrags, (ii) der Art der Einlagen, (iii) der Art der Sachübernahmen und (iv) des Beginns der Dividendenberechtigung überlassen werden. Es kann ihm auch die Befugnis zum Entzug des Bezugsrechts übertragen werden.²⁷² Eine Delegation der Kompetenz zur Festlegung der Rechtsnatur der mit Vorzugsaktien verknüpften Vorrechte ist nicht zulässig. Der Verwaltungsrat kann jedoch deren Modalitäten gestützt auf eine entsprechende statutarische Ermächtigung festlegen.²⁷³ Er beschliesst im Rahmen seiner Ermächtigung über die Erhöhung des Vorzugsaktienkapitals. Nach jeder Kapitalerhöhung muss der Nennbetrag des genehmigten Kapitals in den Statuten entsprechend angepasst werden. Nach Ablauf der statutarisch vorgesehenen Frist bzw. der Ausschöpfung des statutarisch festgesetzten Maximalbetrags des genehmigten Kapitals muss die Ermächtigungsklausel aus den Statuten gestrichen werden.²⁷⁴

D. Ausblick: Kapitalband

- 27 Im Rahmen der sich abzeichnenden Aktienrechtsrevision wird die Einführung eines Kapitalbandes vorgeschlagen. Dieses würde gemäss den Statuten dem Verwaltungsrat ermöglichen, während längstens fünf Jahren das Aktienkapital im Rahmen eines Kapitalbands bis zu einem Maximalkapital zu erhöhen bzw. bis zu einem Basiskapital herabzusetzen. Das Maximalkapital darf dabei das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital höchstens um die Hälfte übersteigen und das im Handelsregister eingetragene Basiskapital um höchstens die Hälfte unterschreiten.²⁷⁵ Die Ein-

²⁷⁰ WATTER, Festübernahme, S. 395 f.; WATTER, Gründung, S. 55 ff.

²⁷¹ Vgl. § 5 N. 15 ff.

²⁷² Art. 651 Abs. 2 OR.

²⁷³ LIEBI, N. 75.

²⁷⁴ BGE 121 III 219 E. 1d cc.

²⁷⁵ Art. 653s und 653t E-OR.

führung eines Kapitalbands würde die Ausgabe von PIPEs nach dem Schweizer Aktienrecht erheblich erleichtern. Es wäre insbesondere möglich, bei zeitlicher Dringlichkeit sehr rasch PIPEs zu emittieren.

E. Spezialfall: Blank-Check-Vorzugsaktien?

1. Bei der genehmigten Kapitalerhöhung

28 PIPEs werden häufig unter zeitlicher Bedrängnis und in wirtschaftlicher Not emittiert. Es wäre deshalb für die emittierende AG sehr vorteilhaft, wenn die Emission möglichst rasch erfolgen könnte. Dem emittierenden Organ sollte ein möglichst grosses Ermessen zukommen, um flexibel auf Kapitalmarktsituationen reagieren zu können. Im Rahmen des genehmigten Kapitalerhöhungsverfahrens kann diesem Anliegen teilweise Rechnung getragen werden. Die Kompetenz zur Festlegung der Modalitäten der mit Vorzugsaktien verknüpften Vorrechte kann dort an den Verwaltungsrat delegiert werden.²⁷⁶ Die Delegation kann sich aber nicht auf die Festlegung der Rechtsnatur der mit Vorzugsaktien verknüpften Vorrechte beziehen.

2. Bei der Kapitalerhöhung sui generis

29 Nach einer Lehrmeinung stellen die systematische Stellung und der teleologische Zweck der Bestimmungen über die Vorzugsaktien den Schluss nahe, dass Vorzugsaktienkapital in einem vierten Kapitalerhöhungsverfahren sui generis geschaffen werden kann. Gestützt auf den Vorbehalt in Art. 654 Abs. 2 letzter Satz OR können die Statuten dem Verwaltungsrat die Kompetenz zur Schaffung von Vorzugsaktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung einräumen. Diese Form der Kapitalerhöhung stellt eine Zwischenstufe zwischen der ordentlichen Kapitalerhöhung und der genehmigten Kapitalerhöhung dar und zeichnet sich durch ein grösseres Ermessen zugunsten des Verwaltungsrats aus.²⁷⁷ Dem Verwaltungsrat kommt demnach die Kompetenz zur Emission von Blank-Check-Vorzugsaktien zu. Die durch die Generalversammlung beschlossene Statutenbestimmung und der Kapitalerhöhungsbeschluss des Verwaltungs-

²⁷⁶ LIEBI, N. 75. A.M. LUSSY, S. 743; VON GREYERZ, Kapitalerhöhung, S. 99.

²⁷⁷ LIEBI, N. 81, 349.

rats legen kombiniert die nach Massgabe von Art. 650 ff. OR zu regelnden Punkte fest. Der Inhalt des statutenändernden Generalversammlungsbeschlusses bestimmt den dem Verwaltungsrat verbleibenden Regelungsspielraum.²⁷⁸

F. Structured Equity Line

1. Funktion

- 30 Structured Equity Lines sind eine besondere Form von PIPEs. Sie ermöglichen es der emittierenden AG, Kontrolle über den Zeitpunkt und den Umfang der Kapitalbeschaffung und der Kotierung von PIPEs auszuüben. Im Rahmen einer Structured Equity Line verpflichtet sich ein PIPEs-Investor, mehrmals auf Geheiss der emittierenden AG Eigenkapital zu zeichnen.²⁷⁹ Structured Equity Lines erfüllen deshalb eine ähnliche Funktion wie ein Revolverkredit. Sie ermöglichen der AG eine flexible und bedürfnisgerechte Kapitalbeschaffung. Im Vergleich zu einem Revolverkredit muss das im Rahmen einer Structured Equity Line beschaffte Kapital aber nicht zurückgezahlt werden. Eine Rückzahlung des beschafften Kapitals kann nur nach Durchführung einer formellen Kapitalherabsetzung oder im Rahmen der Bestimmungen über den Rückkauf eigener Aktien erfolgen. Die vom PIPEs-Investor zu zeichnenden Beteiligungsrechte können Vorzugsaktien, Stammaktien, Vorzugspartizipationsscheine oder Partizipationsscheine sein. Diese können nach Ablauf einer im Voraus festgelegten Frist kotiert werden (Public Equity Lines) oder gar nicht (Private Equity Lines). Die im Rahmen von Private Equity Lines begebenen PIPEs sind i.d.R. vinkuliert²⁸⁰ und Gegenstand eines Lock-up-Agreement, um eine Veräusserung an Dritte zu unterbinden. Der Emissionspreis bestimmt sich i.d.R. nach Massgabe des Durchschnittspreises der kotierten Stammaktien während einer bestimmten Periode und dem vertraglich festgelegten Emissionsdiskont.²⁸¹

²⁷⁸ Art. 651a OR.

²⁷⁹ PLUMRIDGE, S. 23; DAL, S. 10.

²⁸⁰ Vgl. Art. 685b ff.

²⁸¹ BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 30.

2. Rechtliche Aspekte

2a. Verhältnis zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor

31 Im Sinne einer schnellen Abwicklung der einzelnen Emissionen von Beteiligungsrechten werden die zu emittierenden Beteiligungsrechte oft im genehmigten Kapitalerhöhungsverfahren geschaffen. Rechtsgrundlagen von Structured Equity Lines können sein:

- *Rahmenvertrag*: Die emittierende AG und der PIPEs-Investor schliessen einen Rahmenvertrag ab. Dieser regelt die wichtigsten Punkte. Er bestimmt bspw. wann, in welchem Umfang, zu welchem Preis und unter welchen Bedingungen die einzelnen Zeichnungen zu erfolgen haben.²⁸² Die einzelnen Zeichnungen erfolgen nach Massgabe des abgeschlossenen Rahmenvertrags.
- *Schreiben von Put-Optionen durch den PIPEs-Investor*: Eine weitere Möglichkeit ist das Schreiben von Put-Optionen durch den PIPEs-Investor. Dadurch räumt er der emittierenden AG das Recht ein, während einer bestimmten Frist und zu einem bestimmten Preis Eigenkapitalbeteiligungsrechte in einem bestimmten Umfang zu verkaufen.

2b. Kotierung

32 Die Kotierung von Beteiligungsrechten, die aus Structured Equity Lines entspringen, kann sich als mühsam erweisen, wenn jede einzelne Zeichnung von Beteiligungsrechten separat kotiert werden muss. Für jede Zeichnung von Beteiligungsrechten müsste demnach ein separates Kotierungsverfahren eingeleitet werden.²⁸³ Die mehreren Zeichnungen entspringenden Beteiligungsrechte sollten deshalb gleichzeitig kotiert werden.²⁸⁴

²⁸² Vgl. BUCHER, Vor Art. 1–40, N. 40.

²⁸³ Vgl. § 6 N. 12 ff.

²⁸⁴ Vgl. § 6 N. 20 ff.

IV. Stimmrechtsloses Eigenkapital

A. Partizipationsschein

33 Durch die Emission von Partizipationsscheinen räumt die emittierende AG dem PIPEs-Investor Beteiligungsrechte ohne Stimm- und grundsätzlich auch ohne Mitwirkungsrechte ein. Partizipationsscheine sind Grundkapitalanteile ohne Stimmrecht. Partizipationskapital wird deshalb oft als „Aktienkapital minderen Rangs“ oder „stimmrechtsloses Aktienkapital“ bezeichnet.²⁸⁵ Rechtlich ist diese Bezeichnung nicht unproblematisch. Die Bestimmungen über das Aktienkapital, die Aktie und den Aktionär gelten analog, sofern das Gesetz keine abweichende Ordnung vorsieht.²⁸⁶ Die Partizipanten müssen in Bezug auf die Vermögensrechte aber zumindest der am wenigsten bevorzugten Aktienkategorie gleichgestellt werden.²⁸⁷ Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen sind das die kotierten Stammaktien. Das Gleichstellungsgebot bezieht sich nur auf die Vermögensrechte, das Bezugsrecht auf Beibehaltung des relativen Anteils am Grundkapital und statutarische Mitwirkungsrechte, nicht jedoch auf andere Eigenschaften wie bspw. auf die Übertragungsart (Ausgestaltung als Inhaber- oder Namenaktie). Die Sonderversammlung der beeinträchtigten Partizipanten dient dem Schutz aller gesetzlichen und statutarischen Vermögens- und Mitwirkungsrechte. Ihre Zustimmung muss immer dann eingeholt werden, wenn sie nicht durch die Statuten ausgeschlossen wurde und die Partizipanten in Abweichung des Gleichstellungsgebots wesentlich schlechter als die gleichgestellte Aktienkategorie behandelt wurden.²⁸⁸

B. Vorzugspartizipationsschein

34 Partizipationsscheine können auch in Form von Vorzugspartizipationsscheinen emittiert werden. Die Bestimmungen über die Vorzugsaktie finden dabei entsprechend Anwendung.²⁸⁹ Deshalb finden die zu den Vorzugsaktien gemachten Ausführungen sinngemäss auch auf die Vor-

²⁸⁵ DEMARMELS, S. 86; WOHLMANN, S. 173.

²⁸⁶ Art. 656a Abs. 1 und 2 OR.

²⁸⁷ Art. 656f Abs. 2 OR.

²⁸⁸ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 26 N. 22; BÖCKLI, § 5 N. 35; BBI 1983 II S. 878 f.; LIEBI, N. 356.

²⁸⁹ Art. 656 i.V.m. Art. 656a Abs. 2 OR.

zugspartizipationsscheine Anwendung.²⁹⁰ Insbesondere kann die emittierende AG in Stammaktienkapital wandelbares Vorzugspartizipationskapital emittieren.²⁹¹ Die technischen Umwandlungsmodalitäten gestalten sich gleichermaßen wie bei der Umwandlung von Partizipationskapital in Stammaktienkapital.²⁹² Der Schutzbereich der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugspartizipanten und die Sonderversammlung der beeinträchtigten Partizipanten ergänzen sich. Erstere schützt vor Eingriffen in die Vorrechte und Letztere vor einer übermässigen Schlechterstellung gegenüber den Aktionären.²⁹³

C. Emission

- 35 Die Verweisungen auf die Bestimmungen über das Aktienkapital finden insbesondere auch auf alle Kapitalerhöhungsverfahren Anwendung.²⁹⁴ Unter geltendem Recht darf das Partizipationskapital das Doppelte des Aktienkapitals nicht übersteigen.²⁹⁵ Im Gegensatz zur Emission von Aktienkapital gibt es jedoch keine Mindestkapitalvorschriften. Partizipationsscheine müssen einen Mindestnennwert von CHF 0.01 aufweisen und zu mindestens 20 % liberiert werden.²⁹⁶

D. Umwandlung in Stammaktienkapital

- 36 PIPEs in Form von Partizipationsscheinen müssen in Stammaktien transformiert werden. Die Lehre setzt dafür die Herabsetzung des Partizipationskapitals in Kombination mit einer Erhöhung des Stammaktienkapitals unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre voraus.²⁹⁷ Nach der Praxis des Handelsregisteramts Zürich braucht es für die Umwandlung von Partizipationskapital in Stammaktienkapital bloss einen statutenändernden Generalversammlungsbeschluss und eine Umwandlungsklausel im Sinne von Art. 622 Abs. 3 OR bzw. Art. 627 Ziff. 7 OR i.V.m. Art.

²⁹⁰ Vgl. § 5 N. 9 ff.

²⁹¹ Vgl. § 5 N. 12 ff.

²⁹² Vgl. § 5 N. 34.

²⁹³ LIEBLI, N. 356.

²⁹⁴ Art. 656b Abs. 4 und 5 OR.

²⁹⁵ Art. 656b Abs. 1 OR.

²⁹⁶ Art. 656b Abs. 2 i.V.m. Art. 652c und Art. 632 Abs. 1 OR.

²⁹⁷ LUSSY, S. 751; REBSAMEN/THOMI, S. 92; WOHLMANN, S. 171.

656a Abs. 2 OR.²⁹⁸ Dieser kann bereits bei der Beschlussfassung über die Emission von Partizipationskapital gefasst und seine Wirksamkeit auf einen späteren Zeitpunkt festgelegt werden. Die Umwandlung von Partizipationskapital in Stammaktienkapital gilt als offenlegungspflichtiger Vorgang im Sinne des FinfraG.²⁹⁹ Es braucht die Zustimmung des Partizipanten, wenn dieser nach der Umwandlung für einen Partizipationschein weniger als eine Aktie erhält.³⁰⁰

V. Schutzmechanismen bei nicht traditionellen PIPEs

37 Bei nicht traditionellen PIPEs trägt die emittierende AG das Kursverfallrisiko zwischen der Emissionspreisfestsetzung und der Kotierung der den PIPEs entspringenden Stammaktien.³⁰¹ Der PIPEs-Investor kann durch eine Vielzahl von Schutzmechanismen vor einem Kursverfall geschützt werden. Diese bilden Teil der dem PIPEs-Investor zukommenden Cashflowrechte.³⁰² Schutzmechanismen schützen entweder den monetären Wert eines PIPE (Preisschutz) oder dessen Gegenwert umgerechnet in kotierte Stammaktien im Verhältnis zum Marktpreis (Verwässerungsschutz).

A. Verwässerungsschutz

1. Bezugsrecht

38 Das Gesetz schützt den PIPEs-Investor durch das Bezugsrecht vor einer Verwässerung seiner Beteiligung durch eine spätere Ausgabe von Beteiligungsrechten. Das Bezugsrecht berechtigt den PIPEs-Investor, nach Massgabe der bisherigen Beteiligung an einer Kapitalerhöhung zu partizipieren.³⁰³ Es schützt sowohl vor einer quantitativen als auch qualitativen Verwässerung in Bezug auf die Stimmkraft und die Vermögensrech-

²⁹⁸ LEDERER/KÄCH, S. 48 f. Vgl. REBSAMEN, N. 614 ff.

²⁹⁹ Art. 120 Abs. 4 lit. b FinfraG.

³⁰⁰ Art. 623 Abs. 2 OR i.V.m. Art. 656a Abs. 2 OR.

³⁰¹ Vgl. DAI, S. 6 ff.; § 1 N. 2.

³⁰² Vgl. § 4 N. 1 ff.

³⁰³ Art. 652b Abs. 1 OR.

te.³⁰⁴ Das Bezugsrecht räumt aber keinen Anspruch auf Bezug von Anteilen der gleichen Kapitalkategorie ein. Eine Ausnahme besteht lediglich, sofern das sich aus mehreren Kategorien zusammensetzende Grundkapital einer emittierenden AG gleichzeitig und im gleichen Umfang erhöht wird. Dann erhalten PIPEs-Investoren Beteiligungsrechte derselben Kategorie.³⁰⁵ Ansonsten haben sie lediglich ein Bezugsrecht „übers Kreuz“. Sie haben Anspruch auf neu emittierte Beteiligungsrechte nach Massgabe der bisherigen Beteiligungsquote.

2. Statutarische Verwässerungsschutzmechanismen

39 Das Gesetz schützt PIPEs-Investoren als Inhaber von wandelbarem Vorzugsaktienkapital im Gegensatz zu den PIPEs-Investoren als Inhaber von Wandelanleiheobligationen nicht vor einer Verwässerung. Deshalb muss in die Statuten ein Mechanismus zum Schutz des ursprünglich festgelegten Umwandlungspreises festgesetzt werden. Dieser funktioniert letztlich aber gleich wie der Verwässerungsschutz zugunsten der Wandelanleiheobligationäre.³⁰⁶ Statutarische Verwässerungsschutzmechanismen räumen den PIPEs-Investoren ein Vermögensrecht ein. Sie stellen besondere Vorteile im Sinn von Art. 650 Abs. 2 Ziff. 6 OR dar und müssen in den Statuten offengelegt werden. Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen sind die folgenden statutarischen Verwässerungsschutzmechanismen üblich:

- *Full Ratchet*:³⁰⁷ Der Full-Ratchet-Verwässerungsschutz schützt den Vorzugsaktionär am umfassendsten. Der ursprüngliche Umwandlungspreis reduziert sich im Falle einer späteren Emission von nur

³⁰⁴ VON GREYERZ, Aktiengesellschaft, S. 159.

³⁰⁵ Analoge Anwendung von Art. 656g OR (vgl. FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 40 N. 287).

³⁰⁶ Vgl. Art. 653d Abs. 2 OR. Solche Verwässerungsschutzmechanismen schützen insbesondere vor Aktiensplits, Aktienzusammenlegungen, Stockdividenden und Ausgaben von neuen Grundkapitalanteilen.

³⁰⁷ Beispiel: Das Aktienkapital einer AG beträgt CHF 1'000'000 und setzt sich aus 50'000 wandelbaren Vorzugsaktien und 50'000 Stammaktien zusammen, die alle zu einem Preis von CHF 10 emittiert wurden. Die Statuten sehen vor, dass das ursprüngliche Umwandlungsverhältnis der wandelbaren Vorzugsaktien 1:1 ist, der Umwandlungspreis CHF 10 beträgt und das wandelbare Vorzugsaktienkapital durch eine Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel geschützt wird. Die AG emittiert 10'000 neue Stammaktien zu CHF 5. Dadurch reduziert sich der Umwandlungspreis automatisch auf CHF 5 und der wandelnde Vorzugsaktionär erhält folglich 100'000 Stammaktien.

einem einzigen Grundkapitalanteil oder einem Warrant auf Bezug von Grundkapitalanteilen zu einem tieferen Betrag als dem ursprünglichen Emissionspreis automatisch auf diesen Betrag.³⁰⁸ Gewisse Transaktionen³⁰⁹ können von der automatischen Anpassung ausgenommen werden (carve out).

- *Broad-Based Weighted Average:* Die Broad-Based-Weighted-Average-Verwässerungsschutzklausel reduziert den Umwandlungspreis verhältnismässig im Umfang der neu emittierten Beteiligungsrechte.³¹⁰ Der Umwandlungspreis berechnet sich nach Massgabe einer statutarisch festgelegten Formel.³¹¹ Im Nenner wird die Anzahl der nach erfolgter Kapitalveränderung gesamthaft ausstehenden Stammaktien aufgeführt.
- *Narrow-Based Weighted Average:*³¹² Die angewendete Formel unterscheidet sich von der Broad-Based-Weighted-Average-Verwässerungsschutzklausel durch die Zusammensetzung des Nenner (Stammaktien vor Emission).³¹³

³⁰⁸ BARTLETT, § 9.11.

³⁰⁹ Beispiel: Aktienemissionen für Mitarbeiterbeteiligungspläne, für die Behebung einer Unterbilanz oder im Rahmen von Umstrukturierungen.

³¹⁰ BENTON/GUNDERSON/ROBINSON, 6-13 f.

$$^{311} \quad \text{NUP} = \frac{\text{UPvE} \times \text{ASvE} + \text{EE}}{\text{ASnE}}$$

NUP = Neuer Umwandlungspreis

UpvE = Umwandlungspreis vor der Emission neuer Anteile

ASvE = Anzahl Stammaktien vor der Emission neuer Anteile

EE = Netto Emissionsertrag

ASnE = **Anzahl ausstehender Stammaktien nach der Emission (d.h. inklusive neu emittierter Anteile)**

Beachte: Für die Zwecke dieser Berechnungen finden alle wandelbaren Vorzugsaktien insofern Beachtung, als wären sie bereits in Stammaktien umgewandelt.

$$^{312} \quad \text{NUP} = \frac{\text{UPvE} \times \text{ASvE} + \text{EE}}{\text{ASnE}}$$

NUP = Neuer Umwandlungspreis

UpvE = Umwandlungspreis vor der Emission neuer Anteile

ASvE = Anzahl Stammaktien vor der Emission neuer Anteile

EE = Netto Emissionsertrag

ASnE = **Anzahl ausstehender Stammaktien vor der Emission (d.h. exklusive neu emittierter Anteile)**

Beachte: Für die Zwecke dieser Berechnungen finden alle wandelbaren Vorzugsaktien insofern Beachtung, als wären sie bereits in Stammaktien umgewandelt.

³¹³ GUMP, 10A-9

- *Most Favored Nation*: Die Most-Favored-Nation-Verwässerungsschutzklausel ist eine Mischung zwischen der Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel und einem vertraglich eingeräumten Wahlrecht zugunsten der bisherigen PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre. Sie können entweder verlangen, dass neue Beteiligungsrechte nur zu den bisherigen Bedingungen emittiert werden oder dass sie in den Genuss einer Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel kommen.³¹⁴ Ein solches Konstrukt ist im Schweizer Recht nicht unproblematisch. Einerseits müssen Stimmbindungsverträge unter den Aktionären abgeschlossen werden, damit die Generalversammlung im Rahmen einer Kapitalerhöhung im Sinne der berechtigten Vorzugsaktionäre stimmt. Andererseits muss eine Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel in Kombination mit einem Gestaltungsrecht zugunsten der Vorzugsaktionäre statutarisch vorgesehen werden.³¹⁵

3. Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre

- 40 Die mit den Vorzugsaktien verbundenen Vorrechte geniessen von Gesetzes wegen den Schutz der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre.³¹⁶ Diese schützt die Vorzugsaktionäre in kollektiver Weise vor einer Schlechterstellung gegenüber den Stammaktionären. Das Gesetz sieht vor, dass die Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre einem die Vorrechte abändernden, die Vorrechte aufhebenden oder neue Vorrechte begründenden Generalversammlungsbeschluss zustimmen muss.³¹⁷ Nur die gesetzlich aufgeführten, formellen, dauerhaften,³¹⁸ die Vorzugsaktionäre in übermässiger Weise beeinträchtigenden³¹⁹ und in die rechtliche Substanz³²⁰ eingreifenden Beeinträchtigungshandlungen bedürfen der Zustimmung. Gestützt auf zwei gesetzliche Vorbehalte können in den Statuten abweichende Bestimmungen

³¹⁴ KIM, S. 49.

³¹⁵ Vgl. zum Gestaltungsrecht im Allgemeinen FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 44 N. 263 f.; FORSTMOSER, personenbezogene AG, S. 54.

³¹⁶ Art. 654 Abs. 2 OR.

³¹⁷ Art. 654 Abs. 2 OR und Art. 654 Abs. 3 OR i.V.m. Art. 654 Abs. 2 OR.

³¹⁸ SIEGWART, Art. 654–656 N. 26 ff.; GEILINGER, S. 101 f.

³¹⁹ SIEGWART, Art. 654–656 N. 34; CAPITAINE, S. 30 f. A.M. BÖCKLI, § 4 N. 169.

³²⁰ KÄGI, S. 62; GEILINGER, S. 102; MEYER, S. 52; BURKHALTER T., S. 324.

vorgesehen werden. Namentlich können die Statuten vorsehen, dass die Ausgabe neuer Grundkapitalanteile und zusätzliche Beeinträchtigungshandlungen der Zustimmung der Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre bedürfen. Vorgesehen werden kann auch, dass Beeinträchtigungshandlungen zusätzlicher Organe der Genehmigung der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre bedürfen.³²¹ Da die Organisation der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre im Gesetz nicht ausführlich dargelegt wird, werden die Bestimmungen über die Generalversammlung analog angewendet.³²²

4. Vertragliche Call- und Put-Optionen

- 41 Die Parteien können vertragliche Verkaufs- oder Kaufrechte zugunsten der AG oder der PIPEs-Investoren in Form von Put- oder Call-Optionen begründen, sofern die Bestimmungen über den Rückkauf eigener Aktien beachtet werden.³²³ Diese Optionen können bedingt ausgestaltet sein oder erst nach Ablauf einer bestimmten Frist ausgeübt werden.³²⁴ Dabei sind jedoch die Bestimmungen des Offenlegungsrechts und des FinfraG zu berücksichtigen. Unter geltendem Schweizer Recht nicht zulässig ist die Emission von auf Geheiss des PIPEs-Investor an die emittierende AG verkaufbarem Grundkapital (redeemable stock). Dieses würde dem PIPEs-Investor ein statutarisches Recht auf Verkauf der PIPEs an die emittierende AG nach Ablauf einer bestimmten Zeit einräumen. Ein solch statutarisches Recht kann aufgrund der zwingenden Bestimmung des Verbots der Einlagerückgewähr im Sinne von Art. 680 Abs. 2 OR nicht begründet werden. Dieses Prinzip kann lediglich im Rahmen des Kapitalherabsetzungsverfahrens oder eines Liquidationsverfahrens durchbrochen werden.³²⁵ Die Emission von PIPEs, die der emittierenden AG ein statutarisches Rückkaufrecht einräumen, ist gemäss Art. 680 Abs. 1 OR verpönt. Auch die Aktienamortisation ist unter dem geltenden Recht nicht

³²¹ LIEBI, N. 328 ff., 347.

³²² KUNZ, § 12 N. 178; HORBER, S. 52, 55; SIEGWART, Art. 654-56 N. 33.

³²³ Art. 659 ff. OR.

³²⁴ Bspw. wenn die Kotierung nicht innerhalb des vertraglich oder statutarisch vorgesehenen Zeitraums erfolgt oder wenn die kotierten Stammaktien einen übermässigen Kursverfall erleiden.

³²⁵ BGE 123 III 473 E. 5b. Vgl. Entscheid des Bezirksgerichts Aarau vom 14. Dezember 1983, SJZ 81 (1985), S. 43.

mehr gültig.³²⁶ Unproblematisch sind lediglich auf freiwilliger Basis erfolgende Aktienrückkäufe der Gesellschaft.³²⁷

5. Befristete Beteiligungsrechte

- 42 PIPEs können als befristete Beteiligungsrechte emittiert werden. Die Befristung stellt die Kotierung innerhalb des vereinbarten Zeitrahmens sicher und reduziert das Risiko einer späteren Verwässerung durch Folgeplatzierungen von Beteiligungsrechten. Die Zulässigkeit von befristeten Beteiligungsrechten ergibt sich aus der Auslegung von Art. 627 Abs. 1 Ziff. 4 OR gestützt auf die Parömie „a maiore ad minus“.³²⁸ Wenn schon die Dauer einer AG in den Statuten beschränkt werden kann, muss das auch für einzelne Aktienkategorien gelten. Die Vernichtung der Mitgliedschaftsstellen einer befristeten Aktienkategorie muss aber im Rahmen des Kapitalherabsetzungsverfahrens erfolgen. Die Vernichtung im Rahmen einer Aktienamortisation ist nicht möglich.³²⁹ Die statutarische Befristung stellt somit – bloss, aber immerhin – eine statutarische Verpflichtung an die Generalversammlung dar, das Kapital im entsprechenden Umfang herabzusetzen.

6. Sinking Fund

- 43 Ein Sinking Fund³³⁰ kann mittels einer statutarischen oder beschlussmässigen Reserve geäuft werden. Die Statuten sehen demnach vor, dass eine Reserve zum Zwecke des PIPEs-Rückkaufs geäuft werden muss.³³¹ Die Pflicht zur Bildung der statutarischen Reserve begründet gleichzeitig eine statutarische Pflicht zum Rückkauf von PIPEs. Die PIPEs-Investoren

³²⁶ Art. 55 Abs. 4 HRegV.

³²⁷ Art. 659 ff. OR; Art. 671a OR.

³²⁸ Vgl. KRAMER, S. 181.

³²⁹ Art. 55 Abs. 4 HRegV.

³³⁰ Bei einem Sinking Fund handelt es sich um eine Rückkaufverpflichtung von ausstehenden Wertpapieren zu einem bestimmten Zeitpunkt oder bei Eintritt einer bestimmten Bedingung (KLEIN/COFFEE, S. 265).

³³¹ Bei der Bestimmung des Zwecks kommt der Generalversammlung ein grosses Ermessen zu. Geben die Statuten über den Zweck keinen Aufschluss, darf über die statutarischen Reserven frei verfügt werden (FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 50 N. 44, 53; BÖCKLI, Aktienrecht, § 8 N. 273; BÜRGI, ZK 660–697, Art. 672 N. 15; NEUHAUS/BALKANYI, Art. 672 N. 6. Vgl. auch MONTAVON/WERMELINGER, S. 154).

können jedoch nicht zu einem Verkauf verpflichtet werden. Sie haben auch keinen Anspruch auf Rückkauf der PIPEs gegenüber der emittierenden AG. Der Rückkauf hat nach den Bestimmungen des Rückkaufs eigener Aktien³³² zu erfolgen.³³³ Möglich sind auch gestaffelte Rückkäufe.³³⁴ Ein Sinking Fund kann auch als beschlussmässige Reserve durch die Generalversammlung geäufnet werden, wenn er dem dauernden Gedeihen der emittierenden AG dient und unter Berücksichtigung aller Interessen der Aktionäre gerechtfertigt ist.³³⁵

B. Preisschutz

1. Anpassung des Emissionsbetrags

1a. Ökonomische Grundlagen

44 Der Emissionsbetrag von durch Kapitalerhöhungen emittierten PIPEs wird i.d.R. gestützt auf den Stammaktienkurs im Zeitpunkt der Zeichnung bestimmt. Dieser Preis kann insbesondere bei stark volatilen kleinkapitalisierten AGs eine nicht repräsentative Momentaufnahme sein. Der wahre innere Wert der Stammaktien der emittierenden AG kann sich bei Anwendung dieser Methode stark vom Emissionsbetrag unterscheiden. Um das Risiko einer unangemessenen Emissionspreisfestlegung zu reduzieren, haben sich in der Praxis folgende Schutzmechanismen herausgebildet:³³⁶

- *Forward-Looking Average*: Der endgültige Emissionspreis berechnet sich aus dem Durchschnitt des Stammaktienkurses während einer bestimmten Periode nach der Zeichnung. Der im Zeitpunkt der Zeichnung festgelegte Emissionsbetrag wird gegebenenfalls rückwirkend angepasst.
- *Trailing Average*: Der endgültige Emissionspreis errechnet sich aus dem Durchschnittspreis des Stammaktienkurses während einer bestimmten Periode vor der Zeichnung.

³³² Art. 659 ff. OR.

³³³ Bspw. wenn die Kotierung nicht innerhalb des vorgesehenen Zeitrahmens erfolgt.

³³⁴ Bspw. 10 % des gesamten PIPE für jeden überfälligen Monat.

³³⁵ Art. 674 Abs. 2 OR.

³³⁶ CHAPLINSKY/HAUSHALTER, S. 13; WINTERS, S. 209; KIM, S. 43 und 46.

- *Reset Price*: Der Emissionspreis wird an bestimmten im Voraus festgelegten Zeitpunkten nach der Emission der Aktien nach Massgabe von objektiven Kriterien rückwirkend angepasst. Solche Kriterien können insbesondere das Geschäftsergebnis oder das Erreichen von Milestones wie die Zulassung eines Medikaments sein.

1b. Rechtliche Rahmenbedingungen

- 45 Rückwirkende Emissionspreisanpassungen sind möglich, weil sowohl das ordentliche als auch das genehmigte Kapitalerhöhungsverfahren die Delegation der Kompetenz zur Festlegung des Emissionspreises an den Verwaltungsrat zulassen. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung muss der Ermächtigungsbeschluss der Generalversammlung über die Grundzüge der Emissionspreisanpassung Aufschluss geben. Der definitive Emissionspreis muss spätestens im Zeitpunkt des Handelsregistereintrags feststehen. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung beträgt die Frist drei Monate und bei der genehmigten Kapitalerhöhung zwei Jahre seit dem Ermächtigungsbeschluss der Generalversammlung.³³⁷ Die emittierende AG möchte i.d.R. sofort über den Emissionserlös verfügen. Das ist im Umfang des den Nennwert überschüssenden Betrags möglich.³³⁸ Die Fälligkeit des Nennbetrags und des Agios kann unterschiedlich festgelegt werden.³³⁹

2. Variables Dividendenvorrecht von Vorzugsaktien

- 46 Der Schutz des ursprünglichen Emissionspreises von PIPEs in Form von wandelbaren Vorzugsaktien kann durch ein Dividendenvorrecht gewährleistet werden. Der Umfang des Dividendenvorrechts bestimmt sich nach Massgabe des Kursverlusts der kotierten Stammaktie seit dem Zeitpunkt der Emission der PIPEs in Form von wandelbaren Vorzugsaktien oder einem anderen festgelegten Zeitpunkt (Rate Adjustable Preferred Stock). Die Befriedigung des Dividendenvorrechts erfolgt i.d.R. im Rahmen des jährlichen Gewinnausschüttungsbeschlusses. Zwischenzeitlich erfolgt sie

³³⁷ Vgl. § 5 N. 15 ff.

³³⁸ Der Emissionserlös im Umfang des Nennwerts ist bis nach der Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister gesperrt (ISLER/ZINDEL, Art. 652c N. 2).

³³⁹ BÖCKLI, § 2 N. 65.

in Form einer Interimsdividende aus Bilanzgewinn oder durch hierfür gebildete Reserven.³⁴⁰ Es müssen die zahlreichen formellen und materiellen Gewinnausschüttungsvorschriften eingehalten werden.³⁴¹ Da die emittierende AG nach Massgabe des Kotierungsreglements³⁴² ohnehin zur halbjährlichen Erstellung eines Geschäftsberichts verpflichtet ist, dürfte sich der Mehraufwand der emittierenden AG in Grenzen halten.

3. Kumulatives variables Dividendenvorrecht

- 47 Ein kumulatives Dividendenvorrecht bzw. Vorrecht in Form eines Nachbezugsrechts kann den PIPEs-Investor als Vorzugsaktionär schützen, falls die emittierende AG ihrer aus dem variablen Dividendenvorrecht fließenden Verpflichtung nicht nachkommen kann. Das ist möglich, wenn die emittierende AG in einer zyklischen Branche tätig ist und nicht immer über genügend Bilanzgewinn zur Ausrichtung einer Interimsdividende verfügt. Die statutarische Einräumung eines Nachbezugsrechts ermöglicht es den leer ausgegangenen PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre, die ausstehende Dividendenzahlung im Rahmen der statutarisch festgelegten Frist einzufordern. Der aus einem selbständigen Nachbezugsrecht entspringende Anspruch wird im Zeitpunkt des den Dividendenausfall feststellenden Gewinnverwendungsbeschlusses fällig. Ihm kommt in diesem Zeitpunkt ein eigenes rechtliches Schicksal zu.³⁴³ Die Ausschüttung kann aber nicht als Aufwand verbucht, sondern nur gegen Bilanzgewinn verrechnet werden.³⁴⁴ Mit anderen Worten, auch wenn die emittierende AG die aus einem variablen Dividendenvorrecht entstehenden Ansprüche zu einem gewissen Zeitpunkt nicht erfüllt, kann der Vorzugsaktionär diesen Anspruch gestützt auf ein selbständiges Nachbezugsrecht einfordern, sobald die emittierende AG einen genügend hohen Bilanzgewinn ausweist.

³⁴⁰ THALMANN/WAIBEL, S. 21 f.; Art. 675 Abs. 2 OR.

³⁴¹ Vgl. LIEBI, N. 227 ff.

³⁴² Art. 50 KR.

³⁴³ LIEBI, N. 259 ff.

³⁴⁴ ÖHNINGER, S. 80 f.

VI. PIPEs vertraglicher Rechtsnatur

A. Wandel- und Optionsanleihe

1. Begriff

48 Wandel- und Optionsanleihen sind Formen von hybridem Kapital. Bei beiden Formen steht dem Obligationär ein Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung der Forderung zu. Das mit der Wandelanleiheobligation verknüpfte Wandelrecht erlaubt es dem Wandelanleiheobligationär, während einer bestimmten Frist die Wandelanleiheobligation zu einem bestimmten Preis in eine bestimmte Anzahl von Grundkapitalanteilen wandeln zu können. Bei der Optionsanleihe erlaubt das mit der Anleiheobligation verknüpfte Kaufrecht in Form eines separaten Warrants während eines bestimmten Zeitraums den Bezug von einer bestimmten Anzahl Grundkapitalanteile zu einem bestimmten Preis.³⁴⁵

2. Emissionsverfahren

2a. Statutenänderung

49 Die Generalversammlung kann mittels eines qualifizierten Quorums³⁴⁶ eine bedingte Erhöhung des Grundkapitals in Form von Wandelanleihen und Optionsanleihen beschliessen. Diese können entweder von der kapitalerhöhenden AG selbst oder von einer Konzerngesellschaft emittiert werden. Sie räumen den Gläubigern von neuen oder bereits bestehenden³⁴⁷ Anleiheobligationen oder von ähnlichen Obligationen ein statutarisches Recht auf den Bezug von neu zu kotierenden Stammaktien mittels Wandelrechts bzw. von bereits kotierten oder neu zu kotierenden Stammaktien mittels Optionsrechts³⁴⁸ ein. Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen wird das Wandel- bzw. Optionsrecht aufgrund des sehr beschränkten Investorenkreises mit „ähnlichen Obligationen“ und nicht mit Anleiheobligationen verknüpft werden.³⁴⁹ Das Optionsrecht kann als

³⁴⁵ NOBEL, § 11 N. 227.

³⁴⁶ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 OR.

³⁴⁷ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 326; BÖCKLI, § 2 N. 190; REBSAMEN, N. 565. A.M. DALLÈVES, S. 298.

³⁴⁸ Art. 653 Abs. 1 OR.

³⁴⁹ Vgl. § 5 N. 20.

übertragbar ausgestaltet werden. Das Gestaltungsrecht bildet jedoch inhärenten Bestandteil der Wandelanleiheobligation. Die geleistete Einlage muss mindestens dem Nennwert entsprechen, und das bedingte Kapital darf die Hälfte des bisherigen Grundkapitals nicht übersteigen.³⁵⁰ Die Statuten können die Möglichkeit zur Erhöhung des bedingten Kapitals befristen.³⁵¹

2b. Ausgabe

50 Im Rahmen des Statutenänderungsbeschlusses fasst der Verwaltungsrat einen nicht öffentlich zu beurkundenden Beschluss über die Ausgabe der Options- oder Wandelrechte.³⁵² Das den Aktionären dabei zukommende Vorwegzeichnungsrecht³⁵³ kann unter Einhaltung der aktienrechtlichen Prinzipien und gestützt auf einen wichtigen Grund durch die Statuten³⁵⁴ beschränkt oder aufgehoben werden.³⁵⁵ Die Einräumung eines mit Vorzugsaktien verknüpften Vorrechts auf das Vorwegzeichnungsrecht stellt bspw. eine solche statutarische Beschränkung dar.³⁵⁶ Ein Emissionsprospekt³⁵⁷ muss nur erstellt werden, wenn Anleiheobligationen öffentlich zur Zeichnung³⁵⁸ aufgelegt oder an einer Börse kotiert werden.³⁵⁹ Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen besteht aufgrund des eingeschränkten PIPEs-Investorenkreises und der fehlenden Kotierung der PIPEs in Form von Wandelanleihen oder Optionsanleihen i.d.R. keine Prospektpflicht. PIPEs in Form von Wandel- und Optionsanleihen werden nicht im Rahmen eines Festübernahmeverfahrens³⁶⁰ emittiert, sondern nach Massgabe eines Best-Efforts-Vertrages.³⁶¹

³⁵⁰ Art. 653a OR.

³⁵¹ Urteil des BGer vom 18. Januar 1996, SZW 1996, S. 197.

³⁵² MEISTERHANS, S. 262; RUF, S. 385, FN 187; REBSAMEN, N. 572.

³⁵³ Vgl. Art. 653c Abs. 1 OR.

³⁵⁴ Art. 653b Abs. 2 OR.

³⁵⁵ Art. 653c OR.

³⁵⁶ Art. 656 Abs. 2 OR.

³⁵⁷ Art. 1156 Abs. 2 OR.

³⁵⁸ Art. 652a OR i.V.m. Art. 653e Abs. 1 OR; Art. 1156 Abs. 1 OR.

³⁵⁹ Vgl. § 6 N. 12 ff.

³⁶⁰ VON PLANTA, S. 17.

³⁶¹ Vgl. § 2 N. 5 f.

2c. Wandel- und Optionsrecht

51 Das Wandel- bzw. Optionsrecht qualifiziert i.d.R.³⁶² als ein unwiderrufliches, bedingungsfeindliches und empfangsbedürftiges Gestaltungsrecht.³⁶³ Dem Inhaber kommt ein Wahlrecht zu. Er kann anstelle der Rückzahlung seiner Forderung Aktien beziehen bzw. gegen Geldzahlung Aktien kaufen. Das Wandel- und Optionsrecht wird mittels einer schriftlichen Erklärung ausgeübt. Diese muss auf die Statutenbestimmung über die bedingte Kapitalerhöhung und den Emissionsprospekt hinweisen. Die Ausübung des Wandel- und Optionsrechts ist der Zeichnung im Sinne von Art. 630 OR gleichzusetzen. Fehlen die gesetzlich vorgesehenen Angaben, ist die schriftliche Ausübungserklärung mangelhaft und wird gleichermassen wie ein mangelhafter Zeichnungsschein sanktioniert. Die Wandel- und Optionsrechte dürfen gemäss Gesetz nur beeinträchtigt werden, wenn der Umwandlungspreis gesenkt wird, ein angemessener Ausgleich gewährt wird oder die gleiche Beeinträchtigung auch die Aktionäre trifft.³⁶⁴ Das Stammaktienkapital erhöht sich ohne Weiteres im Zeitpunkt der Ausübung der Wandel- und Optionsrechte und mit der Erfüllung der Liberierungsschuld.³⁶⁵ Ein entsprechender Eintrag im Handelsregister ist nicht erforderlich. Die Liberierung erfolgt bei der Optionsanlehensobligation zumeist in bar. Das Fremdkapital bleibt unverändert. Bei der Wandelanlehensobligation wird typischerweise verrechnet.³⁶⁶ Die Liberierung mittels Sacheinlage oder Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital ist nicht unproblematisch.³⁶⁷

2d. Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss

52 Ein zugelassener Revisionsexperte prüft i.d.R. nach Abschluss des Geschäftsjahres, ob die Stammaktienemission dem Gesetz, den Statuten und einem allenfalls herausgegebenen Emissionsprospekt entsprochen hat.³⁶⁸ Nach Eingang der Prüfungsbestätigung stellt der Verwaltungsrat die Anzahl, die Art, den Nennwert der Stammaktien und den Stand des Aktien-

³⁶² Art. 653e Abs. 1 OR.

³⁶³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52 N. 381; BBl 1983 II S. 872 f.

³⁶⁴ Art. 653d Abs. 2 OR.

³⁶⁵ Art. 653 Abs. 2 OR.

³⁶⁶ Art. 653e Abs. 2 OR.

³⁶⁷ MEISTERHANS, S. 266.

³⁶⁸ Art. 653f Abs. 1 OR; Art. 653i OR; Art. 52 Abs. 2 HRegV.

kapitals am Schluss des Geschäftsjahres oder im Zeitpunkt der Prüfung in einem öffentlich zu beurkundenden Beschluss fest und nimmt die notwendigen Statutenanpassungen vor. In einer öffentlichen Urkunde wird festgestellt, dass die Prüfungsbestätigung die verlangten Angaben enthält.³⁶⁹ Innerhalb von drei Monaten muss die Statutenänderung mit den notwendigen Beilagen beim Handelsregisteramt angemeldet werden. Der Eintrag hat deklaratorische Wirkung.³⁷⁰ Der Verwaltungsrat streicht die Statutenbestimmung bezüglich der bedingten Kapitalerhöhung (teilweise), wenn der zugelassene Revisionsexperte die (teilweise) Gegenstandslosigkeit bestätigt und in einer öffentlichen Urkunde festgehalten wird, dass der schriftliche Bericht die verlangten Angaben enthält.³⁷¹ Der Nennbetrag, um den das Aktienkapital erhöht werden kann, darf die Hälfte des bisherigen Aktienkapitals nicht übersteigen.³⁷²

3. Schutz

3a. Gesetz

- 53 Das Gesetz schützt die Wandel- oder Optionsanleihensinhaber vor einer Erhöhung des Aktienkapitals, vor der Ausgabe neuer Wandel- oder Optionsrechte und vor einer anderen Beeinträchtigung. Ein so beeinträchtigter Wandel- oder Optionsinhaber muss i.d.R. in den Genuss einer Konversionspreissenkung oder eines anderen angemessenen Ausgleichs kommen. Vorbehalten bleibt eine gleiche Beeinträchtigung der Aktionäre.³⁷³

3b. Vertrag

Covenants

- 54 Ein vertraglicher Schutz von PIPEs kann in den Wandelanlehens- oder Optionsanlehensbedingungen vorgesehen werden. Die vertraglichen Bestimmungen (Covenants) verpflichten die emittierende AG zur Unterlassung von bestimmten Handlungen (Negative Covenants) oder zur

³⁶⁹ Art. 653g OR.

³⁷⁰ Art. 653h OR.

³⁷¹ Art. 653i OR.

³⁷² Art. 653a OR.

³⁷³ Art. 653d Abs. 2 OR.

Vornahme von bestimmten Handlungen (Positive Covenants). Bei PIPEs-Transaktionen anzutreffende Negative Covenants sind bspw. das Verbot zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen oder Umstrukturierungen zu unterlassen. Positive Covenants sind bspw. die Verpflichtung, gewisse Liquiditäts-, NAV- oder Kapitalisierungsmassziffern aufrechtzuerhalten.

Rückkaufsrecht zugunsten der PIPEs-Investoren

- 55 Ein weiterer Schutzmechanismus zugunsten der PIPEs-Investoren können rückkaufbare PIPEs in Form von Wandelanleihen oder Optionsanleihen sein. Ein Rückkaufsrecht zugunsten der PIPEs-Investoren ermöglicht diesen, den Rückkauf der PIPEs zu einem bestimmten Preis von der emittierenden AG zu verlangen. Es handelt sich um ein rechtsaufhebendes Gestaltungsrecht.³⁷⁴

Befristung

- 56 PIPEs in Form von in Stammaktien wandelbaren Wandelanleihen können auch befristet werden. Nach Ablauf der vereinbarten Frist werden solche PIPEs zurückbezahlt. Möglich ist auch ein zeitlich gestaffelter Rückkauf oder Tausch gegen Stammaktien zu einem bestimmten Preis nach Wahl der emittierenden AG.³⁷⁵

Sinking Fund

- 57 Wie zum Schutz von PIPEs in Form von Beteiligungsrechten kann auch bei PIPEs in Form von Fremdkapitalanteilen ein Sinking Fund geüfnet werden.³⁷⁶ Nicht fristgerecht kotierte PIPEs werden demnach zurückgekauft. Der Sinking Fund bildet eine Reserve, die für den Rückkauf der PIPEs reserviert ist.

B. Darlehen oder Vorauszahlungsvertrag

- 58 Nimmt die emittierende AG Fremdkapital von einem einzigen PIPEs-Investor oder von mehreren PIPEs-Investoren zu uneinheitlichen Bedingungen auf, bedient sie sich eines PIPE in Form eines Darlehens.³⁷⁷ Die-

³⁷⁴ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, N. 65.

³⁷⁵ WINTERS, S. 211.

³⁷⁶ Vgl. § 5 N. 43.

³⁷⁷ Art. 312 OR.

Wird ein Grossdarlehen in mehreren Teilbeträgen zu einheitlichen Bedingungen betreffend

ses wird i.d.R. verzinst.³⁷⁸ Obwohl PIPEs in Form eines Darlehens immer im Verbund mit Call-Optionen begeben werden, unterscheiden sie sich von PIPEs in Form von Optionsanleihen oder Wandelanleihen durch die fehlende Erhöhung des Grundkapitals.³⁷⁹ Die im Rahmen der Ausübung der Call-Optionen zu liefernden kotierten Stammaktien werden aus Beständen eigener Aktien³⁸⁰ gespeist. PIPEs in Form von Darlehen setzen voraus, dass die der emittierenden AG überlassene Gelder zurückgezahlt werden. Ein Vorauszahlungsvertrag liegt vor, falls das überlassene Kapital im Rahmen des Bezugs von kotierten Stammaktien zufolge Ausübung von Call-Optionen mit dem zu bezahlenden Kaufpreis verrechnet wird.³⁸¹

C. Optionen

59 Optionen räumen das Recht ein, gegen eine Prämie Stammaktien der emittierenden AG zu einem in den Optionsbedingungen festgelegten festen oder variablen Preis und Zeitpunkt oder während einer festgelegten Periode zu kaufen. Optionen sind oft Teil eines PIPE. Sie werden im Verbund mit PIPEs in Form von Fremdkapital oder Grundkapital begeben. Optionen im Verbund mit nicht wandelbarem Fremdkapital dienen dem PIPEs-Investor zum Bezug von kotierten Stammaktien. Optionen als Zusatz zu Grundkapitalanteilen ermöglichen dem PIPEs-Investor eine verstärkte Beteiligung am Aufwärtspotenzial der kotierten Stammaktien (Equity Sweetener). Letztlich sollen sie dem PIPEs-Investor auch den Antrieb für den Leerverkauf von börsenkotierten Stammaktien nehmen.³⁸² PIPEs in Form eines Darlehens kombiniert mit Optionen unterscheiden sich von der Optionsanleihe im Sinne von Art. 653 ff. OR durch die fehlende Erhöhung des Kapitals.³⁸³ Die formellen Kapitalerhöhungsvorschriften finden deshalb keine Anwendung. Die bedingten Kapitalerhöhungsvorschriften finden auf ein im Verbund mit Optionen begebenes

Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum von mehreren PIPEs-Investoren aufgenommen, liegen Wandelanleiheobligationen oder Optionsanleiheobligationen vor (WATTER, Art. 1156 N. 2).

³⁷⁸ Art. 313 Abs. 1 OR.

³⁷⁹ Vgl. § 5 N. 48 ff.

³⁸⁰ Vgl. § 5 N. 14.

³⁸¹ In Abweichung von Art. 184 Abs. 2 OR werden die Leistungspflichten des Kaufvertrags nicht Zug um Zug erbracht.

³⁸² HILLION/VERMAELEN, S. 20.

³⁸³ Vgl. § 5 N. 48.

Darlehen keine Anwendung, wenn die Option ein Recht auf Bezug von Aktien aus eigenen Aktienbeständen einräumt. Werden Optionen zugunsten der Aktionäre gratis im Sinne einer Gewinnausschüttung abgegeben, unterliegen sie dem bedingten Kapitalerhöhungsverfahren.³⁸⁴ Im Rahmen eines PIPE begebene Optionen werden i.d.R. nicht gratis emittiert, obwohl i.d.R. keine separate Prämie entrichtet wird. Die Ausrichtung der Prämie erfolgt als Teil des Emissionspreises der PIPEs. Die Lieferung der Stammaktien im Zeitpunkt des Optionsverfalls kann physisch oder in Form einer Geldleistung erfolgen. Bei physischer Lieferung stammen die Titel aus Beständen bereits kotierter eigener Aktien, aus ordentlicher Kapitalerhöhung oder aus genehmigter Kapitalerhöhung. Optionen bezüglich Aktien von kotierten Unternehmen unterliegen auch den Offenlegungspflichten und den Bestimmungen des FinfraG.

D. Genussscheine?

- 60 Die Statuten können die Schaffung von Genussscheinen zugunsten von ehemaligen Kapitalbeteiligten, Aktionären, Gläubigern, Arbeitnehmern, Gründern oder in ähnlicher Weise mit einer AG verbundenen Personen vorsehen. Der Begriff „in ähnlicher Weise“ verlangt einen ähnlichen Konnex zur AG wie die im Gesetz genannten Personen.³⁸⁵ Der Genussschein ist ein Beteiligungsrecht besonderer Art, weil er weder ein Mitgliedschaftsrecht einräumt, noch eine rückzahlbare Forderung darstellt.³⁸⁶ Er darf deshalb keinen Nennwert haben und nicht als Partizipationsschein bezeichnet werden. Zudem darf er nicht gegen eine Einlage ausgegeben werden, die unter den Aktiven der Bilanz ausgewiesen wird.³⁸⁷ Er kann nicht als Finanzierungsinstrument dienen, sondern bloss als Vergütungsinstrument für bereits geleistete besondere Vorteile. Deshalb eignet er sich nicht für PIPEs-Transaktionen. Bei PIPEs-Transaktionen ist die Hauptmotivation der emittierenden AG die Aufnahme von neuem Kapital.

³⁸⁴ ISLER/ZINDEL, Art. 653 N. 17 f.

³⁸⁵ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 47 N. 27.

³⁸⁶ VON GREYERZ, Aktiengesellschaft, S. 264; BB1 1983 II S. 800.

³⁸⁷ Art. 657 Abs. 3 OR.

VII. Spezialfall: Future-Priced PIPEs

A. Begriff

- 61 Future-Priced PIPEs sind in Stammaktien wandelbare Vorzugsaktien, in Stammaktien wandelbare Vorzugspartizipationsscheine oder Wandelanleihen. Sie unterscheiden sich von herkömmlichen PIPEs durch die Emissionspreisanpassungsperiode. Üblicherweise erfolgt die Emissionspreisanpassung bis zur Kotierung.³⁸⁸ Bei Future-Priced PIPEs erfolgt die Anpassung bis zur tatsächlichen Umwandlung in Stammaktien. Der endgültige Emissionspreis errechnet sich aus dem Kurswert der Stammaktie im Zeitpunkt der Umwandlung der PIPEs in Stammaktien oder aus dem während einer bestimmten Periode errechneten durchschnittlichen Kurswert.³⁸⁹ Der Umwandlungspreis von Future-Priced PIPEs ist variabel und verändert sich im Gleichschritt mit dem Kurswert der kotierten Stammaktien. Je tiefer der Stammaktienkurs im Zeitpunkt der Umwandlung, desto mehr Stammaktien müssen dem PIPEs-Investor zur Verfügung gestellt werden.

B. Toxic PIPEs

A. Problematik

- 62 Future-Priced PIPEs haben Anfang dieses Jahrtausends unrühmliche Bekanntheit als Toxic PIPEs erhalten. Toxic PIPEs sichern das PIPE des PIPEs-Investors vor einem Kursverfall der Stammaktien nach unten ab. Der ursprünglich investierte Betrag wird im Zeitpunkt der Umwandlung in Stammaktien vergolten. Sinkt der Stammaktienkurs zwischen der Emission der Toxic PIPEs bis zum Umwandlungszeitpunkt, erhält der PIPEs-Investor mehr Stammaktien.³⁹⁰ Ohne entsprechende Vorkehrungen lassen sich Future-Priced PIPEs leicht zuungunsten der emittierenden

³⁸⁸ Vgl. § 1 N. 1.

³⁸⁹ BROPHY/OUIMET/SIALM, S. 30.

³⁹⁰ Beispiel: PIPEs-Investor A macht im Zeitpunkt X ein PIPE im Umfang von CHF 1000. Er erhält dafür 10 in Stammaktien wandelbare Vorzugsaktien. Der endgültige Emissionspreis wird im Zeitpunkt der Umwandlung der PIPEs in Stammaktien festgelegt. Im Zeitpunkt der Emission der PIPEs beträgt der Stammaktienkurs CHF 100. Im Zeitpunkt der Umwandlung der PIPEs in Stammaktien beträgt der Stammaktienkurs CHF 10. Der PIPEs-Investor erhält folglich 100 Stammaktien (bei Eingehung des PIPE hatte er Anspruch auf 10 Stammaktien).

AG manipulieren, indem am Markt Delta-Neutral-Hedginggeschäfte³⁹¹ eingegangen werden. Dadurch wird ein Teufelskreis gestartet, der den Stammaktienkurs ins Bodenlose stürzen lassen kann. Der Leerverkauf von illiquiden Aktien im Rahmen einer Delta-Neutral-Hedgingstrategie hat oft einen erheblichen Kursverfall zur Folge. Dadurch wird die emittierende AG zur Lieferung von zusätzlichen Stammaktien an den PIPEs-Investor im Umwandlungszeitpunkt verpflichtet, weil der endgültige Emissionspreis erst im Zeitpunkt der Umwandlung in Stammaktien feststeht. Aufgrund seiner erhöhten Long-Position in Stammaktien verkauft er Stammaktien im entsprechenden Umfang am Markt leer. Der daraus resultierende Kursverfall verpflichtet die emittierende AG wiederum zur Lieferung von zusätzlichen Stammaktien im Umwandlungszeitpunkt. Nachdem der Stammaktienkurs praktisch den Nullpunkt erreicht hat und die Beteiligungen der bisherigen Aktionäre erheblich verwässert worden sind, stellt der PIPEs-Investor seine Leerverkaufspositionen mit beträchtlichem Gewinn glatt.³⁹²

B. Schutz

- 63 Zum Schutz vor einer Manipulation von Future-Priced PIPEs haben sich zwei Mechanismen herausgebildet. Diese sind:
- *Limitierung des Umwandlungspreises:* Es kann ein minimaler Umwandlungspreis (Floor) festgelegt werden, der nicht unterschritten werden kann. Dadurch wird die emittierende AG vor einem Kursverfall der Stammaktien unter einen bestimmten Preis geschützt. Selten wird auch ein maximaler Umwandlungspreis festgelegt (Cap). Dieser dient dem Schutz des PIPEs-Investors.³⁹³
 - *Limitierung der Anzahl Stammaktien:* Es kann eine Maximalzahl von Stammaktien vorgesehen werden, die die emittierende AG dem PIPEs-Investor im Zeitpunkt der Umwandlung der wandelbaren Vorzugsaktien, wandelbaren Vorzugspartizipationsscheine oder Wandelanleihen liefern muss.

³⁹¹ Vgl. zum Begriff § 8 N. 2.

³⁹² HILLION/VERMAELEN, S. 4. Vgl. auch STEINBERG/OBI, S. 26 f.

³⁹³ Vgl. KLEIN, S. 135.

VIII. Haftungsgrundlagen

A. Ökonomische Grundlagen

- 64 Emittierende AGs haben im Rahmen der Kapitalaufnahme ein Interesse daran, negative Informationen zu unterdrücken oder durch negative Informationen über die emittierende AG irrezuführen. Negative Informationen verteuern die Kapitalaufnahme, weil Investoren nur zu schlechteren Bedingungen in die emittierende AG investieren werden.³⁹⁴ Der durchschnittliche Kapitalmarktteilnehmer kann die Angaben aufgrund der damit verbundenen Kosten und des zeitlichen Aufwands nur beschränkt verifizieren (Collective Action Problem). Buchprüfer und Analysten als Gatekeeper sind teuer und oft in Interessenkonflikte verstrickt.³⁹⁵ Präventive Massnahmen wie Verbesserung der Corporate Governance und Erhöhung des Fremdkapitalanteils zur Verminderung von Agency Costs sind teuer. Unter diesen Umständen sind Haftungsansprüche der Kapitalmarktteilnehmer ein geeignetes Mittel zur Unterbindung der Verbreitung von Falschinformationen und Verminderung der Überprüfungs-kosten von übermittelten Informationen.³⁹⁶

B. Prospekthaftung

1. Rechtsnatur

- 65 Es spricht viel dafür, dass die Prospekthaftung vertrauensrechtlicher Natur ist.³⁹⁷ Sie bezweckt neben dem Individualvermögensschutz der Kapitalmarktteilnehmer auch den Funktionsschutz des Kapitalmarkts.³⁹⁸

³⁹⁴ Vgl. § 3 N. 2 ff.

³⁹⁵ Vgl. COFFEE, Gatekeepers, S. 1409 ff.

³⁹⁶ BEAVER, S. 319.

³⁹⁷ Nach der Ansicht des BGR und der herrschenden Lehre (vgl. anstelle vieler MAROLDA/VON DER CRONE, 160) ist sie aber deliktsrechtlicher Natur (BGE 4.C171/2002 E. 2.5 vom 25. September 2002; BGE 129 III 71 E. 2.5 = Pra 92 [2003] Nr. 70 369 f.).

³⁹⁸ Die Vertrauenshaftung dient ja gerade dem Individual- und dem Institutionsschutz (LOSER, N. 167 ff.).

2. Tatbestandsvoraussetzungen der Vertrauenshaftung

2a. Rechtsgeschäftsbezogene Sonderverbindung

66 Die Vertrauenshaftung setzt eine rechtsgeschäftliche Sonderverbindung zwischen dem Schädiger und dem Geschädigten voraus.³⁹⁹ Eine solche ist gegeben, wenn die Berührungspunkte im Rahmen eines Rechtsgeschäfts verdichteter sind als die bloss zufällige, einem deliktischen Verhältnis zugrunde liegende Berührung, aber noch nicht die Konkretisierung eines Vertragsverhältnisses angenommen haben. Eine rechtsgeschäftsbezogene Sonderverbindung liegt zwischen Kapitalmarktteilnehmern und Placement Agents, Buchprüfern, Analysten, Ratingagenturen und auch Rechtsanwälten vor. Diese erfüllen eine Gatekeeper-Funktion. Gatekeeper erbringen Verifizierungs- und Zertifizierungsdienstleistungen gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern. Sie verleihen dem Prospekt durch ihre Reputation mehr Glaubwürdigkeit.⁴⁰⁰ Die Marktteilnehmer glauben den Aussagen von Gatekeepern eher als der emittierenden AG. Gatekeeper haben einen viel geringeren Anreiz zu lügen. Ihre Reputation steht auf dem Spiel. Diese haben sie während Jahren durch Tätigkeiten für eine Vielzahl von Klienten oder Kunden aufgebaut. Eine tadellose Reputation ist mitunter das wertvollste Gut von Gatekeepern. Es wäre töricht, die Reputation durch Lüge für einen einzelnen Klienten oder Kunden aufs Spiel zu setzen.⁴⁰¹

Die emittierende AG ist kein Gatekeeper. Die potenziellen Zeichner und Sekundärmarktkäufer⁴⁰² treten mit ihr aber später in ein vertragliches oder mitgliedschaftliches Verhältnis. Dadurch entstehen auch zwischen ihnen Berührungspunkte von grösserer Dichte als bei der allgemeinen Deliktshaftung. Diese Personen stehen zueinander in einer rechtsge-

³⁹⁹ BGE 120 II 331 E. 5a.

⁴⁰⁰ Die Dienstleistungen von Gatekeepern bestehen in (i) der Verifizierung des Jahresabschlusses durch unabhängige Buchprüfer, (ii) der Feststellung der Kreditwürdigkeit durch eine Ratingagentur, (iii) der Einschätzung der Geschäftsentwicklung durch den Analysten, oder (iv) der Einschätzung der Angemessenheit der Bewertung einer bestimmten Kapitalmarkttransaktion durch den Investmentbanker. Rechtsanwälte erfüllen primär die Rolle eines Transaktionsingenieurs, können aber auch eine Gatekeeper-Funktion einnehmen, wenn sie ihre Reputation hinter eine bestimmte Transaktion stellen, bspw. indem sie eine Legal Opinion über die Rechtmässigkeit einer Transaktion verfassen (COFFEE, Gatekeepers, S. 1405).

⁴⁰¹ 901 F.2d 624 (7th Cir. 1990); Robin v. Arthur Young & Co., 915 F.2d 1120, 1127 (7th Cir. 1990).

⁴⁰² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 37 N. 80.

schäftsbezogenen Sonderverbindung in Form einer culpa in contrahendo. Diese gehört auch zur Vertrauenshaftung.⁴⁰³

Der Beitrag von anderen Personen an der Erstellung des Prospekts ist i.d.R. nicht wesentlich. Sie fallen demnach nach herrschender Lehrmeinung nicht in den Anwendungsbereich von Art. 752 OR.⁴⁰⁴

2b. Zielgerichtete Information

- 67 Die im Emissionsprospekt enthaltenen Informationen sind an die potenziellen Zeichner und Sekundärmarktkäufer gerichtet. Für die an der Ausarbeitung des Emissionsprospekts beteiligten Gatekeeper war erkennbar, dass sich die Adressaten des Emissionsprospekts auf ihre Aussagen verlassen werden.⁴⁰⁵

2c. Verletzung von auf Treu und Glauben beruhenden Schutz- und Aufklärungspflichten

- 68 Grundsätzlich hat jeder potenzielle Zeichner und Sekundärmarktkäufer der emittierten Beteiligungsrechte die Richtigkeit der im Emissionsprospekt enthaltenen Informationen selbst zu überprüfen. Es gilt der Grundsatz des caveat emptor. Eine Haftungsgrundlage besteht nur, wenn die Emissionsprospektersteller durch ihr Verhalten bestimmte zukünftige Erwartungen wecken, die später treuwidrig enttäuscht werden.⁴⁰⁶ Im Rahmen von Beteiligungsrechtsemissionen ist es den potenziellen Zeichnern und Sekundärmarktkäufern gar nicht möglich, die Angaben selbst zu überprüfen. Der damit verbundene Zeit- und Kostenaufwand wäre zu gross und überstiege die Fähigkeiten eines durchschnittlichen Anlegers schlichtweg (Collective Action Problem). Der durchschnittliche Kapitalmarktteilnehmer darf sich auf die Richtigkeit, Vollständigkeit und Unzweideutigkeit der im Emissionsprospekt gemachten Aussagen der Gatekeeper verlassen. Die Vertrauenshaftung nimmt aber nicht die Ausmasse einer Garantiehaftung an.⁴⁰⁷

⁴⁰³ LOSER, N. 1324.

⁴⁰⁴ Vgl. WATTER, Art. 752 N. 10.

⁴⁰⁵ BÖCKLI, § 18 N. 263.

⁴⁰⁶ BGE 120 II 331 E. 5a; BGE 121 III 350 E. 6c.

⁴⁰⁷ BGE 120 II 331 E. 5a.

2d. Verschulden

- 69 Gemäss dem Wortlaut von Art. 752 OR wird nur für einen in verschuldeter Weise verursachten Schaden gehaftet. Das Verschulden wird vermutet.⁴⁰⁸ Der Prospektersteller muss demnach durch den Nachweis seines Nichtverschuldens die gesetzliche Vermutung beseitigen.⁴⁰⁹ Der Gegenbeweis ist erbracht, wenn sich der Emissionsprospektersteller im Rahmen einer sorgfältig durchgeführten Due-Diligence-Prüfung über die Vollständigkeit, Richtigkeit, und Unzweideutigkeit der im Emissionsprospekt gemachten Angaben versichert hat.⁴¹⁰ Mängel, die auch im Rahmen einer sorgfältig durchgeführten Due-Diligence-Prüfung nicht entdeckt werden können, sind nicht verschuldet.⁴¹¹

2e. Adäquater Kausalzusammenhang

- 70 Der Schaden muss durch das gegen Treu und Glauben verstossende Verhalten adäquat kausal verursacht worden sein.⁴¹² Die Pflichtverletzung der Emissionsprospektersteller muss demnach nach der allgemeinen Lebenserfahrung und dem gewöhnlichen Lauf der Dinge geeignet sein, den eingetretenen Schaden zu verursachen.

2f. Schaden

- 71 Die Prospekthaftung setzt einen Schaden voraus.⁴¹³ Der Umfang des Schadens berechnet sich aufgrund des eingetretenen Stammaktienkurssturzes nach dem vollständigen Bekanntwerden des wahren Sachverhalts. Die allgemeine Marktentwicklung muss jedoch herausgerechnet werden.

⁴⁰⁸ WATTER, Art. 752 N. 30; BGE 120 II 331 E. 5a.

⁴⁰⁹ HAUSHEER/JAUN, Art. 8, 9 und 10 N. 69.

⁴¹⁰ COFFEE, SEC, S. 1310, bezeichnet die Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung auch für Rechtsanwälte als „minimum standard of professional conduct“ im Rahmen von Kapitalmarkttransaktionen.

⁴¹¹ Vgl. BGE 4C.171/2002 E. 2.6 vom 25. September 2002, wo das BGer bestimmte, dass ein Leadunderwriter im Rahmen einer öffentlichen Platzierung von Anleiheobligationen sich auf die vom Rechtsanwalt und dem Buchprüfer gemachten Aussagen verlassen durfte. MAROLDA/VON DER CRONE, S. 163, sprechen deshalb von einer „Due Diligence Defense“ der federführenden Bank.

⁴¹² BGE 120 II 331 E. 5a.

⁴¹³ BGE 120 II 331 E. 5a.

Abgezogen werden gegebenenfalls auch durch den mangelhaften Prospekt entstandene Vorteile.⁴¹⁴ Einen Schaden erleiden nur der ursprüngliche Zeichner und alle Sekundärmarktkäufer bis zum Zeitpunkt der vollständigen Beseitigung der Mängel des Prospekts. Spätere Käufer erleiden keinen adäquaten kausalen Schaden mehr. Nach Massgabe der Hypothese effizienter Kapitalmärkte erfolgt die spätere Preisbildung unbeeinflusst durch die behobenen Mängel des Prospekts.⁴¹⁵

C. Gründungs- bzw. Kapitalerhöhungshaftung

- 72 Der Verwaltungsrat und alle bei der Kapitalerhöhung mitwirkenden Personen⁴¹⁶ können gegenüber der AG, den Aktionären und den Gesellschaftsgläubigern für den aus einer widerrechtlichen Kapitalerhöhung entspringenden Schaden verantwortlich gemacht werden.⁴¹⁷ Verpönt ist insbesondere die unrichtige oder irreführende Gewährung bzw. die Verschweigung oder Verschleierung von im Rahmen von PIPEs-Transaktionen gewährten besonderen Vorteilen in den Statuten oder im Kapitalerhöhungsbericht.⁴¹⁸ Ersatz ist nur im Falle eines adäquat verschuldeten Schadens geschuldet. Ein Aktionär kann sich demnach nur auf die Kapitalerhöhungshaftung berufen, wenn die unterlassene Offenlegung einer PIPEs-Transaktion oder der mit ihr verbundenen besonderen Vorteile adäquat kausal für den erlittenen Schaden zufolge Beteiligungserwerb zu einem überhöhten Preis war. Er hat sich ein Selbstverschulden bspw. aufgrund einer nicht gehörigen Due-Diligence-Prüfung der öffentlich erhältlichen Informationen schadensmindernd anrechnen zu lassen.⁴¹⁹

IX. Kartellrecht

- 73 Das PIPE kann unter wettbewerbsrechtlichen Gesichtspunkten problematisch sein, wenn es als Unternehmenszusammenschluss gilt. Als Unter-

⁴¹⁴ WATTER, Art. 752 N. 22 ff.

⁴¹⁵ Vgl. GILSON/BLACK, S. 136 ff.

⁴¹⁶ Dazu gehören alle, die einen wesentlichen Einfluss auf die Kapitalerhöhung ausüben (BGE 4P.161/2003 E. 4.3.2.), wie Rechtsanwälte, Emissionsbanken, Placement Agents und Revisionsstellen.

⁴¹⁷ Art. 753 OR.

⁴¹⁸ Vgl. § 6 N. 5 ff.

⁴¹⁹ WATTER, Art. 753 N. 18, 20, 21.

nehmenszusammenschluss gilt jeder Vorgang, namentlich der Erwerb einer Beteiligung oder der Abschluss eines Vertrags, durch den ein oder mehrere Unternehmen unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über ein oder mehrere bisher unabhängige Unternehmen oder Teile von solchen erlangen.⁴²⁰ Da ein PIPE i.d.R. weniger als 50 % der Stimmrechte beträgt, liegt i.d.R. wohl keine Kontrollmöglichkeit des PIPEs-Investors vor. Eine Minderheitsbeteiligung kann jedoch in Verbindung mit flankierenden rechtlichen Massnahmen, bspw. in Form von Aktionärbindungsverträgen, oder faktischen Gegebenheiten, bspw. wenn sich die übrigen Aktionäre an der Generalversammlung traditionell in geringem Umfang beteiligen, eine Kontrollmöglichkeit über die emittierende AG einräumen. Eine Kontrollmöglichkeit liegt insbesondere dann vor, wenn ein als Unternehmen⁴²¹ qualifizierender PIPEs-Investor Einfluss auf die Wahl des Verwaltungsrats hat.⁴²² Qualifizierende Unternehmenszusammenschlüsse müssen unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich vor dem Vollzug der Wettbewerbskommission gemeldet werden.⁴²³

X. Finanzmarktrecht

A. Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG)

1. Anwendungsbereich der Bestimmungen über OTC-Derivate

74 Die Emission von Optionen im Zusammenhang einer PIPEs-Finanzierung unterliegt den Bestimmungen über OTC-Derivate sowie den offenkundigen Bestimmungen des FinfraG.⁴²⁴ Demnach unterliegt eine PIPEs-emittierende Gesellschaft als finanzielle und nicht finanzielle Emittentin von Optionen den Bestimmungen des 3. Titels des FinfraG, weil diese Derivate sind, d.h. Finanzkontrakte, deren Wert von einem oder mehreren Basiswerten abhängt und die kein Kassageschäft darstellen.⁴²⁵ Als Finanzielle Gegenparteien gelten alle FINMA-beaufsichtigten Unternehmen, d.h. entweder im Schweizerischen Handelsregister einge-

⁴²⁰ Art. 4 Abs. 3 lit. b KG.

⁴²¹ Vgl. Art. 2 Abs. 1^{bis} KG.

⁴²² BORER, Art. 4 N. 36 ff.

⁴²³ Vgl. Art. 9 ff. KG.

⁴²⁴ Vgl. § 7 N. 26 ff.

⁴²⁵ Art. 2 Abs. 1 lit. c FinfraG.

tragene Gesellschaften oder juristische Personen nach Massgabe des ausländischen Rechts.⁴²⁶ Die Gesellschaft ist dann eine kleine Finanzielle Gegenpartei, wenn die über 30 Tage berechnete gleitende Durchschnittsbruttosition aller ausstehender OTC-Derivatgeschäfte den Schwellenwert von CHF 8 Mia. auf Stufe Finanz- oder Versicherungsgruppe nicht übersteigt.⁴²⁷ Als Nichtfinanzielle Gegenparteien gelten alle Unternehmen, die nicht Finanzielle Gegenparteien sind.⁴²⁸ Eine kleine Nichtfinanzielle Gegenpartei setzt voraus, dass die über 30 Tage berechnete gleitende Durchschnittsposition bei Kredit- und Aktienderivate einen Schwellenwert von CHF 1,1 Mia. bzw. bei Zins-, Devisen- und Rohwaderderivaten einen Schwellenwert von CHF 3,3 Mia. nicht übersteigt.⁴²⁹

2. Anwendbare Pflichten

75 Die PIPEs-emittierende Gesellschaft, die zusätzlich auch noch Optionen an den PIPEs-Investor abgibt, unterliegt zahlreichen Verpflichtungen nach dem FinfraG. Diese sind grundsätzlich auf PIPEs-Investoren in Form von juristischen Personen, unabhängig davon, ob diese in der Schweiz oder im Ausland domiziliert sind, aber teilweise auch auf natürliche Personen anwendbar. Im Einzelnen bestehen die folgenden Pflichten:

- *Abrechnungspflicht:* Die FINMA kann bestimmen, dass bestimmte OTC-Derivatstransaktionen über eine zentrale Gegenpartei abgerechnet werden müssen. Diese Abrechnungspflicht gilt jedoch nicht bei kleinen Finanziellen und Nichtfinanziellen Gegenparteien sowie bei natürlichen Personen als PIPEs-Investoren.⁴³⁰ Bis heute hat die FINMA noch keine Derivate als abrechnungspflichtig ernannt.
- *Risikominderungsmaßnahmen:* Solange bzw. soweit die Abrechnungspflicht nicht zur Anwendung kommt, müssen Risikominderungsmaßnahmen durchgeführt werden. Zu diesen zählen die Bestätigung der Vertragsbedingungen, ein Verfahren zur Portfolioab-

⁴²⁶ Art. 93 Abs. 1 FinfraG.

⁴²⁷ Art. 88 Abs. 2 FinfraV.

⁴²⁸ Art. 93 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 77 FinfraV.

⁴²⁹ Art. 88 Abs. 1 FinfraV.

⁴³⁰ Art. 97 Abs. 2 FinfraG.

stimmung, ein Verfahren zur Beilegung von Meinungsverschiedenheiten, eine regelmässige Portfoliokompression,⁴³¹ die tägliche Bewertung ausstehender Geschäfte⁴³² und der Austausch von Einschuss- und Nachschusssicherheiten.⁴³³ Für kleine Nichtfinanzielle Gegenparteien besteht jedoch keine Portfolioabstimmungspflicht, Bewertungspflicht und Pflicht zum Austausch von Sicherheiten.⁴³⁴ Für kleine Finanzielle Gegenparteien gibt es keine Bewertungspflicht.

- *Meldepflicht:* Die Meldepflicht an ein Transaktionsregister bestimmt, dass Derivatgeschäfte spätestens am auf den Abschluss, die Änderung oder die Beendigung folgenden Arbeitstag an ein bewilligtes oder anerkanntes Transaktionsregister gemeldet werden müssen. Diese Meldepflicht besteht selbst dann, wenn der PIPES-Investor eine natürliche Person ist. Es gilt jedoch keine Meldepflicht, wenn das OTC-Derivatgeschäft zwischen zwei kleinen Nichtfinanziellen Gegenparteien abgeschlossen wird.⁴³⁵ Die Erfüllung der Meldepflicht bestimmt sich nach Massgabe einer Meldekaskade, wobei die höher beaufsichtigte bzw. kategorisierte Gegenpartei ein Derivatgeschäft bei einem Transaktionsregister melden muss. Die Meldekaskade gilt grundsätzlich auch in Bezug auf ausländische Unternehmen, die an einer PIPES-Transaktion beteiligt sind, wobei die Schweizer Gesellschaft subsidiär zur ordnungsgemässen Meldung verpflichtet ist.⁴³⁶ Der Umfang der Meldepflicht ist komplex und ohne IT-Unterstützung sehr zeitintensiv.⁴³⁷
- *Plattformhandelspflicht:* Die FINMA wurde ermächtigt, Derivate über einen bewilligten oder anerkannten Handelsplatz oder bewilligten oder anerkannten Betreiber eines organisierten Handelssystems handelspflichtig zu erklären.⁴³⁸ Die FINMA hat bis anhin noch nicht von dieser Ermächtigung Gebrauch gemacht.

⁴³¹ Art. 108 FinfraG.

⁴³² Art. 109 FinfraG.

⁴³³ Art. 110 FinfraG.

⁴³⁴ Art. 108 Abs. 1 lit. b, 109 Abs. 2 und 110 Abs. 1 FinfraG.

⁴³⁵ Art. 104 Abs. 3 FinfraG.

⁴³⁶ Art. 104 Abs. 2 FinfraG.

⁴³⁷ Anhang 2 FinfraV.

⁴³⁸ Art. 112 FinfraG.

B. PIPEs in Form von Contingent Convertibles (CoCos) von Banken und Effekthändlern

76 Aus regulatorischen Überlegungen kann die Ausgabe von PIPEs in Form von Grundkapital und Fremdkapital als regulatorisches Kapital bei Banken und Effekthändlern als Contingent Convertibles (CoCos) sinnvoll ist.⁴³⁹ CoCos sind hybride Kapitalanteile, die bei der Unterschreitung von bestimmten Schwellenwerten (i.d.R. Kapitalkennziffern) automatisch in Stammaktienkapital gewandelt werden.⁴⁴⁰ Dadurch wird Fremdkapital bzw. fremdkapitalähnliches Kapital reduziert und in Stammaktienkapital – bei PIPEs in Form von kotierten Aktien – gewandelt. CoCos stärken dadurch bei deren Ausübung die Stammkapitaldecke von Banken und Effekthändlern und helfen diesen, die Anforderungen an das regulatorische Kapital zu erfüllen. CoCos dienen der automatischen Absorption von Verlusten, bevor die Bank oder der Effekthändler in Konkurs fällt. CoCos können bei entsprechender Ausgestaltung gemäss der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effekthändler entweder als Kernkapital in Form von Hartem Kernkapital (Tier 1), Zusätzlichem Kernkapital (AT1) oder als Ergänzungskapital (Tier 2) ausgestaltet werden.⁴⁴¹ Am Markt für CoCos werden vier mögliche Triggerkonstellationen unterschieden. Es handelt sich dabei um:⁴⁴²

- *Rechnungslegungsorientierte Trigger:* Dabei tritt eine Wandlung (oder eine Abschreibung) ein, sofern ein im Voraus festgelegter Minimalwert des regulatorischen Kapitals zu den risikogewichteten Aktiven unterschritten wird. Die Ausgabe von CoCos mit rechnungslegungsorientierten Triggern ist in der Schweiz üblich.
- *Marktbasierte Trigger:* Die Wandlung erfolgt, sobald die Marktkapitalisierung einen bestimmten Wert unterschreitet.
- *Regulatorische Trigger:* Die Wandlung erfolgt, sofern das Unternehmen gemäss FINMA den Point of Non-Viability (PONV) erreicht hat.
- *Variable Trigger:* Wandlung im Falle einer Ereigniskombination.

⁴³⁹ Vgl. SCHILDKNECHT/MCHALE, S. 19 ff., für die Voraussetzungen für die Ausgabe von CoCos von Banken unterschiedlicher Rechtsformen.

⁴⁴⁰ Vgl. AVDJIEV/KARTASHEVA/BOGDANOVA, S. 43 ff.

⁴⁴¹ Art. 21 ff. ERV. Vgl. dazu eingehend LIEBI, Art. 654 N. 9.

⁴⁴² Vgl. KARL, S. 309.

§ 6. Kotierung

I. Begriff

- 1 Die Kotierung ist ein wesentlicher Bestandteil von PIPEs schweizerischer Ausprägung.⁴⁴⁴ Sie ermöglicht es dem PIPEs-Investor, aus dem PIPE auszusteigen und den Emissionsdiskont zu realisieren. Das FinfraG versteht unter dem Begriff die Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren, in dem die von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und die Effekte geprüft werden.⁴⁴⁵ Die Kotierung von Effekten⁴⁴⁶ bezeichnet den Rechtszustand nach erfolgreicher Durchführung eines bestimmten Prüfungsverfahrens durch die Zulassungsstelle auf Antrag des Emittenten und die Zulassung der Effekten zum Handel an einer Börse.⁴⁴⁷ An den Rechtszustand der Kotierung werden unterschiedliche Rechtsfolgen geknüpft.⁴⁴⁸

II. Funktionen

A. Rechtliche Funktion

- 2 Die Prüfung der Zulassungsstelle dient insbesondere dem Anlegerschutz, indem Transparenz und Gleichbehandlung sichergestellt werden sollen und die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleistet wird.⁴⁴⁹ Die Prüfung der Zulassungsstelle erfüllt damit eine ähnliche Funktion wie in den USA die Prüfung durch die SEC.⁴⁵⁰ In den USA setzt die Prüfung aber schon früher an. Securities können grundsätzlich nicht ohne eine entsprechende Registrierung an Dritte übertragen werden. Daneben bezweckt die Zulassungsstelle aber auch, den Emittenten einen möglichst freien und gleichen Zugang zum Börsenhandel zu verschaffen.⁴⁵¹ Sie nimmt demnach im Sinne einer Doppelfunktion auch die Aufgaben der

⁴⁴⁴ Vgl. § 1 N. 1.

⁴⁴⁵ Art. 2 lit. f FinfraG.

⁴⁴⁶ Effekten sind vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate (Art. 2 lit. b FinfraG).

⁴⁴⁷ HENCKEL, S. 42.

⁴⁴⁸ Vgl. § 6 N. 26 ff. für die börsenrechtlichen Offenlegungspflichten und § 6 N. 37 ff. für die Pflicht ein Übernahmeangebot zu unterbreiten.

⁴⁴⁹ Art. 1 i.V.m. Art. 1 Abs. 2 FinfraG.

⁴⁵⁰ STIGLER, S. 347.

⁴⁵¹ Art. 1 KR.

Zulassungsstellen einer Wertschriftenbörse bspw. der NYSE oder Nasdaq wahr.

B. Ökonomische Funktion

- 3 Der durch die Kotierung ermöglichte organisierte Handel reduziert die Transaktionskosten, die Liquidität und die Risiken eines PIPE. Je grösser die Liquidität, desto mehr Investoren werden sich am Handel der aus den PIPEs entspringenden kotierten Stammaktien beteiligen. Je mehr Handelsumsatz, desto profitabler das Geschäft für die Börsen. Deshalb haben Börsen ein Interesse daran, investorenfreundliche Kotierungsbestimmungen zu erlassen. Weitgehende Publizitätsvorschriften und eine rigorose Betrugsbekämpfung beseitigen die für einen durchschnittlichen Aktionär zu hohen Informationsbeschaffungskosten um aktiv an der Corporate Governance der emittierenden AG teilzunehmen (Collective Action Problem). Dadurch werden weitere Investoren angezogen bzw. bisherige Investoren werden zu Repeat Players, und die gesamthaft anfallenden Transaktionskosten werden weiter vermindert. Es ist deshalb auch im Interesse von emittierenden AGs eine Kotierung an einer Börse mit sehr investorenfreundlichen Kotierungsbestimmungen anzustreben.⁴⁵²

III. Recht auf Kotierung

A. Rechtsnatur

- 4 Dem Recht auf Kotierung kommt besondere Bedeutung im Rahmen von nicht traditionellen⁴⁵³ PIPEs zu, weil bei diesen die Kotierung zeitlich verzögert von der Zeichnung bzw. Erfüllung erfolgt.⁴⁵⁴ Es ist mit allen PIPEs in Form von in Stammaktienkapital wandelbaren Grundkapital- oder Fremdkapitalinstrumenten und mit nicht kotierten Stammaktien verknüpft. Das Recht auf Kotierung ist ein vermögenswertes Recht des PIPEs-Investors. Die Privatplatzierung von PIPEs und der dadurch gewährte Diskont zum Marktpreis zufolge Illiquidität haben einen Vermögenstransfer von der emittierenden AG und mittelbar den Aktionären zu

⁴⁵² EASTERBROOK/FISCHEL, S. 294 f.

⁴⁵³ Bei traditionellen PIPEs ist es nicht von Bedeutung, weil die Kotierung und Zeichnung im selben Zeitpunkt erfolgen (vgl. § 1 N. 2).

⁴⁵⁴ Vgl. § 1 N. 2 ff.

den PIPEs-Investoren zur Folge. Der emittierenden AG wäre mehr Kapital zugeflossen, wenn sie die Titel nämlich unmittelbar am öffentlichen Markt platziert hätte.⁴⁵⁵ Das Kotierungsrecht hat mitgliedschaftlichen Charakter, wenn es in den Statuten festgelegt wird. Es hat rein vertragsrechtlichen Charakter, wenn es durch einen Vertrag eingeräumt wird. Sowohl das mitgliedschaftlich als auch das vertraglich ausgestaltete Kotierungsrecht kann als übertragbar oder unübertragbar ausgestaltet werden.

	Statutarisch	Vertraglich
Bestimmte Person	Besonderer Vorteil	Unübertragbares subjektives Recht
Unbestimmter Personenkreis	Vorzugsaktie	Übertragbares subjektives Recht

B. Durchsetzung

1. Unmittelbar oder mittelbar durchsetzbar

- 5 Das Recht auf Kotierung räumt dem PIPEs-Investor grundsätzlich nur ein *mittelbar durchsetzbares Recht* ein. Die unmittelbare Ausübung obliegt der emittierenden AG oder dem anerkannten Vertreter mittels der Einreichung des Kotierungsgesuchs.⁴⁵⁶ Die emittierende AG verpflichtet sich i.d.R., in sorgfältiger Weise die Kotierung anzustreben. Weil ein PIPEs-Investor weder den Verwaltungsrat noch den anerkannten Vertreter und schon gar nicht die Generalversammlung direkt⁴⁵⁷ zur Einreichung des Kotierungsgesuches zwingen kann, droht ein bloss mittelbares Kotierungsrecht zu einem Papiertiger zu werden.

Das Kotierungsrecht kann auch mit *unmittelbarer Wirkung* ausgestaltet werden. Dabei wird der PIPEs-Investor durch eine Vollmacht⁴⁵⁸ ermächtigt, einen anerkannten Vertreter mit der Ausarbeitung und Einreichung

⁴⁵⁵ Vorbehalten bleiben freilich allfällige höhere Emissionskosten und die Unmöglichkeit einer Marktplatzierung.

⁴⁵⁶ Vgl. § 6 N. 2 ff.

⁴⁵⁷ Indirekt kann die Einreichung eines Kotierungsgesuchs mittels des Rechts zur Einberufung (vgl. § 7 N. 1 ff.) der Generalversammlung oder der Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes durchgesetzt werden (vgl. § 7 N. 2).

⁴⁵⁸ Art. 32 ff. OR.

des Kotierungsgesuchs zu beauftragen. Möglich ist auch der Abschluss eines (echten) Vertrags zugunsten Dritter zwischen dem anerkannten Vertreter und der emittierenden AG.⁴⁵⁹ Beim echten Vertrag zugunsten Dritter kommt dem PIPEs-Investor das Recht zu, vom anerkannten Vertreter die Einreichung des Kotierungsgesuchs und die Durchführung des Kotierungsverfahrens zu verlangen.⁴⁶⁰ Der Vertrag zugunsten Dritter tritt zu einem zwischen der emittierenden AG und dem anerkannten Vertreter abgeschlossenen Vertrag hinzu. Dieser kann die Form eines Auftragsverhältnisses annehmen, wenn der anerkannte Vertreter bloss ein sorgfältiges Tätigwerden in Bezug auf eine Kotierung schuldet.⁴⁶¹ Ein Werkvertragsverhältnis liegt vor, wenn der anerkannte Vertreter zu einer erfolgreichen Kotierung verpflichtet wird.⁴⁶²

2. Individuell oder mit Dritten durchsetzbar

- 6 Das Recht auf Kotierung als Individualrecht erlaubt es dem PIPEs-Investor, in eigenem Ermessen die Kotierung zu verlangen, sofern die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind. Das Kotierungsrecht eines PIPEs-Investors in Form eines Piggy-Back-Kotierungsrechts ist abhängig von der Einreichung des Kotierungsgesuchs eines Co-PIPEs-Investors. Möglich ist auch eine Kombination der beiden Arten, bspw. indem dem PIPEs-Investor ein Individualkotierungsrecht nach Ablauf einer bestimmten Frist und ein Piggy-Back-Kotierungsrecht im Falle einer früheren Kotierungsgesuchseinreichung durch einen Co-PIPEs-Investor eingeräumt wird. Das Piggy-Back-Kotierungsrecht kann sich auch auf Folgeplatzierungen von Beteiligungspapieren der emittierenden AG am öffentlichen Kapitalmarkt beziehen.⁴⁶³

IV. Ausgestaltungsmöglichkeiten

A. Statutarische Einräumung zugunsten einer bestimmten Person

- 7 Das Recht auf Kotierung kann in den Statuten zugunsten des ursprünglichen PIPEs-Investors oder anderer namentlich erwähnter Personen einge-

⁴⁵⁹ Art. 112 Abs. 2 OR.

⁴⁶⁰ BGE 83 II 277 E. 2.

⁴⁶¹ Art. 394 ff. OR.

⁴⁶² Art. 363 ff. OR.

⁴⁶³ KLEIN, S. 140.

räumt werden. Demnach wird es nur bestimmten Personen eingeräumt und kann deshalb nicht auf Dritte übertragen werden. Die Verankerung in den Statuten stellt sicher, dass es gegenüber allen gegenwärtigen und zukünftigen Aktionären Wirkung hat. Das Kotierungsrecht ist ein aktienrechtliches Vermögensrecht und stellt daher einen im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschaffenen besonderen Vorteil dar.⁴⁶⁴ Dieser muss bei der ordentlichen und bedingten Kapitalerhöhung in den Statuten bezeichnet werden.⁴⁶⁵ Das gilt trotz des Fehlens einer ausdrücklichen gesetzlichen Vorschrift gestützt auf Art. 627 Ziff. 9 OR, aber auch bei der bedingten Kapitalerhöhung.⁴⁶⁶ Die Statuten müssen über die Namen der Berechtigten, den Inhalt und den Wert des besonderen Vorteils detailliert⁴⁶⁷ Aufschluss geben.⁴⁶⁸ Werden diese Vorschriften nicht beachtet, ist die statutarische Einräumung des Kotierungsrechts nichtig.⁴⁶⁹ Es würde den Rahmen des gesetzlichen Transparenzgebots und der Praktikabilität jedoch sprengen, wenn alle Einzelheiten des Kotierungsrechts in den Statuten geregelt werden müssten. Diese können vertraglich⁴⁷⁰ vereinbart werden.⁴⁷¹ Die Statuten sollten aber einen Hinweis auf eine weiterführende vertragliche Regelung enthalten.⁴⁷² Ein Kotierungsvertrag ist der Anmeldung der Kapitalerhöhung beim Handelsregister als Beilage beizufügen. Er kann beim Handelsregisteramt eingesehen werden.⁴⁷³

⁴⁶⁴ Vgl. SCHENKER, Art. 628 N. 15.

Kein besonderer Vorteil ist der im Zeitpunkt der PIPEs-Emission gewährte Emissionsdiskont, weil das Gesetz bei der ordentlichen Kapitalerhöhung die Festlegung des Ausgabepreises durch die Generalversammlung oder bei entsprechender Ermächtigung durch den Verwaltungsrat in Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR getrennt von der Einräumung von besonderen Vorteilen in Art. 650 Abs. 2 Ziff. 6 OR regelt.

⁴⁶⁵ Art. 650 Abs. 2 Ziff. 6 OR; Art. 651 Abs. 3 OR.

⁴⁶⁶ Art. 653b OR.

⁴⁶⁷ Im Einzelnen müssen folgende Angaben gemacht werden:

- unzweideutige Angabe des Vornamens, Nachnamens oder der Firma der berechtigten Person;
- Kategorie, Anzahl, Nennwert und Serie der kotierungsberechtigten PIPEs;
- Umfang des gewährten Emissionsdiskonts; und
- Ausgestaltung des Kotierungsrechts mit dessen Anpassungsmodalitäten an veränderte Umstände.

⁴⁶⁸ Art. 45 Abs. 2 HRegV.

⁴⁶⁹ Art. 706b Ziff. 3 OR.

⁴⁷⁰ Zu diesen gehören bspw. Emissionspreisanpassungsmechanismen, Bedingungen für die Kotierung, Gewährleistungen, Zusicherungen und Rechtsfolgen einer Verletzung derselben.

⁴⁷¹ Eine möglichst weitgehende vertragliche Regelung ist empfehlenswert, weil sie eine nachträgliche Anpassung des Kotierungsrechts an veränderte Verhältnisse vereinfacht.

⁴⁷² Art. 642 OR; Art. 45 Abs. 2 und 3 HRegV.

⁴⁷³ Art. 930 OR.

B. Statutarische Einräumung zugunsten unbestimmter Personen

- 8 Es muss eine Vorzugsaktien- oder Vorzugspartizipationsscheinstruktur begründet werden, wenn den ursprünglichen PIPEs-Investoren ein auf Dritte übertragbares Kotierungsrecht in den Statuten eingeräumt wird.⁴⁷⁴ Das Kotierungsrecht unterscheidet sich von den Rechten der übrigen Stammaktionäre qualitativ⁴⁷⁵ und tritt zu dem allen Aktionären zustehenden Rechtskomplex hinzu. Vorzugsaktien und Vorzugspartizipationsscheine stellen eine eigenständige Aktienkategorie dar.⁴⁷⁶ Keine Vorzugsaktien- oder Vorzugspartizipationsscheinstruktur muss gewählt werden, sofern das Kotierungsrecht vertraglich oder nur einer bestimmten Person eingeräumt wird. Die PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre oder Vorzugspartizipanten kommen in den vollen Genuss des gesetzlichen und richterlichen Schutzdispositivs zugunsten der Vorzugsaktionäre, bspw. der Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre.⁴⁷⁷ Im Gegensatz zu den besonderen Vorteilen verlangt das Gesetz bei Vorzugsaktien ausdrücklich nur die Angabe der „Vorrechte einzelner Kategorien von Aktien“ und nicht Angaben über Inhalt, Wert und Namen der Begünstigten.⁴⁷⁸ Obwohl in beiden Fällen die Angaben Dritte schützen wollen, könnte man aufgrund des unterschiedlichen Wortlauts auf geringere Detaillierungsanforderungen schliessen.⁴⁷⁹ Dieser Weg ist aufgrund der geringeren Publizität der PIPEs-Transaktion verlockend. Aus praktischen Überlegungen sollte das mit einer Vorzugsaktien- oder Vorzugspartizipationsscheinstruktur verknüpfte Kotierungsrecht aber gleichermassen wie bei den besonderen Vorteilen konkretisiert werden. Eine zu geringe De-

⁴⁷⁴ A.M. Böckli, § 4 N. 163 f.

⁴⁷⁵ LIEBI, N. 205 ff. Vgl. auch KÄGI, S. 4; GERBER, S. 88 f.; PIONTEK, S. 197 f. A.M. wohl BÖCKLI, § 4 N. 163.

⁴⁷⁶ Hingegen kein mit Vorzugsaktienkapital oder Vorzugspartizipationskapital verknüpftes Vorrecht ist der im Zeitpunkt der PIPEs-Emission gewährte Emissionsdiskont zum Marktpreis der kotierten Stammaktien, weil das Gesetz bei der ordentlichen Kapitalerhöhung die Festlegung des Ausgabepreises durch die Generalversammlung oder bei entsprechender Ermächtigung durch den Verwaltungsrat in Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR getrennt von der Einräumung von Vorrechten einzelner Kategorien in Art. 650 Abs. 2 Ziff. 62 OR regelt.

⁴⁷⁷ Vgl. VOGT/LIEBI, Art. 654–656 N. 68 ff.

⁴⁷⁸ Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR; Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR i.V.m. Art. 651 Abs. 3 OR; Art. 653b Abs. 1 Ziff. 5 OR.

⁴⁷⁹ Vgl. FORSTMOSER, Aktienrecht, § 7 N. 27, der von der Angabe der Maximalbegrenzung der Vorzugsrechte spricht, und VON SALIS-LÜTOLF, N. 523, der eine objektive Bestimmbarkeit der Vorrechte genügen lässt.

taillierung der verlangten Angaben hat nämlich die Nichtigkeit derselben zur Folge.⁴⁸⁰

C. Vertragliche Einräumung zugunsten von bestimmten Personen

- 9 Das Recht auf Kotierung kann auch auf einer vertraglichen Grundlage zugunsten einer bestimmten Person eingeräumt werden. Die emittierende AG verpflichtet sich dabei, gestützt auf eine vertragliche Bestimmung, zur Kotierung der in Stammaktien wandelbaren Grundkapital- oder Fremdkapitalanteile bzw. der nicht kotierten Stammaktien. Dem PIPEs-Investor wird nur ein nicht offenlegungspflichtiger vertraglicher Anspruch eingeräumt. Das vertragliche Kotierungsrecht wird aber nicht durch dasselbe aktienrechtliche Schutzdispositiv wie ein Mitgliedschaftsrecht geschützt. Kommt die emittierende AG der vertraglichen Verpflichtung nicht nach, wird sie dem berechtigten PIPEs-Investor für den entstandenen Schaden ersatzpflichtig.⁴⁸¹ Ein vertragliches Zessionsverbot wird dadurch begründet, indem der berechtigte PIPEs-Investor im Vertrag ausdrücklich als einziger Berechtigter des Rechts auf Kotierung bezeichnet wird.⁴⁸² Deshalb kann ein solches Recht auf Kotierung nicht an Dritte abgetreten werden.

D. Vertragliche Einräumung zugunsten von unbestimmten Personen

- 10 Das Recht auf Kotierung kann gestützt auf eine vertragliche Grundlage zugunsten eines unbestimmten Personenkreises eingeräumt werden. Der berechtigte PIPEs-Investor darf das Recht auf Kotierung an beliebige oder im Vertrag umschriebene Dritte abtreten. Im Vergleich zur mitgliederschaftlichen Ausgestaltung in Form von Vorzugsaktien gilt es zu beachten, dass das PIPE und das vertragliche Recht auf Kotierung nicht miteinander verknüpft sind und ohne entsprechende Vorkehrungen nicht gleichzeitig übertragen werden. Mit anderen Worten, eine Übertragung des gesamten mit dem PIPE verknüpften „Rechtspakets“ bedarf zusätzlich zur Übertragung der PIPEs einer Abtretung des vertraglichen Rechts auf Kotierung an den Erwerber der PIPEs.

⁴⁸⁰ Art. 706b Ziff. 3 OR.

⁴⁸¹ Vgl. Art. 97 Abs. 1 OR.

⁴⁸² Art. 164 Abs. 1 OR.

V. Kotierungsobjekt

- 11 Typische Kotierungsobjekte sind Stammaktien der bereits kotierten Kategorie. Dadurch wird der Free Float der bereits kotierten Stammaktienkategorie erhöht. Eine Primärmarkttransaktion liegt vor, wenn die Stammaktien privat gehaltenen PIPEs in Form von wandelbaren Beteiligungsrechten oder der Ausübung von Optionen entspringen.⁴⁸³ Eine Sekundärmarkttransaktion liegt vor, wenn die zu kotierenden Stammaktien aus vorerst privat gehaltenen Beständen stammen oder privat gehaltene PIPEs in Form von Vorzugspartizipationsscheinen oder Partizipationsscheinen als separate Kategorie der emittierenden AG kotiert werden. Dieser untypische Fall kann für den PIPEs-Investor den Vorteil haben, dass er die mit einer separaten Grundkapitalkategorie verbundenen gesetzlichen und statutarischen Vorrechte wie das Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat beibehält. Aufgrund der im Vergleich zum typischen Fall geringeren Liquidität werden die neu kotierten PIPEs mit einem relativ hohen Liquiditätsabschlag gehandelt. Für die emittierende AG ist eine Grundkapitalstruktur mit mehreren Kategorien nachteilig, weil sie mit grossen Verwaltungskosten verbunden ist und die bisherigen Aktionäre nicht in den Genuss einer Verminderung des Liquiditätsdiskonts zufolge des gesteigerten Free Float kommen.

VI. Primärmarktkotierungsverfahren an der SIX Swiss Exchange

A. Kotierungsvoraussetzungen

- 12 Die emittierende AG ist bereits an der SIX Swiss Exchange kotiert. Sie muss deshalb fortlaufend die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung erfüllen.⁴⁸⁴ Die Emission der zu kotierenden Stammaktien muss zudem in Übereinstimmung mit den auf die emittierende AG und auf die Emission zur Anwendung kommenden Rechtsbestimmungen erfolgt sein.⁴⁸⁵ Da es sich bei der Kotierung um eine blosser Erhöhung einer bereits kotierten Kategorie handelt, sind die Bestimmungen über Streuung und Kapitalisierung nicht anwendbar.⁴⁸⁶ Die neu zu kotierenden Stammaktien müssen aber handelbar sein.⁴⁸⁷ Sie müssen einheitlich aus-

⁴⁸³ DÄNIKER, S. 7 f.

⁴⁸⁴ Art. 49 ff. KR.

⁴⁸⁵ Art. 17 KR.

⁴⁸⁶ Art. 19 ff. KR.

⁴⁸⁷ Art. 21 Abs. 1 KR.

gestaltet werden und zum massenweisen Handel geeignet sein. Vinkulierte Stammaktien erfüllen diese Voraussetzungen, sofern die Vinkulierung zu keinen Marktstörungen führt.⁴⁸⁸ Die Vinkulierung kotierter Stammaktien hat demnach per se noch nicht eine Marktstörung zur Folge, weil die vermögensrechtliche Komponente des Mitgliedschaftsrechts kotierter vinkulierter Stammaktien uneingeschränkt übertragbar ist.⁴⁸⁹

B. Kotierungsfrist

- 13 Im Rahmen von nicht traditionellen PIPEs wird i.d.R. eine Frist für die Gutheissung der Kotierung von 45 bis 120 Tagen seit der Zeichnung festgelegt. Je länger die Frist, desto grösser der Emissionsdiskont zufolge fehlender Liquidität.⁴⁹⁰ Es wird i.d.R. eine Konventionalstrafe für den Fall der nicht rechtzeitigen Kotierung vereinbart. Die Ausrichtung einer Konventionalstrafe setzt keinen Schaden voraus, verlangt jedoch den Nachweis einer verschuldeten, nicht gehörigen Erfüllung der vertraglichen Kotierungspflicht durch den Schuldner.⁴⁹¹ Das Kotierungsgesuch muss i.d.R. spätestens 20 Tage vor dem beabsichtigten ersten Handelstag eingereicht werden. Bei einer ordentlichen oder genehmigten Kapitalerhöhung muss die Kotierung der neu geschaffenen Aktien unmittelbar nach dem Eintrag im Handelsregister erfolgen, d.h. spätestens 20 Tage nach dem Handelsregistereintrag. Im Falle von Wandelanleihen und Optionsanleihen muss das Kotierungsgesuch nicht später als 20 Tage vor dem erstmöglichen Ausübungsdatum der Wandelrechte oder Optionen gestellt werden.⁴⁹²

C. Kotierungsgesuch

- 14 Vermutungsweise ist der Verwaltungsrat zur Einreichung des Kotierungsgesuchs und zur Durchführung des Kotierungsverfahrens zuständig. Die Statuten können aber vorsehen, dass diese Kompetenz der Generalversammlung zukommt, weil sie keine unübertragbare Kompetenz des

⁴⁸⁸ Art. 21 Abs. 3 und 5 KR.

⁴⁸⁹ Art. 685f OR.

⁴⁹⁰ TANENBAUM/PINEDO, S. 95.

⁴⁹¹ Art. 161 Abs. 1 OR; BGE 122 II 411 E. 4b.

⁴⁹² Art. 4 RLVB. Gemäss der hier vertretenen Auffassung finden die Bestimmungen des Allgemeinen Teils des Obligationenrechts zur Festlegung des exakten Zeitpunkts entsprechend Anwendung.

Verwaltungsrats darstellt.⁴⁹³ Das zuständige Organ muss die Zustimmung zur Kotierung im Kotierungsgesuch erklären.⁴⁹⁴ Es kann aber auch ein anerkannter Vertreter zur Einreichung bevollmächtigt werden. Das Kotierungsgesuch muss schriftlich von einem anerkannten Vertreter gestellt werden.⁴⁹⁵ Es muss sich auf alle bereits emittierten Effekten derselben Kategorie beziehen.⁴⁹⁶ Die zu kotierenden Stammaktien sind kurz zu beschreiben. Der erste Handelstag muss bezeichnet werden, und verschiedene Erklärungen sind abzugeben.⁴⁹⁷ Das Kotierungsgesuch wird unter Auflagen oder Bedingungen gutgeheissen, wenn die Voraussetzungen erfüllt sind. Anderfalls wird das Gesuch vorläufig oder endgültig abgewiesen.⁴⁹⁸ Ein wissentlich falsches oder irreführendes Kotierungsgesuch kann von der Sanktionskommission der SIX sanktioniert werden.⁴⁹⁹

D. Kotierungsprospekt

- 15 Grundsätzlich muss für jede Kotierung ein Kotierungsprospekt erstellt werden. Dieser enthält mehr Informationen als der nach Massgabe von Art. 652a OR zu erstellende Emissionsprospekt.⁵⁰⁰ Der Kotierungsprospekt dient primär der Information der Anlegerschaft und muss es einem fachkundigen Investor ermöglichen, die wirtschaftlichen Verhältnisse und Aussichten des Emittenten sowie die mit den zu kotierenden Stammaktien verbundenen Rechte und die besonderen Risiken sachgerecht einzuschätzen.⁵⁰¹ Im Vergleich zu einem IPO treten bei PIPEs die Anlegerinformationsfunktion, die Marktinformationsfunktion und die Marketingfunktion in den Hintergrund.⁵⁰² Die emittierende AG hat ja bereits Stammaktien derselben Kategorie mitsamt einem Emissionsprospekt emittiert. Im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften wurde der Markt bereits über die PIPEs-Transaktion informiert. Die emittierende AG wird insbesondere von der Erstellung eines Kotierungsprospekts befreit, wenn über einen Zeitraum von zwölf Monaten gerechnet weniger

⁴⁹³ Art. 716 Abs. 1 OR; Art. 716a OR.

⁴⁹⁴ Art. 45 Abs. 1 KR.

⁴⁹⁵ Art. 33 KR.

⁴⁹⁶ Art. 18 KR.

⁴⁹⁷ Art. 44 KR.

⁴⁹⁸ Art. 47 KR.

⁴⁹⁹ Art. 60 f. KR.

⁵⁰⁰ Vgl. HENCKEL, S. 404.

⁵⁰¹ Art. 27 KR; Art. 11 KR BX.

⁵⁰² Vgl. WATTER, Prospekt(haft)pflicht, S. 48 f.

als 10 % der Effekten derselben Gattung kotiert werden.⁵⁰³ Er kann gekürzt werden, wenn Effekten bereits kotiert sind und neue Effekten aufgrund eines Bezugs- oder Vorwegzeichnungsrechts angeboten werden.⁵⁰⁴ Insbesondere kann auch auf bereits genehmigte und veröffentlichte Kotierungsprospekte verwiesen werden, wenn sie im Zeitpunkt der Einreichung des Kotierungsgesuchs noch nicht älter als zwölf Jahre (incorporation by reference) sind.⁵⁰⁵ Der Kotierungsprospekt muss bei der emittierenden AG nicht später als am Tag der Kotierung aufgelegt werden.⁵⁰⁶ Er unterliegt der Prospekthaftung.⁵⁰⁷ Irreführende oder falsche Angaben können auch von der Sanktionskommission der SIX Swiss Exchange sanktioniert werden.⁵⁰⁸

E. Offizielle Mitteilung (früheres Kotierungsinserat)

- 16 Spätestens am Tag der Kotierung vor Handelsbeginn ist grundsätzlich eine Offizielle Mitteilung zu veröffentlichen, um die Marktteilnehmer über die anstehende Kotierung, die Bezugsmöglichkeiten und gegebenenfalls in der Zwischenzeit eingetretene wesentliche Änderungen zu informieren.⁵⁰⁹ Die Offizielle Mitteilung muss sowohl die Emission als PIPEs bezeichnen als auch einen Hinweis auf den gewährten Emissionsdiskont enthalten.⁵¹⁰ Aufgrund ihrer prospektähnlichen Funktion – die Information über eine Kotierung von Beteiligungsrechten – unterliegt sie auch der Prospekthaftung.⁵¹¹

⁵⁰³ Art. 33 KR.

⁵⁰⁴ Art. 34 KR.

⁵⁰⁵ Art. 35 Abs. 4 Ziff. 4 KR.

⁵⁰⁶ Art. 30 KR.

⁵⁰⁷ Vgl. N. 19.

⁵⁰⁸ Art. 59 ff. KR.

⁵⁰⁹ Art. 40a KR.

⁵¹⁰ Art. 5a Ziff. 4 RLVB.

⁵¹¹ Vgl. § 5 N. 64 ff.

VII. Einzelfragen

A. Zweiteiliger Kotierungsprospekt

1. Bedeutung für die Emission von PIPEs

- 17 Das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange sieht vor, dass ein Kotierungsprospekt für den Fall des Fehlens des Emissionspreises und/oder des Emissionsvolumens im Zeitpunkt der Einreichung des Kotierungsprospekts auch als zweiteiliges Dokument erstellt werden kann.⁵¹² Dadurch kann das Kotierungsverfahren von PIPEs erheblich beschleunigt werden. Die emittierende AG hat die Möglichkeit, ein Kotierungsverfahren einzuleiten, wenn sich eine anstehende PIPEs-Emission abzeichnet, der Emissionspreis und das Emissionsvolumen aber an einem bestimmten Tag aufgrund der dann herrschenden Marktbedingungen bestimmt werden sollen. Der damit einhergehende Zeitgewinn hat direkte Auswirkungen auf den zu gewährenden Emissionsdiskont. Dieser fällt geringer aus, weil die zu kotierenden PIPEs weniger lang illiquid sind.⁵¹³ Dadurch verringern sich die Kapitalbeschaffungskosten der emittierenden AG. Die Veröffentlichung des Zusatzes spätestens am ersten Handelstag ermöglicht es der emittierenden AG, die emittierten PIPEs nach den Bedürfnissen der Marktteilnehmer am Emissionstag zu gestalten.

2. Mechanik

- 18 Der erste Teil des zweiteiligen Kotierungsprospekts wird nach Bekanntwerden des Emissionspreises und des Emissionsvolumens mit einem Zusatz ergänzt. Ein zweiteiliger Kotierungsprospekt kann insbesondere nur dann erstellt werden, wenn in der Offiziellen Mitteilung darauf hingewiesen wird, dass Emissionspreis und Emissionsvolumen spätestens am ersten Handelstag veröffentlicht werden.⁵¹⁴ Der Zusatz muss spätestens am ersten Handelstag veröffentlicht werden.⁵¹⁵

⁵¹² Art. 29 Abs. KR.

⁵¹³ Vgl. § 4 N. 5.

⁵¹⁴ Art. 29 Abs. 3 Ziff. 2 KR.

⁵¹⁵ Art. 29 Abs. 4 KR.

3. Prospekthftung

- 19 Es fragt sich, ab welchem Zeitpunkt beim zweiteiligen Emissionsprospekt die Prospekthftung zu greifen bedingt. Kann bereits ein unrichtiger, irreführender oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechender Kotierungsprospekt Grundlage der Prospekthftung sein oder erst der Kotierungsprospekt in Kombination mit dem später veröffentlichten Zusatz? Das Kotierungsreglement hält fest, dass der Kotierungsprospekt und der Zusatz festhalten müssen, dass sie nur in Kombination zum „endgültigen Kotierungsprospekt“ werden.⁵¹⁶ Trotzdem kann wohl schon ein mangelhafter Kotierungsprospekt Grundlage der Prospekthftung sein. Zum einen weil das Gesetz „Emissionsprospekte“ ausdrücklich in Art. 752 OR erwähnt. Zum anderen weil durch die Veröffentlichung eines mangelhaften Kotierungsprospekts Informationen verbreitet werden, die von den Marktteilnehmern entsprechend eingepreist werden. Der Schutzzweck der Emissionsprospekthftung verlangt bereits ein Einsetzen der Schutzwirkungen im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Emissionsprospekts.

B. Zeitlich gestaffelte Ausgabe mehrerer PIPEs-Tranchen derselben Kategorie

1. Problematik

- 20 Es kann vorkommen, dass die emittierende AG mehrere Tranchen von PIPEs in kurzer zeitlicher Abfolge hintereinander emittiert. In solchen Fällen müssen grundsätzlich auch mehrere Kotierungsgesuche gestellt werden. In der Regel wird das Kotierungsgesuch für die aus der ersten Tranche stammenden Stammaktien vor dem Kotierungsgesuch der aus der zweiten Tranche stammenden Stammaktien gestellt werden. Es kann aber bspw. sein, dass die zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor vereinbarte Kotierungsfrist der ersten Tranche erst nach dem Ablauf der Kotierungsfrist der zweiten Tranche abläuft. Problematisch ist das, weil sich ein Kotierungsgesuch auf alle bereits emittierten Stammaktien beziehen muss.⁵¹⁷ Deshalb besteht die Gefahr, dass PIPEs-Investoren der ersten Tranche als Trittbrettfahrer von einer verfrühten Kotierung der zweiten Tranche profitieren.

⁵¹⁶ Art. 29 Abs. 3 Ziff. 4 KR.

⁵¹⁷ Art. 18 KR.

2. Lösungsansätze

a. Kotierungstranchen als unterschiedliche Kategorien von Beteiligungsrechten?

- 21 Mehrere Tranchen von zu kotierenden Stammaktien bilden nicht unterschiedliche Kategorien von Beteiligungsrechten. Solche Stammaktien unterscheiden sich lediglich vorübergehend in Bezug auf die Handelbarkeit. Die unterschiedliche Behandlung ist nicht in den Statuten vorgesehen.⁵¹⁸ Deshalb müssen sie nicht als separate Kategorien kotiert werden, und es müssen nicht mehrere Kotierungsgesuche gestellt werden. Mehrere Tranchen stellen lediglich unterschiedliche Serien derselben Kategorie von Beteiligungsrechten dar.

b. Ausnahme von einer unmittelbaren Kotierungspflicht in Kombination mit einer Vinkulierung nicht kotierter PIPEs oder vertraglichem Lock-up

- 22 Die emittierende AG kann von der Zulassungsstelle mittels eines Ausnahmegesuchs beantragen, dass nur die Stammaktien der zweiten Tranche kotiert werden müssen. Eine limitierte Kotierung läuft den Interessen der Öffentlichkeit, der Börse und der Marktteilnehmer nicht zuwider, sofern die Übertragung an Dritte der ersten und später zu kotierenden Tranche vertraglich oder mittels Vinkulierung vor der Kotierung ausgeschlossen ist. Ein wichtiger, die wirtschaftliche Selbständigkeit der emittierenden AG rechtfertigender Grund ist gegeben.⁵¹⁹ Die Nichtvermischung der nicht kotierten Tranche mit den kotierten Beteiligungsrechten im Rahmen einer korrekten Durchführung einer PIPEs-Transaktion ist wichtig, weil die aus PIPEs beschafften Mittel i.d.R. für den Fortbestand der emittierenden AG unabdingbar sind. Dadurch wird auch dem Zweck von Art. 18 KR entsprochen. Dieser dient der Unterbindung einer Vermischung von kotierten und nicht kotierten Stammaktien im Rechtsverkehr und der Beseitigung des damit verbundenen Betrugspotenzials.⁵²⁰

⁵¹⁸ BGE 120 II 47 E. 2 c). Vgl. auch BGE 95 II 555 E. 5.

⁵¹⁹ Art. 685b Abs. 1 und 2 OR. Der wichtige Grund muss in die Statuten aufgenommen werden.

⁵²⁰ Beispiel: X verkauft börsenkotierte Stammaktien der Y AG leer an der Börse. Zur Deckung des Leerverkaufs kauft er privat gehaltene und nicht kotierte Stammaktien derselben Kategorie zu einem geringeren Preis zufolge eines Liquiditätsdiskonts. Mit anderen Worten, X tätigt einen Leerverkauf an der Börse und deckt seine Lieferungsverpflichtung mit nicht kotierten Stammaktien.

c. Unmittelbare Kotierung mit unterschiedlichem ersten Handelstag

- 23 Die emittierende AG stellt ein sich auf beide Tranchen beziehendes Kotierungsgesuch. Sie ersucht jedoch um eine unterschiedliche Festlegung des ersten Handelstags der beiden Tranchen. Der erste Handelstag der zweiten Tranche wird auf ein früheres Datum gelegt als der erste Handelstag der ersten Tranche.⁵²¹ Dieses Ersuchen muss unter Umständen mittels eines begründeten Ausnahmegesuchs gestellt werden.⁵²²

C. Ausblick: Die Prospektbestimmungen unter dem E-FidleG

- 24 Das E-FidleG sieht in Bezug auf den Inhalt von Prospekten insbesondere vor, dass der endgültige Emissionskurs und das Emissionsvolumen im Prospekt genannt werden müssen, sofern das nicht möglich ist. In einem solchen Fall muss der Prospekt jedoch Ausführungen über die Kriterien und Bedingungen nennen, anhand deren das Emissionsvolumen ermittelt werden kann. Die Angaben zum endgültigen Emissionskurs und Emissionsvolumen werden bei der Prüfstelle, die neu den Prospekt vor deren Veröffentlichung zu prüfen hat, hinterlegt und veröffentlicht.⁵²³ Der Prospekt kann aus einem einzigen Dokument oder mehreren Einzeldokumenten bestehen. Im letzteren Fall kann der Prospekt in die folgenden Einzelelemente aufgeteilt werden:⁵²⁴
- ein Registerformular mit Angaben zum Emittenten;
 - eine Effektenbeschreibung mit den Angaben zu den Effekten, die öffentlich angeboten werden oder die zum Handel auf einem Handelsplatz zugelassen werden sollen;
 - die Zusammenfassung.

VIII.Exkurs: BX Berne eXchange

- 25 Entgegen dem Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange verlangt das Kotierungsreglement der BX Berne eXchange auch für die Erhöhung des kotierten Kapitals mittels Kotierung zusätzlicher Stammaktien die Einhaltung bestimmter Liquiditäts- und Streuungsvoraussetzungen. Die

⁵²¹ Art. 44 Abs. 1 KR.

⁵²² Art. 7 KR.

⁵²³ Art. 42 Abs. 4 E-FidleG i.V.m. Art. 54 E-FidleG.

⁵²⁴ Art. 46 E-FidleG.

neu zu kotierenden Stammaktien müssen eine voraussichtliche Kapitalisierung von mindestens CHF 2 Mio. aufweisen⁵²⁵ und müssen spätestens im Zeitpunkt der Kotierung einen marktmässigen Handel erwarten lassen. Ein Free Float von 15 % erfüllt i.d.R. diese Bedingung. Die Zulassungsstelle kann von diesem Erfordernis absehen, wenn sie überzeugt ist, dass eine ausreichende Streuung nach der Kotierung in Kürze erreicht sein wird.⁵²⁶ Ausnahmen werden auf Gesuch gewährt. Das Kotierungsgesuch muss vom Emittenten oder von einem Börsenmitglied in deutscher Sprache spätestens zehn Börsenwerktag vor dem Kotierungstermin bei der Zulassungsstelle eingereicht werden.⁵²⁷ Es muss kein Kotierungsprospekt erstellt werden, sofern sechs Monate vor dem Zulassungsgesuch ein vollständiger Kotierungsprospekt veröffentlicht wurde.⁵²⁸ Die Offizielle Mitteilung muss im SHAB und in einer bedeutenden schweizerischen Tageszeitung spätestens am Tag der Kotierung veröffentlicht werden.⁵²⁹

IX. Mit der Kotierung verbundene Pflichten

- 26 An den Rechtszustand der Kotierung knüpfen sich mehrere Rechte und Pflichten. Die im Rahmen von PIPEs wichtigsten Pflichten sind die Offenlegungspflicht und die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Übernahmeangebots.

A. Offenlegungspflicht von Beteiligungen

1. Meldepflichtige PIPEs-Transaktionen

- 27 Ein PIPEs-Investor muss der emittierenden AG und den Börsen, an denen die Beteiligungsrechte der emittierenden AG emittiert sind, jedes Erreichen, Unter- oder Überschreiten der Grenzwerte von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 $\frac{1}{3}$, 50 oder 66 $\frac{2}{3}$ % melden. Meldepflichtig ist auch der Erwerb oder die Veräusserung von privat gehaltenen PIPEs, nicht nur von kotierten Beteiligungsrechten. Die Schwellenwerte berechnen sich nach Massgabe der im Handelsregister eingetragenen Stimmrechte.⁵³⁰ Die meldepflichtigen

⁵²⁵ Art. 6.1 f. KR BX.

⁵²⁶ Art. 6.4 KR BX.

⁵²⁷ Art. 8 KR BX.

⁵²⁸ Art. 11 f. KR BX.

⁵²⁹ Art. 13 KR BX; Art. 6.1 f. KR BX.

⁵³⁰ Art. 120 Abs. 1 FinfraG.

Grenzwerte werden demnach mit PIPEs in Form von bedingtem Kapital erst erreicht, unter- oder überschritten, wenn die aus der Wandlung entspringenden Grundkapitalanteile im Handelsregister eingetragen sind.⁵³¹ Die Umwandlung von PIPEs in Form von Partizipationsscheinen in Aktien ist einem Erwerb derselben gleichgestellt. Ein Erwerb stellt auch die Ausübung von mit Wandelanleiheobligationen oder Wandelanleihen verknüpften Wandelrechte und Optionen dar.⁵³² Die im Rahmen von PIPEs begebenen Wandelrechte und Optionen unterliegen deshalb beim Erwerb und bei der Ausübung einer zweimaligen Meldepflicht.

2. PIPEs-Investor(en) und emittierende AG bilden grundsätzlich eine meldepflichtige Gruppe

- 28 PIPEs-Investoren können den meldepflichtigen Tatbestand erfüllen, indem sie direkt das Eigentum an den Beteiligungsrechten erwerben oder indirekt die Kontrolle durch einen Stellvertreter, in einem Konzernverhältnis oder auf andere Weise ausüben.⁵³³ Meldepflichtig ist auch eine vertragliche oder auf andere Weise organisierte Gruppe von PIPEs-Investoren.⁵³⁴ Darunter versteht man alle rechtlichen Vereinbarungen und jede tatsächliche Koordination in Bezug auf (i) Erwerb und Veräußerung von Beteiligungsrechten, (ii) Ausübung der Stimmrechte oder (iii) Abstimmung der Verhaltensweise mit Dritten. Blosses Parallelverhalten begründet aber noch keine Offenlegungspflicht. Es bedarf dazu einer qualifizierten Intensität der Zusammenwirkung und internen Organisation. Diese kann jedoch auf konkludentem Verhalten beruhen.⁵³⁵ Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen bilden die emittierende AG und die PIPEs-Investoren eine Gruppe. Die Emission von PIPEs und das vertragliche oder statutarische Kotierungsrecht zugunsten der PIPEs-Investoren stellt eine Koordination hinsichtlich des Erwerbs von Beteiligungsrechten, Wandelrechten oder Optionsrechten dar. Die emittierende AG und die PIPEs-Investoren bilden deshalb eine Gruppe. Die Emission von PIPEs

⁵³¹ Vgl. § 5 N. 28.

⁵³² Art. 15 Abs. 2 FinfraV.

⁵³³ Vgl. WEBER, Börsengesetz, Art. 20 N. 49 ff.

⁵³⁴ Art. 120 f. FinfraG.

In gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräußerung von Beteiligungsrechten oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren abstimmt (Art. 12 FinfraV-FINMA).

⁵³⁵ BGE 130 II 530 E. 6.4.1, 6.4.4.

an mehrere PIPEs-Investoren unterliegt deshalb grundsätzlich der Meldepflicht.

3. Gruppenmeldung

a. Inhalt

29 Die aus den PIPEs-Investoren und der emittierenden AG gebildete Gruppe muss die gesamte Beteiligung, die Identität der einzelnen Mitglieder, die Art der Absprache und die Gruppenvertretung melden.⁵³⁶ Die meldepflichtige Beteiligung setzt sich demnach aus den meldepflichtigen Beteiligungsrechten des einzelnen PIPEs-Investors bzw. der einzelnen PIPEs-Investoren und den eigenen Aktien der emittierenden AG zusammen. Die einzelnen Anteile der verschiedenen PIPEs-Investoren und Transaktionen zwischen diesen unterliegen nicht der Meldepflicht. Als Vertreter der Gruppe bietet sich i.d.R. die emittierende AG an. Die Meldung muss auch über das Bestehen einer PIPEs-Transaktion Aufschluss geben. Im Übrigen richtet sich der Inhalt der Meldung nach den Bestimmungen über die Individualmeldung.

b. Ausnahmen von der Meldepflicht

30 Von der Meldepflicht kann trotz eines grundsätzlich meldepflichtigen Tatbestands abgesehen werden, wenn wichtige Gründe vorliegen. Es kann um einen Vorabentscheid ersucht werden, wenn unsicher ist, ob eine PIPEs-Transaktion im Einzelfall von der Meldepflicht ausgenommen ist.⁵³⁷ Zu den wichtigen Gründen gehören:

- *Geschäfte kurzfristiger Natur:*⁵³⁸ Ein Geschäft kurzfristiger Natur liegt vor, wenn die die Meldepflicht auslösenden Beteiligungsrechte nur für kurze Zeit, bis maximal drei bis vier Wochen, gehalten werden.⁵³⁹
- *Keine Absicht zur Stimmrechtsausübung:*⁵⁴⁰ Eine weitere Ausnahme von der Meldepflicht stellt die fehlende Absicht zur Ausübung der Stimmrechte dar. Diese Ausnahme kann gegebenenfalls auf Hedge Funds Anwendung finden, da diese als kurzfristige Investoren nur

⁵³⁶ Art. 121 FinfraG.

⁵³⁷ Art. 26 FinfraV.

⁵³⁸ Art. 26 Abs. 1 lit. a FinfraV-FINMA.

⁵³⁹ Vgl. WEBER, Börsengesetz, Art. 20 N. 99.

⁵⁴⁰ Art. 24 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA.

gestützt auf rein finanzmathematische Gesichtspunkte investieren und i.d.R. an Corporate-Governance-Fragen nicht interessiert sind.⁵⁴¹ Eine andere Interessenlage besteht bei Private Equity Funds. Deren Geschäftsmodell basiert auf der Beeinflussung der Geschäftstätigkeit der Portfoliogesellschaften.⁵⁴²

B. Ad-hoc-Publizität

- 31 Die SIX Swiss Exchange hat im Rahmen ihrer Regulierungskompetenzen Bestimmungen über die Ad-hoc-Publizität erlassen. Diese dienen der Wahrung der Gleichbehandlung der Marktteilnehmer, der Transparenz und der Vorbeugung des strafbaren Insiderhandels.⁵⁴³ In funktioneller Hinsicht gewährleisten sie die korrekte Preisbildung und sind ein Mittel zur Reduzierung von Agency Costs. Die Ad-hoc-Publizität schliesst auch Lücken zwischen der periodischen Jahres- und Zwischenberichterstattung der kotierten AG.⁵⁴⁴

1. Bekanntgabepflicht von potenziell kursrelevanten Tatsachen

a. Meldepflichtige PIPEs-Transaktionen

- 32 Die Ad-hoc-Publizitätsvorschriften finden auf alle emittierenden AG mit Gesellschaftssitz in der Schweiz Anwendung, deren Beteiligungs- oder Forderungsrechte an der SIX Swiss Exchange kotiert sind.⁵⁴⁵ Gemäss den Ad-hoc-Publizitätsvorschriften sind potenziell erheblich kursrelevante Tatsachen aus dem Tätigkeitsbereich der Emittenten meldepflichtig.⁵⁴⁶ Darunter sind Ereignisse zu verstehen, die geeignet sind, den durchschnittlichen Marktteilnehmer in seiner Anlageentscheidung zu beeinflussen, und eine unüblich starke Kursveränderung erwarten lassen.⁵⁴⁷ Ereignisse sind Tatsachen. Planungsvarianten, Absichten oder die blosser Aufnahme von Vertragsverhandlungen ohne Gewähr auf erfolgreichen Abschluss sind nicht meldepflichtig. Der Abschluss eines Confidentiality Agreement mit einem potenziellen PIPEs-Investor ist grundsätzlich meldepflichtig, sofern ein Meldepflichtaufschub nicht möglich ist. Die Mel-

⁵⁴¹ Vgl. § 3 N. 5.

⁵⁴² Vgl. § 3 N. 4.

⁵⁴³ Art. 1 Abs. 2 FinfraG.

⁵⁴⁴ HUBER/GRUBER, S. 2.

⁵⁴⁵ Art. 2 Abs. 1 RLAhP.

⁵⁴⁶ HUBER/GRUBER, S. 2.

⁵⁴⁷ N. 3 f. RLAhP; Art. 18 KR BX.

dung hat zu erfolgen, wenn ein Organ oder faktisches Organ der emittierenden AG von den wesentlichen Punkten einer verbindlich vereinbarten PIPEs-Transaktion Kenntnis erlangt.⁵⁴⁸ Eine Meldepflicht besteht aber nur, wenn die PIPEs-Transaktion nicht bereits öffentlich bekannt ist. Folgende PIPEs-Transaktionen sind demnach meldepflichtig:

- *Emission von in neu zu schaffende und zu kotierende Stammaktien wandelbaren PIPEs:* Grundsätzlich muss die Emission von PIPEs, die in direkt oder indirekt neu zu schaffende und zu kotierende Stammaktien gewandelt werden können,⁵⁴⁹ gemeldet werden. Sie haben eine Kapitalveränderung bei der emittierenden AG zur Folge. Die dadurch entstehende Verwässerung des bestehenden Kapitals stellt eine in den Augen des durchschnittlichen Anlegers den Kursverlauf der kotierten Stammaktien negativ beeinflussende Tatsache dar. Der Marktpreis wird sich im Umfang des negativen Announcement Effect zufolge Verwässerung verringern.
- *Option auf bereits kotierte eigene Stammaktien:* Die Einräumung eines Kaufrechts zugunsten von PIPEs-Investoren auf bereits kotierte eigene Stammaktien stellt i.d.R. eine meldepflichtige Tatsache dar. Der gewährte Emissionsdiskont hat einen Vermögenstransfer von der emittierenden AG zum PIPEs-Investor zur Folge. Die eigenen Stammaktien hätten im Markt nämlich zu einem besseren Preis verkauft werden können. Bei einer Vernichtung derselben hätte überhaupt kein Vermögenstransfer stattgefunden und das Vermögen der emittierenden AG wäre nicht entsprechend verringert worden. In einem effizienten Markt wird der Aktienkurs den Vermögenstransfer entsprechend widerspiegeln.
- *Option auf nicht kotierte eigene Stammaktien:* Die Begebung einer Option auf den Kauf von nicht kotierten eigenen Stammaktien ist auch eine meldepflichtige Tatsache. Der Emissionsdiskont hat einen Vermögenstransfer von der emittierenden AG auf die PIPEs-Investoren zur Folge. Zwar können die nicht kotierten eigenen Stammaktien erst nach der Kotierung börslich verkauft werden. Sie können aber jederzeit im Rahmen einer Kapitalherabsetzung vernichtet werden.

⁵⁴⁸ Art. 53 f. KR.

⁵⁴⁹ Zu diesen gehören wandelbare Vorzugsaktien, Partizipationsscheine, wandelbare Vorzugspartizipationsscheine, Wandelanlehensobligationen und Optionsanleihen.

- *Structured Equity Lines*: Das Abschlussverfahren von Structured Equity Lines verlangt ein gestaffeltes Meldeverfahren. In einem ersten Schritt muss der verbindliche Abschluss des Rahmenvertrages gemeldet werden. Der Bezug von einzelnen PIPEs nach Massgabe des Rahmenvertrags stellt wiederum eine meldepflichtige Tatsache dar.
- *Veränderung der Corporate Governance*: Meldepflichtig sind auch Neubesetzungen des Verwaltungsrats mit von PIPEs-Investoren gestellten Vertretern. Diese gewichtigen personellen Änderungen bei der emittierenden AG haben das Potenzial, den Kurs der gehandelten Stammaktien erheblich zu beeinflussen.

b. Nicht meldepflichtige PIPEs-Transaktionen

- 33 Planungsvarianten, Absichten oder die blosse Aufnahme von Vertragsverhandlungen ohne Gewähr auf erfolgreichen Abschluss sind nicht meldepflichtig. Deshalb ist der Abschluss eines Confidentiality Agreement mit einem potenziellen PIPEs-Investor nicht meldepflichtig, weil dieser einen ersten Schritt im Vertragsabschlussverfahren darstellt.

c. Due-Diligence-Prüfung als meldepflichtige Tatsache?

- 34 Eine Due-Diligence-Prüfung wird i.d.R. vom Gesamtverwaltungsrat gewährt.⁵⁵⁰ Es ist unklar, ob die Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung für sich genommen bereits eine meldepflichtige Tatsache darstellt, bei der sich eine mehrstufige Meldepflicht aufgrund der komplexen Verhältnisse aufdrängt.⁵⁵¹ Möglich ist auch die Annahme eines blossen Teilschritts im Rahmen von Vertragsverhandlungen, der nicht gemeldet werden muss. Eine abschliessende Beurteilung ist wohl nur im konkreten Einzelfall möglich.⁵⁵² Entscheidendes Kriterium wird wohl sein, ob der Anleger- und Funktionsschutz die Veröffentlichung dieser „Zwischentatsache“ ge-

⁵⁵⁰ TSCHÄNI/DIEM, S. 71.

Im Rahmen des Gesamtverwaltungsratsbeschlusses verzichtet der Verwaltungsrat als Geheimnisherr über Geschäfts- und Fabrikationsgeheimnisse i.d.R. auch über den Schutz durch Art. 162 StGB (HÖHN, S. 43).

⁵⁵¹ Art. 5 N. 4 Kommentar zur RLAP.

⁵⁵² VON DER CRONE, M&A, S. 158 f.; LÜCHINGER, S. 247; GERHARD, S. 300.

bietet, weil ihr mehr als bloss ein spekulativer Charakter zukommt.⁵⁵³ Bejaht man im konkreten Einzelfall eine Meldepflicht, kann unter Umständen jedoch ein Meldepflichtaufschub geltend gemacht werden.

d. Meldepflichtaufschub als wesentliches Element einer erfolgreichen PIPEs-Transaktion

- 35 Das Ersuchen um einen Meldepflichtaufschub ist i.d.R. eine wesentliche Voraussetzung einer PIPEs-Transaktion. Der Meldepflichtaufschub stellt sicher, dass kein Negative Announcement Effect⁵⁵⁴ den Kurs der gehandelten Stammaktien absacken lässt und die PIPEs-Transaktion aufgrund der zahlreichen Schutzmechanismen zugunsten der PIPEs-Investoren entweder verteuert oder gar verunmöglicht wird.⁵⁵⁵ Die Meldepflicht kann aufgeschoben werden, weil (i) es sich in diesem Stadium der Verhandlungen bloss um einen Plan der emittierenden AG handelt, eine PIPEs-Finanzierung mit einem potenziellen PIPEs-Investor durchzuführen, (ii) die Verbreitung der Aufnahme von Vertragsverhandlungen geeignet ist, die berechtigten Interessen der emittierenden AG zu beeinträchtigen, und (iii) die emittierende AG die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache bspw. mittels Confidentiality Agreements mit allen an den Verhandlungen beteiligten Personen und durch die Limitierung der Due-Diligence-Prüfung auf öffentlich erhältliche Informationen gewährleistet.⁵⁵⁶ Leckt die vertrauliche Tatsache nach aussen, muss die Tatsache sofort bekannt gegeben werden. Tritt das Leck während der Handelszeit auf, muss die SIX sofort telefonisch benachrichtigt werden.⁵⁵⁷

2. Verfahren

- 36 Die Mitteilung muss so verfasst werden, dass einem durchschnittlichen Marktteilnehmer die Einschätzung ihrer Kursrelevanz möglich ist. Sie muss wahr, klar und vollständig sein. Die Mitteilungen sind an mindestens zwei von professionellen Marktteilnehmern verbreitete elektronische Informationssysteme, an mindestens zwei Schweizer Zeitungen von nationaler Bedeutung, jedem Interessierten auf Anfrage und der SIX Swiss

⁵⁵³ HSU, S. 146 f.

⁵⁵⁴ Vgl. § 3 N. 3.

⁵⁵⁵ Vgl. § 5 N. 38 ff.

⁵⁵⁶ Art 53 f. KR; Art. 16 f. RLAP; Art. 18.1 KR BX.

⁵⁵⁷ HUBER/GRUBER, S. 5.

Exchange zu übermitteln. Die SIX Swiss Exchange ist wenn möglich mindestens 90 Minuten vor Handelsbeginn zu informieren. Auf jeden Fall muss die Meldung der SIX Swiss Exchange 90 Minuten vor Veröffentlichung und gleichzeitig wie der Öffentlichkeit zugehen. Die emittierende AG hat auf der Website einen kostenlosen E-Mail-Verteiler zur Verfügung zu stellen, und die Meldung muss dort während zweier Jahre abrufbar sein.⁵⁵⁸

C. Offenlegung von Managementtransaktionen

- 37 PIPes-Transaktionen müssen offengelegt werden, wenn der PIPes-Investor gleichzeitig Verwaltungsrat oder Geschäftsleitungsmitglied der emittierenden AG mit Sitz in der Schweiz ist.⁵⁵⁹ Ein vertragliches Verpflichtungsgeschäft (Erwerb und Veräusserung) über PIPes in Form von Stammaktien, Vorzugsaktien, Vorzugspartizipationsscheinen, Partizipationsscheinen, Wandelanleihen, Optionsanleihen und Call-Optionen ist meldepflichtig.⁵⁶⁰ Auch das Tätigen von Hedginggeschäften muss gemeldet werden.⁵⁶¹ Die Ausübung der Rechte, die Einräumung von Schuldpapieren und ein Erwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil sind nicht meldepflichtig. Die Veräusserung der auf dieser Grundlage erworbenen Call-Optionen oder Beteiligungsrechte wird jedoch von der Meldepflicht erfasst.⁵⁶² Meldung muss spätestens am zweiten Börsentag nach Entstehung der Pflicht bei der emittierenden AG gemacht werden.⁵⁶³ Die Meldung gibt insbesondere über die Art und die Gesamtzahl der erworbenen oder veräusserten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte Aufschluss. Bei nicht kotierten Wandel- und Erwerbsrechten sowie Finanzinstrumenten werden die wesentlichen Bedingungen bzw. der bezahlte Preis angegeben.⁵⁶⁴ Deshalb muss auch der gewährte

⁵⁵⁸ Art. 5 ff. RLahP.

⁵⁵⁹ Ziff. 2 f. RLMT.

⁵⁶⁰ Ziff. 8 ff. RLMT.

⁵⁶¹ Vgl. § 7 N. 26 ff.

⁵⁶² Ziff. 20 RLMT.

⁵⁶³ Ziff. 25 RLMT.

Die emittierende AG hat über die getätigten Transaktionen innerhalb von zwei Börsentagen nach Eingang der den Gesamtbetrag von CHF 100'000 überschreitenden Meldung auf der webbasierten Meldeplattform der SIX zu informieren. Die Information erfolgt innerhalb von vier Tagen nach Ende des Kalendermonats, wenn der Gesamtbetrag der Transaktionen weniger als CHF 100'000 umfasste (Ziff. 26 ff. RLMT).

⁵⁶⁴ Ziff. 41 RLMT.

Emissionsdiskont offengelegt werden. Verlangt wird jedoch nicht die Offenlegung des Rechts auf Kotierung. Bei Call-Optionen müssen der Kaufpreis, das Bezugsverhältnis und der Ausübungspreis mitgeteilt werden. Bei Wandelanleihen müssen der Kaufpreis, das Umwandlungsverhältnis und der Umwandlungspreis angegeben werden. Eine Verletzung der Offenlegungspflichten kann sanktioniert werden.⁵⁶⁵

D. Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots

1. Ökonomische Funktion

38 Übernahmeangebote sind ein wichtiges Instrument zur Schaffung von Shareholder-Value. Für einen durchschnittlichen Kapitalmarktteilnehmer ist die effiziente Beaufsichtigung des Managements nicht rational. Die damit verbundenen Grenzkosten übersteigen den daraus resultierenden Grenznutzen (Collective-Bargaining-Problem).⁵⁶⁶ Nicht erfolgreiche Manager werden deshalb von den Aktionären oft nicht oder nicht frühzeitig genug abgewählt. Eine nicht erfolgreiche Tätigkeit des Managements schlägt sich jedoch im Aktienkurs nieder, indem die Aktien zum tatsächlich möglichen Gewinnpotenzial unterbewertet werden. Eine unterbewertete Gesellschaft wird aber zu einer Übernahmekandidatin. Grossinvestoren überkommen das Collective-Bargaining-Problem, indem sie eine grosse Anzahl von Aktien amassieren und weil ein hoher Grenznutzen den Änderungen in der Corporate Governance entspringt. Da bei einer erfolgreichen Unternehmensübernahme das Management oft ersetzt wird, hat es den Anreiz, erfolgreich tätig zu sein und den Aktienkurs hochzuhalten.⁵⁶⁷

2. Angebotspflichtige PIPEs-Transaktionen

39 PIPEs-Investoren müssen gegebenenfalls ein öffentliches Kaufangebot unterbreiten, weil es sich bei der emittierenden AG um eine schweizerische Gesellschaft handelt, deren Stammaktien an einer Börse in der Schweiz kotiert sind.⁵⁶⁸ Das Pflichtangebot betrifft alle, die direkt oder indirekt in gemeinsamer Absprache mit Dritten den Schwellenwert von

⁵⁶⁵ Art. 59 ff. KR.

⁵⁶⁶ GROSSMAN/HART, S. 214 f.

⁵⁶⁷ FISCHEL, S. 211.

⁵⁶⁸ Art. 125 FinfraG.

33 $\frac{1}{3}$ %⁵⁶⁹ der Stimmrechte der emittierenden AG, ob ausübbar oder nicht, im Zeitpunkt der Zeichnung der PIPEs überschreiten.⁵⁷⁰ Die Statuten können vorsehen, dass nur im Falle einer Überschreitung von 49 % der Stimmrechte (Opting-up) oder gar kein (Opting-out) öffentliches Kaufangebot unterbreitet werden muss.⁵⁷¹ Entscheidend für die Schwellenwertberechnung sind sämtliche im Eigentum des PIPEs-Investors stehende oder ihm Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, vermittelnde Beteiligungsrechte.⁵⁷² Für die Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte der emittierenden AG sind die im Handelsregister eingetragenen Stimmrechte massgebend.⁵⁷³ Die Übernahmekommission geht von einem „funktionalen Eigentumsbegriff“⁵⁷⁴ aus. Die Anzahl der Stimmrechte wird entsprechend herabgesetzt, sobald der PIPEs-Investor die Stimmrechte seiner verkauften Stammaktien faktisch nicht mehr ausüben kann. Bei Namenaktien ist das der Austragungszeitpunkt aus dem Aktienbuch und nicht erst der Zeitpunkt des Verfügungsgeschäfts (Settlement). Bleibt der PIPEs-Investor Eigentümer, kann er aber bspw. aufgrund einer Securities-Lending-Transaktion über das Stimmrecht faktisch nicht mehr verfügen, muss ein entsprechender Abzug bei der Schwellenwertberechnung gemacht werden. Das Pflichtangebot muss sich auf alle kotierten Beteiligungsrechte⁵⁷⁵ der emittierenden AG erstrecken.⁵⁷⁶ Darunter fallen auch aus Wandel- oder Erwerbsrechten stammende und vor dem Ablauf der Angebotsfrist ausgeübte Beteiligungsrechte.⁵⁷⁷

⁵⁶⁹ War dieser Schwellenwert am 1. Februar 1997 direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten überschritten, muss ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet werden, sobald der Schwellenwert von 50 % der Stimmrechte überschritten wird (Art. 163 FinfraG).

⁵⁷⁰ Empfehlung Saurer AG vom 31.10.2006 E. 3.1.3; Empfehlung Unaxis Holding AG vom 27.6.2005 E. 5.1.

Das Verpflichtungsgeschäft ist jedoch entscheidend, wenn gleichzeitig ein faktischer Kontrollwechsel stattfindet, indem bspw. Stimmrechtsvereinbarungen im Rahmen einer Gruppe getroffen werden (Empfehlung Forbo Holding AG vom 3.6.2005 E. 3.2).

⁵⁷¹ Art. 135 Abs. 1 FinfraG. Der Handelsregistereintrag eines Opting-up, Opting-out, Opting-in entfaltet keine Rückwirkung (Empfehlung Adval Tech Holding AG vom 3.3.2004 E. 3.1).

⁵⁷² Art. 34 Abs. 2 FinfraV-FINMA.

Das hat insbesondere bei der Emission von PIPEs in Form von Wandelanleihen, bei denen das Stimmrecht bereits im Zeitpunkt der Liberierung entsteht, aber nur periodisch im Handelsregister eingetragen wird, eine rasche Überschreitung des Grenzwerts zur Folge.

⁵⁷³ Art. 34 Abs. 1 FinfraV-FINMA.

⁵⁷⁴ Beim Securities Lending und bei Repo-Geschäften ist die faktische Verfügungsmacht über das Stimmrecht wie eine Eigentumsübertragung zu behandeln (Empfehlung Unaxis Holding AG vom 27.6.2005 E. 5.1).

⁵⁷⁵ Beteiligungspapiere sind Aktien, Partizipations- oder Genussscheine.

⁵⁷⁶ Art. 35 Abs. 1 FinfraV-FINMA.

⁵⁷⁷ Art. 35 Abs. 2 FinfraV-FINMA.

3. Ausgenommene PIPEs-Transaktionen

40 Von der Pflicht bei Überschreitung des gesetzlichen oder statutarischen Schwellenwerts ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten, gibt es im Rahmen von PIPEs-Transaktionen mehrere Ausnahmen. Nachfolgend werden die wichtigsten auf PIPEs-Transaktionen anwendbaren Ausnahmetatbestände dargelegt.

a. Vorübergehende Überschreitung des Schwellenwerts

41 PIPEs-Investoren kann i.d.R. eine Ausnahme gewährt werden, wenn der anwendbare Schwellenwert nur vorübergehend überschritten wird.⁵⁷⁸ Voraussetzung für die Ausnahmegewährung ist, dass während der kurzzeitigen Schwellenüberschreitung kein effektiver und wesentlicher Einfluss auf die Geschicke der emittierenden AG ausgeübt wird.⁵⁷⁹ Private Equity Funds werden wohl nicht oft in den Genuss dieses Ausnahmetatbestands kommen, weil ein Hauptmotivationsgrund zur Zeichnung von PIPEs die Ausübung von Kontrolle über die Geschäftsführung von Portfoliogesellschaften ist.⁵⁸⁰

b. Vorzugsweise Zeichnung im Rahmen einer Kapitalerhöhung

42 Die Angebotspflicht entfällt, wenn im Rahmen einer Emission Beteiligungsrechte durch Banken oder Effekthändler alleine oder als Syndikat fest übernommen werden, sofern sie mit einer Verpflichtung und tatsächlichen Veräußerung von der den Schwellenwert übersteigenden Beteiligungsrechten innerhalb von drei Monaten nach Überschreitung des Schwellenwerts verbunden ist.⁵⁸¹ Es ist unklar, ob darunter auch PIPEs-Transaktionen subsumiert werden können. Die Anwendung auf ein Delta-Neutral-Hedginggeschäft sollte bejaht werden, weil dieses und das Festübernahmeverfahren einander sehr ähnlich sind.⁵⁸² Meines Erachtens können PIPEs-Transaktionen als „wichtiger Grund“ für die Befreiung von der Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots qualifizieren. Auf jeden Fall dann, wenn PIPEs nur kurzfristig gehalten werden, der sofortige Kapital-

⁵⁷⁸ Art. 136 Abs. 1 lit.c FinfraG.

⁵⁷⁹ Empfehlung SC Turnaround Invest AG vom 29.10.2003 E. 2; Empfehlung Tornos Holding vom 26.6.2002 E. 2.1.1; Empfehlung Isotis SA vom 17.9.2003 E. 2.1.

⁵⁸⁰ Vgl. § 3 N. 4.

⁵⁸¹ Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV.

⁵⁸² Vgl. § 5 N. 22.

zufluss jedoch für den Weiterbestand der emittierenden AG sehr bedeutend ist.

c. Sanierung der emittierenden AG

- 43 Werden PIPEs von finanziell stark angeschlagenen AG emittiert und stellen sie für diese eine letzte Finanzierungsalternative dar, kann der Ausnahmetatbestand der Sanierung gegeben sein.⁵⁸³ Eine Sanierung dient der Beseitigung von existenzgefährdenden Schwächen eines Unternehmens in wirtschaftlicher Not und der Wiederherstellung ihrer Ertragskraft. Das Stadium einer Unterbilanz, Überschuldung oder gar Zahlungsunfähigkeit muss dabei noch nicht erreicht worden sein.⁵⁸⁴ Dieser Ausnahmetatbestand kann für im Bereich von Distressed Investments tätigen Private Equity Funds attraktiv sein, die sich im Rahmen von Buy-to-own-⁵⁸⁵- oder Lend-to-own⁵⁸⁶-Transaktionen an sanierungsbedürftigen AGs beteiligen.

4. Erwerb in gemeinsamer Absprache

- 44 Die Schwellenwerte können auch durch Erwerb im Rahmen einer Gruppe überschritten werden. Für die Bestimmung einer Gruppe gelten die auf eine Gruppe für Meldepflichtzwecke anwendbaren Voraussetzungen sinngemäss.⁵⁸⁷ Zu diesen Voraussetzungen tritt hinzu, dass sich die Gruppe zum Zwecke der Beherrschung der emittierenden AG abgesprochen oder organisiert haben muss.⁵⁸⁸ Es wird ein objektiver Massstab bei der Beurteilung der Beherrschungsabsicht angelegt. Beherrschungsabsicht liegt vor, wenn sie objektiv möglich ist und aufgrund der Umstände auch gewollt wird.⁵⁸⁹ Demnach ist es möglich, dass eine Gruppe der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht unterliegt, aber kein öffentliches

⁵⁸³ Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG.

⁵⁸⁴ Empfehlung Tornos Holding AG vom 26.6.2002 E. 2.2; Empfehlung 4M Technologies Holding vom 14.2.2002 E. 1.1.

⁵⁸⁵ Bei Buy-to-own-Transaktionen beteiligt sich der PIPEs-Investor an der emittierenden AG mittels Beteiligungsrechten.

⁵⁸⁶ Bei Loan-to-own-Transaktionen leiht der PIPEs-Investor der emittierenden AG Fremdkapital mit dem Ziel, dieses später in Beteiligungskapital umzuwandeln.

⁵⁸⁷ Vgl. § 6 N. 28 ff.

⁵⁸⁸ Art. 31 FinfraV.

⁵⁸⁹ BGE 130 II 530 E. 6.5.7.

Kaufangebot unterbreiten muss.⁵⁹⁰ Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen wird ein solcher Sachverhalt vor allem bei mehreren PIPEs-Investoren als Finanzinvestoren gegeben sein. Club Deals von Private Equity Funds bilden i.d.R. eine angebotspflichtige Gruppe, weil sie mit dem Ziel einer Kontrollausübung über die emittierende AG eingegangen werden. Koordinieren und organisieren sich Private Equity Funds in einem Club Deal jedoch lediglich in Bezug auf Finanzierungsaspekte eines PIPE, bspw. mittels Tag-along Rights, Drag-along Rights oder eines Minderheitenvertreter im Verwaltungsrat, liegt keine Beherrschungsabsicht vor.⁵⁹¹ Das Auflösen einer Gruppe oder das Ausscheiden bisheriger Gruppenmitglieder führt zu keiner Angebotspflicht, auch wenn einzelne Gruppenmitglieder eine Beteiligung von über 33⅓ % halten.⁵⁹²

5. Meldepflicht während der Angebotspflicht

- 45 Der angebotspflichtige PIPEs-Investor oder alle, die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 3 % der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der emittierenden AG verfügen, müssen von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Übernahmekommission und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren der emittierenden AG melden. Eine vertraglich oder auf andere Weise organisierte Gruppe untersteht der Meldepflicht nur als Gruppe.⁵⁹³

E. Regelmeldepflichten

- 46 Ein Teil der aus der Kotierung entspringenden Aufrechterhaltungspflichten der emittierenden AG sind die Erfüllung und Einhaltung der Regelmeldepflichten. Die Meldung muss an die elektronische Meldeplattform Connexor erstattet werden.⁵⁹⁴ Gemäss Art. 9 RLRMP unterliegt die PIPEs-emittierende AG insbesondere bezüglich der folgenden Elemente einer Regelmeldepflicht:⁵⁹⁵

⁵⁹⁰ BGE 130 II 530 E. 6.5.6.

⁵⁹¹ Empfehlung Esmertec AG vom 10. Februar 2009 N. 17.

⁵⁹² BGE 130 II 530 E. 6.2.1, 7.5.3.

⁵⁹³ Art. 134 Abs. 1 und 3 FinfraG.

⁵⁹⁴ Art. 4 RLRMP.

⁵⁹⁵ Art. 9 RLRMP.

- Schaffung/Streichung des bedingten oder genehmigten Kapitals;
- Meldung des bedingten Kapitals;
- Eintrag der neu geschaffenen Effekten aus bedingtem Kapital;
- Kapitalherabsetzung.

F. Verordnung gegen übermäßige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften

47 Bei kotierten AGs kommen die Bestimmungen der VegüV zur Anwendung. Die Ausgabe von PIPEs zu einem tieferen Wert als der Marktwert an Verwaltungsrats- und Geschäftsleistungsmitglieder kann eine Vergütung im Sinne der VegüV darstellen, sofern der Preisabschlag finanzmathematisch nicht gerechtfertigt werden kann und die Ausgabe im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Verwaltungsrats- und Geschäftsleistungsmitglieder steht.⁵⁹⁶ Die Bestimmungen der VegüV finden keine Anwendung, wenn der Verwaltungsrat oder das Geschäftsleistungsmitglied als Investoren in PIPEs der emittierenden AG tätig werden. Die Statuten der emittierenden AG müssen zu deren Verbindlichkeit insbesondere Angaben über die Höhe der PIPEs in Form von Darlehen und Krediten für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung sowie die Grundsätze über die Zuteilung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Optionsrechten an Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und des Beirates enthalten.⁵⁹⁷ Die Ausgabe von PIPEs ist ungültig, sofern diese Angaben in den Statuten fehlen.⁵⁹⁸ Es ist eine unabdingbare Kompetenz der Generalversammlung, über die Vergütung in Form von PIPEs abzustimmen.⁵⁹⁹ Die kotierte AG muss insbesondere auch einen Vergütungsbericht erstellen, in dem diese Vergütungen aufgeführt werden und insbesondere auch Vergütungen, Darlehen und Kredite an nahestehende Dritte, die in Form von PIPEs ausgerichtet werden.⁶⁰⁰

⁵⁹⁶ Der Begriff „Vergütung“ ist weit auszulegen und erfasst sämtliche direkt und indirekt ausgerichtete Vergütungen. Als Vergütung gelten Geld und Wert der Sachleistungen (Art. 95 Abs. 3 lit. a BV).

⁵⁹⁷ Art. 13 Abs. 2 Ziff. 1 und 3 VegüV.

⁵⁹⁸ Art. 20 Abs. 1 Ziff. 4 und 5 VegüV.

⁵⁹⁹ Art. 2 Abs. 1 Ziff. 4 VegüV.

⁶⁰⁰ Art. 14 ff. VegüV.

G. Börsenrechtliche Corporate-Governance-Pflichten

- 48 Emittierende AGs mit Gesellschaftssitz in der Schweiz müssen im jährlichen Geschäftsbericht bestimmte Informationen zur Corporate Governance in einem eigenen Kapitel veröffentlichen. Ein Verweis auf andere leicht zugängliche Informationsquellen ist zulässig (Incorporation by Reference). Massgebend für die Publikation der Informationen sind die Verhältnisse am Bilanzstichtag. Wesentliche Änderungen müssen nachgetragen werden.⁶⁰¹ Im Geschäftsbericht müssen insbesondere Angaben über bedeutende Aktionäre gemäss den Publikationen im SHAB, die im Berichtsjahr im Sinne von Art. 121 FinfraG erfolgten, und die durch die Emission von PIPEs erfolgte Kapitalveränderung gemacht werden.⁶⁰²

⁶⁰¹ Art. 4 ff. RLCG.

⁶⁰² Ziff. 1.2, 2.3 ff. Anhang zur RLCG.

§ 7. Corporate Governance

I. Recht zur Einberufung der Generalversammlung

- 1 Das Recht zur Einberufung der Generalversammlung erlaubt es dem PIPEs-Investors aus eigenem Antrieb tätig zu werden. Voraussetzung hierfür ist, dass die Generalversammlung nicht rechtzeitig einen Beschluss über Anliegen fasst, die in ihrem Kompetenzbereich liegen.⁶⁰⁴ Alleinaktionäre oder Aktionärsgruppen, die mindestens 10 % des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals bzw. Aktien in einem Nennwert von mindestens CHF 1 Mio. vertreten,⁶⁰⁵ können die Einberufung einer Generalversammlung verlangen.⁶⁰⁶ Diese Schwellenwerte müssen nur im Zeitpunkt der Stellung des Begehrens erreicht sein⁶⁰⁷ und sind teilzwingender Natur.⁶⁰⁸ Das Einberufungsbegehren muss mit mindestens einem Traktandum und einem konkreten Antrag in Schriftform eingereicht werden.⁶⁰⁹ Als Vertreter solcher Aktionäre muss dem Berechtigten mindestens eine Aktie gehören, und er muss über die restlichen Stimmrechte gestützt auf eine Vollmacht verfügen können.⁶¹⁰ PIPEs in Form von Wandelanleihen, die einem Inhaber nach der Wandlung Aktien im entsprechenden Umfang eingeräumt werden, berechtigen nicht zur Einberufung einer Generalversammlung.

⁶⁰⁴ Bspw. Beschluss über die Kotierung von Stammaktien (vgl. § 6 N. 1 ff.), Lieferung von zusätzlichen Stammaktien bei Future-Priced PIPEs (vgl. § 5 N. 61 f.) oder Durchsetzung eines Sinking Fund (vgl. § 5 N. 43).

⁶⁰⁵ PIPEs in Form von Aktien müssen nicht kotiert sein, und PIPEs in Form von Partizipations-scheinen finden nur Berücksichtigung, sofern die Statuten den Partizipanten ausdrücklich ein Einberufungsrecht zuerkennen (BÖCKLI, § 12 N. 60 ff.).

⁶⁰⁶ Art. 699 Abs. 3 OR; FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 23 N. 26 ff.

⁶⁰⁷ Es ist demnach grundsätzlich zulässig, eine Beteiligung bis zum Umfang von 10 % bzw. CHF 1 Mio. Nennwert aufzubauen, um das Begehren um Einberufung der Generalversammlung zu stellen, und dann die Beteiligung auf unter 10 % bzw. CHF 1 Mio. Nennwert abzubauen. Vorbehalten bleibt natürlich ein rechtsmissbräuchliches Verhalten (Art. 2 ZGB).

⁶⁰⁸ Die beiden Schwellenwerte können durch die Statuten nicht erhöht, aber herabgesetzt werden. Es kann gar ein Individualrecht zugunsten eines bestimmten Aktionärs eingeräumt werden (DUBS/TRUFFER, Art. 699 N. 12).

⁶⁰⁹ BÖCKLI, § 12 N. 64.

⁶¹⁰ Bspw. gestützt auf eine Vertretungsmacht des Eigentümers oder eines Wertpapierdarlehens.

II. Traktandierungsrecht

- 2 Das Traktandierungsrecht ermöglicht einem PIPEs-Investor die Interessenwahrung, wenn eine Generalversammlung zwar abgehalten wird aber ein Verhandlungsgegenstand nicht traktandiert ist.⁶¹⁰ Die Traktandierung von Verhandlungsgegenständen kann verlangt werden, sofern ein PIPEs-Investor oder mehrere PIPEs-Investoren Aktien im Nennwert von mindestens CHF 1 Mio. oder 10 % des Aktienkapitals vertreten.⁶¹¹ Die Berechnung der Schwellenwerte und die Voraussetzungen einer Vertretung bestimmen sich gleichermaßen wie beim Einberufungsrecht.⁶¹² Ein offensichtlich nichtiges Traktandierungsbegehren kann vom Verwaltungsrat abgelehnt werden.⁶¹³ Es muss ohne anderslautende Statutenbestimmung⁶¹⁴ auf jeden Fall vor Ablauf der Frist von 20 Tagen im Sinne von Art. 700 OR und einer angemessenen Prüfungs- und Bearbeitungsfrist geltend gemacht werden. Das Recht auf Traktandierung kann trotz des Fehlens einer ausdrücklichen Gesetzesbestimmung mittels der Traktandierungsklage durchgesetzt werden.⁶¹⁵

III. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat

- 3 Das Geschäftsmodell von Private Equity Funds beruht darauf, Kontrolle über die Geschäftstätigkeit der Portfoliogesellschaften auszuüben.⁶¹⁶ Sie sind deshalb an einer Vertretung im Verwaltungsrat interessiert. Das Gesetz räumt Inhabern von bestimmten PIPEs ein Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat ein.

⁶¹⁰ Bspw. Beschluss über die Kotierung von Stammaktien (vgl. § 6 N. 1 ff.), Lieferung von zusätzlichen Stammaktien bei Future-Priced PIPEs (vgl. § 5 N. 61 f.) oder Durchsetzung eines Sinking Fund (vgl. § 5 N. 43). Eingehend zum Traktandierungsbegehren: DUBS, S. 33 ff.

⁶¹¹ Art. 699 Abs. 3.

⁶¹² Vgl. § 7 N. 1.

⁶¹³ Vgl. DUBS/TRUFFER, Art. 699 N. 27 ff.

⁶¹⁴ Es empfiehlt sich für die emittierende AG, eine Einreichungsfrist in den Statuten festzulegen, die dem Verwaltungsrat bei einem Interessenkonflikt genügend Zeit einräumt, die Interessen der AG entsprechend zu wahren (bspw. durch das Schmieden von Allianzen mit weiteren Grossaktionären oder Depotbanken).

⁶¹⁵ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 23 N. 31 ff. m.w.H.

⁶¹⁶ Vgl. § 3 N. 4; DAI, S. 7 f.

A. **Ökonomische Grundlagen**

1. **Übermässig riskante Investments**

- 4 Aufgrund der vorrangigen Befriedigung der Vorzugsaktionäre vor den Stammaktionären in Bezug auf aktienrechtliche Vermögensrechte ergibt sich ein grundsätzlicher Interessenkonflikt in Bezug auf den Risikograd eines Investments.⁶¹⁷ Für einen Stammaktionär ist erst ein über den Umfang der Vorrechte der Vorzugsaktionäre hinausgehender erwirtschafteter Return on Investment in finanzieller Hinsicht von Interesse. Kein Return on Investment oder ein Return on Investment im Umfang der Vorrechte der Vorzugsaktionäre ist für ihn nicht von finanziellem Interesse. Er kommt keinesfalls in den Genuss einer Beteiligung am Ertrag. Die Erwirtschaftung eines hohen erwarteten Ertrags verlangt die Eingehung von relativ hohen nicht diversifizierbaren Risiken.⁶¹⁸ Da die Geschäftsführung oft mittels Stammaktien an der AG beteiligt ist, hat sie den Anreiz, ertragsreiche und auch risikoreiche Investments einzugehen.⁶¹⁹ Eine andere Interessenlage besteht bei den Vorzugsaktionären. Es liegt im Interesse der Vorzugsaktionäre, weniger risikoreiche Investments einzugehen, weil sie bereits bei einem geringeren Ertrag in den Genuss einer Ausschüttung kommen.

2. **Informationsasymmetrien**

- 5 Das Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat dient zur Beseitigung der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen der i.d.R. von Nicht-

⁶¹⁷ Beispiel: Das Aktienkapital der A AG beträgt gesamthaft CHF 100'000 und setzt sich aus 1000 Vorzugsaktien mit einem Nennwert von CHF 10 und 9000 Stammaktien mit einem Nennwert von CHF 10 zusammen. Die Vorzugsaktien räumen ein Dividendenvorrecht im Umfang von 10 % ein. Die A AG schüttet den gesamten jährlichen Ertrag jeweils als Dividende aus, bezahlt keine Steuern und ihr fallen keine anderen Transaktionskosten an (Annahme). Der Geschäftsführung der A AG liegen zwei unterschiedliche Geschäftsstrategievorschlüsse mit unterschiedlichen Risikoprofilen vor. Geschäftsstrategie A wird auf keinen Fall mehr als CHF 1000 (= der Betrag des Dividendenvorrechts) pro Jahr einbringen. Geschäftsstrategie B ist risikoreicher, ermöglicht dafür im Idealfall aber mit einer Wahrscheinlichkeit von 20 % einen Ertrag von CHF 2000 pro Jahr (= Betrag des Dividendenvorrechts + CHF 1000 an Stammaktionäre). Mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % wird kein Ertrag realisiert. Die Geschäftsführung, die sich hauptsächlich aus Stammaktionären zusammensetzt, entscheidet sich für die Geschäftsstrategie B. Die Vorzugsaktionäre hätten sicherlich die Geschäftsstrategie A gewählt. Diese wäre für sie bei gleichen Ertragsaussichten mit weniger Risiken behaftet.

⁶¹⁸ GILSON/BLACK, S. 85.

⁶¹⁹ LIEBI, N. 395.

PIPEs-Investoren direkt oder indirekt gewählten Geschäftsführung und den PIPEs-Investoren. Informationsasymmetrien entstehen, weil emittierende AG i.d.R. besser über die Geschäftsaussichten und den Geschäftsverlauf informiert sind und die Due-Diligence-Prüfung von PIPEs-Investoren sich oft nur auf bereits veröffentlichte Informationen bezieht.⁶²⁰

B. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zugunsten von PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre und Partizipanten

1. PIPEs in Form von Vorzugsaktien berechtigen zur Vertretung im Verwaltungsrat

- 6 PIPEs-Investoren als Vorzugsaktionäre⁶²¹ und bei entsprechender statutarischer Grundlage auch Partizipanten haben ein Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat, weil sie eine eigenständige Aktienkategorie bilden.⁶²² Gemäss Rechtsprechung⁶²³ und Lehre⁶²⁴ bilden Aktien eine „eigenständige“ Kategorie, wenn sie sich aufgrund ihrer Rechtsstellung in verschiedene Gruppen unterteilen lassen. Die Aktienkategorien müssen in den Statuten ausdrücklich festgelegt werden und einen länger dauernden, tatsächlichen Unterschied in der Rechtsstellung der Aktionäre verursachen. Deshalb bilden PIPEs in Form von Vorzugsaktien, die *pari passu*⁶²⁵ zu bestehenden Vorzugsaktien emittiert werden, keine eigenständige Aktienkategorie.⁶²⁶ Das Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat ist ein mit dem Schicksal der entsprechenden Aktienkategorie verknüpftes akzessorisches Sonderrecht. Es sichert jeder Aktienkategorie – unbesehen der Grösse – nach Massgabe der Statuten zwingend die Wahl wenigstens eines Vertreters in den Verwaltungsrat.⁶²⁷ Ein Verzicht auf einer Einzelfallbasis ist möglich. Ein Verzicht in genereller Hinsicht, der entweder

⁶²⁰ GILSON, S. 1077, 1082.

⁶²¹ Art. 709 Abs. 1 OR.

⁶²² Art. 656e OR.

⁶²³ BGE 120 II 47 E. 2c. Vgl. auch BGE 95 II 555 E. 5.

⁶²⁴ SCHUCANY, Art. 708 N. 5; GERBER, S. 4 f.; BRUNNER, S. 94.

⁶²⁵ Die Emission von PIPEs in Form von Vorzugsaktien *pari passu* bedeutet, dass sie mit den bereits emittierten Vorzugsaktien absolut gleichgestellt werden. Sie haben bspw. ein Dividendenvorrecht im exakt gleichen Umfang, ein Liquidationsvorrecht im exakt gleichen Umfang und sind auch in zeitlich/hierarchischer Sicht absolut gleichgestellt.

⁶²⁶ Gl.M. wohl HOMBURGER, Art. 709 N. 187, 189. Vgl. BGE 66 II 43 E. 3b.

⁶²⁷ BGE 66 II 43 E. 6b f.; BGE 95 II 555 E. 5; BGE 120 II 47 E. 2b f.

statutarisch verankert ist oder stillschweigend erfolgt, ist jedoch nicht zulässig.⁶²⁸

2. Wahlvorgang

- 7 Die Statuten müssen über die Modalitäten der Wahl des Vertreters Aufschluss geben.⁶²⁹ Andernfalls ist Art. 709 OR direkt anwendbar.⁶³⁰ Kommt die Generalversammlung der Pflicht zur Wahl des Vertreters nicht nach, können die Aktionäre die Einberufung einer Sondersammlung der betroffenen Aktienkategorie verlangen.⁶³¹ Die Wahl des Vertreters an sich ist eine unentziehbare Kompetenz der Generalversammlung.⁶³² Jeder Aktienkategorie kommt aber ein zwingendes Vorschlagsrecht zu.⁶³³ Dieses darf nur aus wichtigen sachlichen Gründen nicht befolgt werden.⁶³⁴ Der Generalversammlungsbeschluss kann angefochten werden, wenn der vorgeschlagene Vertreter grundlos abgelehnt wird, keine wichtigen Gründe vorliegen oder ein anderer Vertreter gewählt wird.⁶³⁵ Bei Gutheissung der Anfechtungsklage gilt der vorgeschlagene Vertreter als gewählt. Die Abwahl des Vertreters hat durch die Generalversammlung auf Vorschlag der betroffenen Aktienkategorie zu erfolgen. Dem Vorschlag muss Folge geleistet werden, sofern nicht wichtige Gründe dagegen sprechen.⁶³⁶

⁶²⁸ BÜRGI, ZK 698–738, Art. 708 N. 55; ZIMMERMANN, S. 60; HELD, S. 237.

⁶²⁹ HOMBURGER, Art. 709 N. 203.

⁶³⁰ Differenzierend HOMBURGER, Art. 709 N. 202. A.M. wohl MÜLLER/LIPP/PLÜSS, S. 52; HELD, S. 238.

⁶³¹ MÜLLER/LIPP/PLÜSS, S. 51, plädieren für eine analoge Anwendung von Art. 654 Abs. 2 OR. Kritisch VON STEIGER, S. 195. BRUNNER, S. 87 f., will die Bestimmungen über die Generalversammlung analog anwenden.

⁶³² BGE 107 II 179 E. 3.

⁶³³ BGE 66 II 43 E. 6c; BGE 107 II 179 E. 3. Kritisch GERBER, S. 110 ff. Ablehnend VON STEIGER, S. 196.

⁶³⁴ „Die Wichtigkeit der Ablehnungsgründe muss dabei vom Standpunkt des Gesamtinteresses der Gesellschaft aus beurteilt werden. In Betracht fallen insbesondere die geschäftlichen Beziehungen des Vertreters, daneben aber auch seine persönliche Eignung nach Fähigkeit und Charakter.“ (BGE 66 II 43 E. 6c)

⁶³⁵ KRNTA, N. 374 f.; GERBER, S. 110. A.M. BRUNNER, S. 92, der der Aktienkategorie eine Schadenersatzklage zuerkennt.

⁶³⁶ KRNTA, N. 371; GERBER, S. 110.

C. Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat zugunsten von PIPEs-Investoren als Fremdkapitalanteilhhaber

- 8 PIPEs-Investoren als Fremdkapitalanteilhhaber haben kein Recht auf Vertretung im Verwaltungsrat, weil sie keine Aktionäre sind.⁶³⁷ Sie können deshalb grundsätzlich auch keinen Gruppenvertreter im Sinne von Art. 709 Abs. 2 OR stellen. Ein Vertretungsrecht kann PIPEs-Investoren als Fremdkapitalanteilhhabern deshalb bei entsprechender statutarischer Ausgestaltung nur eingeräumt werden, sofern diese im Zeitpunkt der Zeichnung bereits Aktionäre sind oder ihnen gleichzeitig mit der Zeichnung der Wandelanleiheobligationen oder Optionsanleiheobligationen mindestens eine Aktie übertragen wird.⁶³⁸ Die Wahl eines Gruppenvertreter erfolgt nach den Bestimmungen des Rechts auf Vertretung im Verwaltungsrat.

IV. Pflichten des Verwaltungsrats bei der Ausgabe von PIPEs

A. Sorgfaltspflicht

1. Im Allgemeinen

- 9 Der Verwaltungsrat muss bei der Emission von PIPEs gleich sorgfältig vorgehen, wie ein Dritter unter den gleichen Umständen handeln würde. Es wird ein objektivierter Sorgfaltsmassstab angelegt.⁶³⁹ Von einem tüchtigen Verwaltungsrat wird erwartet, dass er vernünftige unternehmerische Risiken ohne Klumpenrisikopositionen eingeht.⁶⁴⁰ Bei der Geschäftsführung im Allgemeinen und bei der Emission von PIPEs im Besonderen gehört es zur Sorgfaltspflicht, dass eine adäquate Gegenleistung für erbrachte Leistungen verlangt wird.⁶⁴¹ Demnach müssen die im Rahmen einer PIPEs-Transaktion gewährten Cashflowrechte und das Kotierungsrecht zum vereinnahmten Kapital in einem angemessenen Verhältnis

⁶³⁷ Art. 709 Abs. 2 OR; WERNLI/RIZZI, Art. 709 N. 24.

⁶³⁸ Die Statuten sollten die Voraussetzungen für eine Gruppenzugehörigkeit detailliert festlegen. Es kann bspw. statutarisch festgelegt werden, dass eine Beteiligung in einem bestimmten Umfang automatisch Anspruch auf Stellung eines Gruppenvertreter gibt. Empfehlenswert ist auch eine Erläuterung der Quellen, aus denen die Pflichtaktien gespeist werden sollen. Diese können aus Beständen von eigenen Aktien gespeist werden.

⁶³⁹ WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N. 3, 5.

⁶⁴⁰ BGE 113 II 52 E. 3.

⁶⁴¹ WATTER, Gewinnverschiebungen, S. 135.

zueinander stehen. Hat ein Verwaltungsrat Spezialkenntnisse, bspw. weil er im Corporate Finance tätig ist, muss er sich diese mittels einer Verschärfung des Sorgfaltsmassstabs vorhalten lassen.⁶⁴²

2. Beim Emissionsdiskont

- 10 Besondere Bedeutung kommt der Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats bei der Bestimmung des Emissionsdiskonts zu. In der Lehre wird die Auffassung vertreten, dass ein Diskont von 5 bis 10 % im Einklang mit den Sorgfaltspflichten des Verwaltungsrats stehe.⁶⁴³ Dieser Richtwert kann in der Praxis wohl oft dem zu erzielenden Marktpreis für PIPEs entsprechen, wenn er sich auf den hypothetischen Stammaktienmarktpreis nach erfolgter anstehender Kapitalbeschaffung bezieht. Die Ankündigung einer privaten oder öffentlichen zusätzlichen Kapitalaufnahme lässt den Stammaktienkurs zufolge des Verwässerungseffekts mindestens im Umfang der neu beschafften Mittel sinken. Werten die Marktteilnehmer die Kapitalaufnahme als Zeichen einer schlechten Geschäftslage, werden sie die Stammaktien sogar vermehrt abverkaufen. Ein Kursverlust wird auf jeden Fall eintreten, unbeschrieben davon, ob die zusätzlichen Mittel mittels Folgeplatzierung am öffentlichen Kapitalmarkt oder mittels PIPEs beschafft werden. Der Emissionsdiskont als Gegenleistung für die von dieser Lehrmeinung aufgeführten Vorteile/Eigenheiten gegenüber einer anderen Kapitalmarkttransaktion wie Illiquidität und Platzierungssicherheit sollte sich deshalb auf den hypothetischen Stammaktienkurs nach erfolgter Kapitalaufnahme mittels Folgeplatzierung am öffentlichen Kapitalmarkt beziehen. Der Richtwert von 5 bis 10 % Diskont auf den hypothetischen Stammaktienkurs nach erfolgter Kapitalaufnahme sollte aber nicht als ein Safe Harbor verstanden werden. PIPEs sind eine teure Finanzierungsform, und sie sollten deshalb nur wenn notwendig eingesetzt werden. Mit anderen Worten, ein pflichtbewusster Verwaltungsrat hat – i.d.R. mit fachkundiger Beratung von Investmentbanken und Rechtsberatern – alle möglichen Finanzierungsquellen zu eruieren und zu evaluieren. Findet der Verwaltungsrat dabei eine billigere Kapitalbeschaffungsmöglichkeit als PIPEs, sollte er sich dieser bedienen. Kommt ein Verwaltungsrat nach einer fachkundigen Prüfung der am Markt bestehenden Finanzierungsmöglichkeiten zum Schluss, dass die Emission von PIPEs

⁶⁴² BGE 4C.201/2001 E. 2.2.1 vom 19.6.2002.

⁶⁴³ Vgl. GERHARD, S. 296 m.w.H.

unter den konkreten Marktumständen gerechtfertigt ist, handelte er sorgfältig. Der Emissionsdiskont kann diesfalls auch erheblich mehr als 5 bis 10 % des gegenwärtigen Stammaktienkurswerts betragen. Nach der Durchführung eines solchen Market Check ist sein Finanzierungsentcheid dann grundsätzlich durch die Business Judgment Rule vor einer Überprüfung geschützt.⁶⁴⁴ Obwohl der Market Check grundsätzlich auch im Rahmen eines Auktionsverfahrens durchgeführt werden kann, kommt dem Verwaltungsrat keine Pflicht zur Einleitung eines öffentlichen Auktionsverfahrens zu.⁶⁴⁵ Entscheidet sich der Verwaltungsrat aber zur Durchführung eines Auktionsverfahrens unter mehreren Interessenten, muss er sich wohl dafür einsetzen, dass ein möglichst hoher Preis erzielt wird.⁶⁴⁶

3. Beim Bezugsrecht

- 11 Ein qualifizierter Massstab kommt in Bezug auf den Entzug des Bezugsrechts zur Anwendung.⁶⁴⁷ Zieht der Verwaltungsrat nach der Durchführung eines Market Check eine PIPEs-Finanzierung als relativ teure Finanzierungsmethode einer billigeren Finanzierungsmethode mit gleichzeitigem Entzug des Bezugsrechts vor, müssen wohl sachliche Gründe, bspw. zeitliche Dringlichkeit oder besondere Eigenschaften des Investors,⁶⁴⁸ diesen Schritt rechtfertigen.

B. Treuepflicht

1. Wahrung der Gesellschaftsinteressen

- 12 Verwaltungsräte haben die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren.⁶⁴⁹ Sie haben diese vor die eigenen Interessen und die Interessen der ihnen nahe stehenden Personen zu stellen. Es ist unklar, was in der

⁶⁴⁴ Vgl. § 7 N. 17 ff.

⁶⁴⁵ Vgl. WATTER, Unternehmensübernahmen, § 7 N. 188; SCHIESSL, S. 387 (zum deutschen Recht).

⁶⁴⁶ Vgl. BAHAR, S. 153 f.

⁶⁴⁷ Vgl. § 5 N. 18.

⁶⁴⁸ Bspw. die Absicht des PIPEs-Investors, sich längerfristig an der emittierenden AG zu beteiligen, oder besondere Kenntnisse des PIPEs-Investors, die für die emittierende AG von Nutzen sind.

⁶⁴⁹ Art. 717 Abs. 1 OR.

praktischen Anwendung konkret unter dem konturlosen Begriff „Gesellschaftsinteressen“ zu verstehen ist. Gesellschaftsinteressen sind nicht a priori mit den Interessen der Mehrheit,⁶⁵⁰ mit der Gesinnung des „typischen Aktionärs“⁶⁵¹ oder mit den gemeinsamen Interessen aller Stake- und Shareholder gleichzusetzen.⁶⁵² Ausgehend vom statutarischen Zweck können sie nur im konkreten Einzelfall bestimmt werden. Im Sinne einer praxisnahen Lösung drängt sich ein Rückgriff auf den vernünftigen hypothetischen Dritten auf, d.h. die Substituierung der AG durch eine fiktive AG und deren Interessen gestützt auf die konkrete Situation und die unterschiedlichen Interessen der Stake- und Shareholder.⁶⁵³

2. Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch Verwaltungsratsvertreter von PIPEs-Investoren in Form von Private Equity Funds

a. Geltende Rechtslage

- 13 Ein Vertreter von Private Equity Funds im Verwaltungsrat trägt zwei Hüte. Zum einen steht er zu „seiner“ Aktienkategorie in einem auftragsrechtlichen oder auftragsähnlichen Verhältnis.⁶⁵⁴ Zum anderen muss er nach Massgabe von Art. 717 Abs. 1 OR die Interessen der emittierenden AG wahren. Diese Konstellation sorgt für einen Interessenkonflikt und Rechtsunsicherheit. Einerseits ist nicht klar, was unter dem konturlosen Begriff „Gesellschaftsinteressen“ im konkreten Einzelfall zu verstehen ist. Andererseits ist unklar, wann die „Gesellschaftsinteressen“ mit den Interessen der zu vertretenden Aktienkategorie im Konflikt stehen. Ein älterer Bundesgerichtsentscheid bringt wenig Klarheit. Demnach ist dem Kategorien- bzw. Gruppenvertreter unter Wahrung der Gesellschaftsinteressen die Wahrung der Interessen seiner Kategorie oder Gruppe im Rahmen des eingeräumten Ermessens erlaubt.⁶⁵⁵ Der Swiss Code of Best Practice sieht vor, dass der AG entgegenstehende Eigeninteressen und der zu vertretenden Kategorie oder Gruppe entgegenstehende Interessen dem Verwaltungsratspräsidenten zu melden sind und der entsprechende Verwaltungsrat bei der Willensbildung in den Ausstand treten bzw. bei dau-

⁶⁵⁰ PELLI, S. 42.

⁶⁵¹ BÄR, S. 379 ff. Ablehnend BGE 95 II 157 E. 9b.

⁶⁵² SIEGWART, N. 221 f.

⁶⁵³ LIEBI, N. 137

⁶⁵⁴ WERNLI/RIZZI, Art. 709 N. 18 m.w.H.

⁶⁵⁵ BGE 66 II 43 E. 6c f.

ernden Interessenkonflikten gar zurücktreten muss.⁶⁵⁶

b. Würdigung und Vorschlag de lege ferenda

- 14 Die Ausstandspflicht von Kategorien- und Gruppenvertretern geht insbesondere bei Private Equity Funds oder bei einem Private Equity Investment im Allgemeinen zu weit.⁶⁵⁷ Die Kategorien- und Gruppenvertreter stellen für Private Equity Funds ein wichtiges Mittel bei der Umsetzung der Geschäftsstrategie dar.⁶⁵⁸ Sie stellen auch ein wichtiges Minderheitenschutzinstrument dar, weil die Stammaktionäre andere ökonomische Interessen haben und deshalb die Gefahr besteht, dass eine Geschäftsstrategie zulasten von Kategorien oder Gruppen gefahren wird. Es wird deshalb oft streitig sein, ob die Tätigkeit eines Kategorien- oder Gruppenvertreters im konkreten Fall nicht die „Gesellschaftsinteressen“ verletzt. Eine generelle Ausstandspflicht oder eine Ausstandspflicht im konkreten Fall ist aber nicht sachgerecht. Es würde das Rechtsinstitut Kategorien- und Gruppenvertreter zum reinen Papiertiger werden lassen, weil seine Anwendung in den wichtigsten Sachverhaltskonstellationen dadurch faktisch ausgehebelt wird. De lege ferenda wäre es deshalb angebracht,⁶⁵⁹ wenn Kategorien- und Gruppenvertreter potenzielle Interessenkonflikte vor der Abstimmung offenlegen und über die Interessen ihrer Kategorie oder Gruppe informieren. Es sollte ihnen nach der Interessenoffenlegung erlaubt sein, an den Beratungen teilzunehmen und in der Entscheidungsphase des Beschlusses mitzuwirken. Die Berücksichtigung von allen kontroversen Meinungen in der Entscheidungsphase ist für alle Beteiligten von Vorteil. Dadurch werden unsachgemässe Entscheide zufolge ungenügender Sachlagenabklärung vermieden. Das Stimmrecht in der Schlussabstimmung muss solchen Interessenvertretern jedoch aufgrund des Interessenkonflikts verwehrt bleiben. Der Kategorien- und

⁶⁵⁶ SCBP (2014) Ziff. 17; BÖCKL, § 14 N. 277 ff.

⁶⁵⁷ Vgl. auch WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N. 8a. VON DER CRONE, Interessenkonflikte, S. 8, plädiert bei objektiven Interessenkonflikten für eine Beweislastumkehr und eine Vermutung der Pflichtwidrigkeit der Verwaltungsratshandlungen.

⁶⁵⁸ Das Geschäftsmodell stützt sich auf die Ausübung der Kontrolle des Verwaltungsrats und Managements, um die Geschäftstätigkeit von Portfoliogesellschaften im Sinne einer IRR-Maximierung zu beeinflussen.

⁶⁵⁹ Gemäss den Bemerkungen der Botschaft Aktien- und Rechnungslegungsrecht, S. 1687 f., soll im Rahmen der anstehenden Aktienrechtsrevision von einer generellen Ausstandspflicht bei Interessenkonflikten nur abgesehen werden, sofern einzig der im Konflikt stehende Verwaltungsrat über ein unabdingbares Sachwissen über das zu beratende Geschäft verfügt.

Gruppenvertreter darf seine Auftraggeber aber nicht bevorzugt informieren oder auf andere Art und Weise privilegieren. Er unterliegt ihnen gegenüber einer strikten Schweigepflicht.⁶⁶⁰

C. Gewinnmaximierungspflicht

- 15 Der Verwaltungsrat muss grundsätzlich⁶⁶¹ um eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts besorgt sein.⁶⁶² Die Kotierung verpflichtet m.E. ipso iure zu einer Gewinnmaximierung. Im Rahmen einer Emission von PIPEs kann die Gewinnmaximierungspflicht verletzt werden, wenn die dem PIPEs-Investor eingeräumten Cashflowrechte und die übrigen Rechte das Gewinnpotenzial der emittierenden AG schmälern. Das ist der Fall, wenn man im Rahmen einer Gesamtwürdigung zum Schluss kommt, dass PIPEs zu günstigeren Bedingungen an Dritte hätten verkauft werden können.⁶⁶³

D. Verantwortlichkeit

1. Allgemeine Voraussetzungen

- 16 Die Verletzung der Sorgfalts-, Treue-, und Gewinnmaximierungspflicht durch den Verwaltungsrat kann eine Schadenersatzpflicht des Verwaltungsrats zur Folge haben. Voraussetzung ist, dass (i) die AG mittelbar und/oder die Aktionäre unmittelbar geschädigt werden, (ii) dem Verwaltungsrat ein Verschulden vorzuwerfen ist und (iii) die Pflichtverletzung für den Schaden adäquat kausal war.⁶⁶⁴ Ein PIPEs-Investor und gleichzeitiger Gläubiger bzw. Aktionär der AG kann seinen unmittelbar (ausser Konkurs) erlittenen Vermögensschaden bei gleichzeitiger mittelbarer Schädigung der AG nur auf eigene Rechnung geltend machen, wenn die verletzte Verhaltenspflicht des Verwaltungsrats ausschliesslich dem

⁶⁶⁰ BÜRGL, ZK 698–738, Art. 708 N. 58; PLÜSS, S. 79.

⁶⁶¹ Die Statuten können jedoch die Verfolgung eines nicht wirtschaftlichen Zwecks festlegen (Art. 620 Abs. 3 OR).

⁶⁶² WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N. 37.

⁶⁶³ (i) Ein nicht marktgerechter Emissionsdiskont schmälert den Gewinn, weil er eine geringere allgemeine Reservenbildung zur Folge hat (Art. 671 Abs. 2 Ziff. 1 OR); (ii) nicht marktgerechte Cashflowrechte haben direkt (Dividende) oder indirekt (Fremdkapitalzinsen) Einfluss auf die Höhe des ausgewiesenen Gewinns.

⁶⁶⁴ Art. 754 Abs. 1 OR.

Gläubigerschutz bzw. Aktionärsschutz dient oder Schadenersatz gestützt auf eine andere Rechtsgrundlage wie bspw. Art. 41 ff. OR oder culpa in contrahendo verlangt werden kann.⁶⁶⁵

2. Business Judgment Rule unter geltendem Schweizer Recht?

a. Lex Americana

- 17 Die Business Judgment Rule amerikanischer Ausprägung besagt, dass ein Verwaltungsratsbeschluss über bestimmte Geschäfte nicht auf sachliche Vertretbarkeit überprüft werden darf, wenn sich der Verwaltungsrat vor der Beschlussfassung genügend informiert hat und eine tatsächliche Beratung vor dem Entscheid stattgefunden hat. Vorausgesetzt wird zudem, dass der Entscheid in guten Treuen, unabhängig, frei von Interessenkonflikten und innerhalb der Ermessensschranken getroffen wurde.⁶⁶⁶ Es wird unter diesen Voraussetzungen vermutet, dass der Verwaltungsrat sorgfältig tätig war. Die Vermutung kann durch den schwer zu erbringenden Beweis aufgehoben werden, dass der Verwaltungsrat nicht in guten Treuen tätig war, ungenügend informiert war oder nicht im Gesellschaftsinteresse handelte.⁶⁶⁷ Die Business Judgment Rule ist in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung anerkannt, wobei jedoch die Sorgfaltspflichtverletzung vom Kläger zu beweisen ist und demnach keine Beweislastumkehr stattfindet.⁶⁶⁸ Diese Auffassung ist zu begrüssen.

⁶⁶⁵ BGE 132 III 564 E. 3.2.3.

⁶⁶⁶ Da in den USA die Business Judgment Rule ein Rechtsinstitut der Gesellschaftsrechtsordnungen der Gliedstaaten ist, gibt es keine einheitliche Definition des Begriffs. Gemäss KLEIN/COFFEE, S. 155, ist sie aber folgendermassen zu verstehen: „Under the majority formulation, any business judgment is immune from judicial review only if the directors first followed adequate procedures in reaching it. In effect, there is a procedural precondition to the rule’s application, which immunizes only those decisions with respect to which the directors first exercised due care and adequately informed themselves under the circumstances. As these courts sometimes say, business judgment is protected only if it was in fact exercised – that is, a business decision was deliberately reached.“

⁶⁶⁷ BLOCK/BARTON/RADIN, S. 27.

⁶⁶⁸ BGE 139 III 24, E. 3.2; BGer 4A_74/2012 vom 18. Juni 2012, E. 5.1. In der Lehre bestehen aber immer noch (ältere) abweichende Meinungen. Vgl. bspw. ablehnend BÖCKLI, § 18 N. 403, bejahend GERICKE/WALLER, Art. 754 N. 31a.

b. Gründe für eine Rezeption ins Schweizer Recht

Das Eingehen von vernünftigen Risiken liegt im Interesse der Aktionäre

- 18 Aktionäre haben aus Gewinnmaximierungsüberlegungen ein Interesse daran, dass die Geschäftsführung vernünftige wirtschaftliche Risiken eingeht. Die Erzielung eines den risikolosen Zinssatz übersteigenden Gewinns setzt das Eingehen von Risiken voraus.⁶⁶⁹ Der Verwaltungsrat sollte deshalb nicht für die Eingehung vernünftiger wirtschaftlicher Risiken ex post bestraft werden. Er soll nicht durch das Damoklesschwert einer drohenden Verantwortlichkeitsklage von einer vernünftigen Risikopolitik abgehalten werden.

Filter von aussichtslosen Verantwortlichkeitsprozessen

- 19 Verantwortlichkeitsprozesse sind teuer, zeitintensiv und binden Managementressourcen. Die Business Judgment Rule dient als erster Filter von aussichtslosen Verantwortlichkeitsprozessen. Zwar ist die Filterwirkung nicht so bedeutend wie in den USA. Es besteht ein geringerer ökonomischer Anreiz für den Vergleichsabschluss durch die emittierende AG, weil in der Schweiz grundsätzlich die unterlegene Partei die gesamten Partei- und Gerichtskosten bezahlen muss.⁶⁷⁰ Die Business Judgment Rule hilft aber bei der Unterbindung von Verantwortlichkeitsklagen, die einzig mit dem Ziel eines gegenseitigen Vergleichs angestrengt werden.

Ökonomische Anreize ersetzen richterliche Überprüfung

- 20 Es gibt eine Vielzahl von ökonomischen Anreizen, die ex ante eine mässige Wirkung auf das Geschäftsgebaren der Verwaltungsräte haben. Diese lassen die bloss restituierende Wirkung der Verantwortlichkeitsklage ex post hinfällig werden. Diese ökonomischen Anreize entspringen in erster Linie den öffentlichen Kapitalmärkten. Aufgrund der Transparenz und Effizienz der öffentlichen Kapitalmärkte kann ein Verwaltungsrat Fehlentscheide nicht verbergen. Der Aktienkurs einer AG reagiert auf Informationen schnell. Er ist ein unbarmherziger Erfolgsgradmesser des Verwaltungsrats. Kommt es aufgrund einer fehlerhaften Geschäftsführung des Verwaltungsrats zu einer Vermögensvernichtung, verlieren die Aktien der AG unmittelbar an Wert. Das ist für den Verwaltungsrat aus verschiedenen Gründen unvorteilhaft. Einerseits verliert seine Beteili-

⁶⁶⁹ ALLEN/KRAAKMAN, S. 117 ff.

⁶⁷⁰ Vgl. aber Art. 756 Abs. 2 OR, der dem Richter die Befugnis gibt, die Kosten auf die AG zu überbürden, sofern der klagende Aktionär aufgrund der Sach- und Rechtslage begründeten Anlass zur Klage hatte.

gung an der AG bspw. mittels Optionen oder Aktien an Wert. Andererseits bestehen aber auch arbeitsmarktökonomische Anreize.⁶⁷¹ Verwaltungsräte von kotierten und nicht kotierten AGs laufen Gefahr, aufgrund schlechter Performance entlassen zu werden. Erfolgreiche Verwaltungsräte erleiden gerade in der risikoscheuen Schweiz einen beträchtlichen Reputationsschaden, der sich teilweise verheerend auf das wirtschaftliche Fortkommen und das soziale Leben auswirken kann.

Weitere Gründe

- 21 In der amerikanischen Rechtsprechung und Literatur werden noch weitere Gründe aufgeführt, die aber m.E. nicht zwingend für die Rezeption der Business Judgment Rule ins Schweizer Recht sprechen. Zu diesen gehören bspw., dass Gerichte nicht zur Überprüfung von Geschäftsentscheidungen ausgestattet und ausgebildet sind⁶⁷² und die Geschäftsführungskompetenz faktisch auf die Gerichte bzw. klagenden Aktionäre übertragen wird.⁶⁷³

c. Anwendungsmechanik

- 22 Der Nachweis eines auf genügender Information und angemessener tatsächlicher Beratung basierenden Geschäftsentscheidungs begründet die Vermutung, dass dieser nicht sorgfaltspflichtwidrig, in guten Treuen, frei von Interessenkonflikten und innerhalb der Ermessensschränken getroffen wurde. Es wird mit anderen Worten vermutet, dass ein Geschäftsentscheid dem anwendbaren objektivierten Sorgfaltspflichtmassstab entspricht und in guten Treuen, frei von Interessenkonflikten und innerhalb der Ermessensschränken gehandelt wurde, sofern in informierter und angemessener Weise beraten wurde. Es handelt sich dabei um eine gesetzliche Vermutung. Sie kann einerseits durch die Zerstörung der Vermutungsbasis durch den Gegenbeweis aufgehoben werden, dass die Entscheidung nicht in informierter und angemessener Weise erfolgte. Andererseits kann sie auch durch den Beweis des Gegenteils vernichtet werden, indem nachgewiesen wird, dass nicht in guten Treuen, interessenskonfliktbeladen oder ermessensmissbräuchlich gehandelt wurde.⁶⁷⁴

⁶⁷¹ Vgl. EASTERBROOK/FISCHEL, S. 93 ff.

⁶⁷² Auerbach v. Bennett, 47 N.Y.2d 619, 630, 393 N.E.2d 994, 1000 419 N.Y.S.2d 920, 926; In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A.2d 920, 926 (1979).

⁶⁷³ DOOLEY, S. 470.

⁶⁷⁴ Vgl. HAUSHEER/JAUN, Art. 8, 9 und 10, N. 65 ff.

3. Sachlichkeitsgebot als von der Generalversammlung zu beachtende Pflicht

- 23 Wird bei der Emission von PIPEs Aktionären das Bezugsrecht oder Vorwegzeichnungsrecht entzogen, muss die Generalversammlung das Sachlichkeitsgebot beachten.⁶⁷⁵ Es setzt voraus, dass die Beschränkung oder der Entzug ein geeignetes⁶⁷⁶ und erforderliches⁶⁷⁷ Mittel zur Verfolgung der Gesellschaftsinteressen ist und die Eingriffswirkung zum Eingriffsnutzen nach Massgabe einer Abwägung der Gesellschaftsinteressen und der Interessen der betroffenen Aktionäre in einem vernünftigen Verhältnis steht. Demnach muss die Benachteiligung der Aktionäre im Hinblick auf die verfolgten Gesellschaftsinteressen und den angestrebten Zweck vertretbar sein.⁶⁷⁸ Gegen das Sachlichkeitsgebot verstossende Generalversammlungsbeschlüsse sind anfechtbar.⁶⁷⁹ Das Sachlichkeitsgebot verpflichtet gemäss dem BGER den Verwaltungsrat nicht.⁶⁸⁰

4. Gleichbehandlungspflicht als vom Verwaltungsrat und der Generalversammlung zu beachtende Pflicht

- 24 Werden PIPEs an Aktionäre, Partizipanten oder Gläubiger emittiert, müssen der Verwaltungsrat, die Generalversammlung und die faktischen Organe⁶⁸¹ das Gleichbehandlungsprinzip beachten.⁶⁸² Es gilt ein relativer Massstab. Gleiche Sachverhaltskonstellationen müssen demnach gleich und ungleiche Sachverhaltskonstellationen ungleich behandelt werden.⁶⁸³ Die Gleichbehandlungspflicht soll insbesondere verhindern, dass eine Mehrheit bzw. ein kontrollierender Aktionär Sondervorteile zulasten von Minderheiten realisiert.⁶⁸⁴ Verpönt sind Ungleichbehandlungen in relativ formeller Hinsicht, d.h. sich nicht an sachlichen Kriterien orientierende

⁶⁷⁵ Vgl. § 5 N. 18.

⁶⁷⁶ Geeignet ist jede die Gesellschaftsinteressen betreffende Beschränkung (VON PLANTA, S. 90 f.; PELLI, S. 73).

⁶⁷⁷ Eine Einschränkung ist erforderlich, wenn das Ziel nicht auf einem für die Aktionäre mit weniger Nachteilen verbundenen Weg erreicht werden kann (HUGUENIN JACOBS, S. 40).

⁶⁷⁸ BBI 1983 II S. 885.

⁶⁷⁹ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

⁶⁸⁰ BGE 4C.242/2001 E. 4.1. vom 5.3.2003; BGE 4C.386/2002 E. 3.2 vom 12.10.2004.

⁶⁸¹ Als faktische Organe werden Entscheidungsträger bezeichnet, die die eigentliche Geschäftsführung besorgen und die Willensbildung innerhalb der AG massgebend mitbestimmen (BGE 107 II 349 E. 5a; BGE 65 II 2 E. 3; BGE 117 II 432 E. 2b).

⁶⁸² FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N. 30.

⁶⁸³ HUGUENIN JACOBS, S. 31.

⁶⁸⁴ WATTER, Minderheitenschutz, S. 121; BGE 4C.242/2001 E. 3.1 vom 5. März 2003.

Ungleichbehandlungen.⁶⁸⁵ Sachliche Kriterien stellen insbesondere der einbezahlte Nennwert oder mit Vorzugsaktien verbundene Vorrechte, bspw. auf Bezug von im Rahmen von PIPEs-Transaktionen emittierten Aktien, Partizipationsscheinen, Wandelanlehensobligationen oder Optionsanlehensobligationen, dar.⁶⁸⁶ Unzulässig sind auch Ungleichbehandlungen in materieller Hinsicht, d.h., wenn eine Ungleichbehandlung in wirtschaftlicher Hinsicht erfolgt bzw. das Vermögen eine disproportionaler Schlechterstellung erfährt.⁶⁸⁷ Geringe und vertretbare Wertabschläge haben keine Verletzung der Gleichbehandlungspflicht zur Folge.⁶⁸⁸ Ungleichbehandlungen oder Benachteiligungen sind rechtfertigt, wenn sie durch die Gesellschaftsinteressen gerechtfertigt werden können.⁶⁸⁹ Je gravierender die Ungleichbehandlung, desto gewichtiger müssen die verfolgten Gesellschaftsinteressen sein.⁶⁹⁰ Unter Aspekten der Gleichbehandlung problematisch kann die Einräumung einer Befugnis zur Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung an PIPEs-Investoren sein, wenn diese gleichzeitig Aktionäre der emittierenden AG sind. Will man dem Argument, dass in einer solchen Situation die PIPEs-Investoren nicht in der Funktion als Aktionäre, sondern als Investoren tätig werden, kein Gewicht zumessen,⁶⁹¹ wird eine diesbezügliche Ungleichbehandlung von Aktionären wohl durch die Gesellschaftsinteressen der emittierenden AG gerechtfertigt, da die Kapitalaufnahme mittels PIPEs i.d.R. für den Ausbau oder gar den Weiterbestand der emittierenden AG unabdingbar ist.⁶⁹² Auch eine privilegierte Information über den Geschäftsgang, die Finanz- und Ertragslage sowie die Aussichten der PIPEs-emittierenden Gesellschaft kann bezüglich (potenziellen) PIPEs-Investoren unter dem Gleichbehandlungsprinzip gerechtfertigt sein, weil der Gesellschaft neues Kapital zugeführt wird.⁶⁹³

⁶⁸⁵ VON PLANTA, S. 80.

⁶⁸⁶ LIEBI, Art. 654–656 N. 28, 41, 42.

⁶⁸⁷ BGE 4C.242/2001 E. 3 vom 5. März 2001.

⁶⁸⁸ BBl 1983 S. 897.

⁶⁸⁹ Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR.

⁶⁹⁰ HUGUENIN JACOBS, S. 39; HOMBURGER, Art. 717 N. 1110.

⁶⁹¹ TSCHÄNI/DIEM, S. 59; SCHIESSL, S. 390.

⁶⁹² Gl.M. GERHARD, S. 300.

⁶⁹³ Vgl. DÄNIKER/DETTWILER, S. 27 ff., die zudem eine vertragliche Abmachung eines Verbots der Verwertung des Informationsvorteils mit dem PIPEs-Investor verlangen.

5. Recht auf Einsitz in Gläubigerversammlung bei Anleiensobligationen?

- 25 Ein PIPE in Form von Wandelanleiensobligationen⁶⁹⁴ oder Optionsanleiensobligationen berechtigt i.d.R. nicht zum Einsitz in die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen, weil sie im Sinne von Art. 1157 Abs. 1 OR nicht „öffentlich“ gezeichnet wurden.⁶⁹⁵ PIPEs werden nur von einer Handvoll von PIPEs-Investoren gezeichnet.⁶⁹⁶ Die freiwillige Unterstellung unter die Bestimmungen über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen ist aber m.E. auf vertraglicher Basis zulässig.⁶⁹⁷ Eine solche Gläubigergemeinschaft im vertraglichen Sinn ist ein rein vertragliches Konstrukt und nicht rechtsfähig. Die gesetzlichen Bestimmungen über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen finden demnach nur im vertraglich vorgesehenen Umfang analog Anwendung.

V. Aktienrechtliche Pflichten zur Offenlegung von PIPEs im Geschäftsbericht

A. Formen

- 26 Der Geschäftsbericht setzt sich aus der Jahresrechnung, dem Jahresbericht und gegebenenfalls der Konzernrechnung zusammen.⁶⁹⁸ Er wird vom Verwaltungsrat erstellt und richtet sich an die Generalversammlung und an Aktionäre, die an der Generalversammlung nicht teilnehmen. Der Geschäftsbericht dient als Entscheidungsgrundlage des Verwaltungsrats und als Informationsquelle für den Investmententscheid Dritter. Der Jahresbericht und die Jahresrechnung enthalten i.d.R. Angaben über die getätigten PIPEs-Transaktionen im vergangenen Jahr. Neben dem jährlich zu erstellenden Geschäftsbericht muss die emittierende AG als kotierte AG nicht zu prüfende Zwischenberichte veröffentlichen.⁶⁹⁹ Die emittierende AG muss die Jahresrechnung und gegebenenfalls die Konzernrechnung

⁶⁹⁴ Eine Anleiensobligation liegt vor, sofern das PIPE ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen mit einheitlichem Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Zeichnungsfrist und Liberierungsdatum darstellt (WATTER/NOTH, Art. 1156 N. 2).

⁶⁹⁵ Vgl. § 5 N. 19 ff.

⁶⁹⁶ Vgl. § 2 N. 1 ff.

⁶⁹⁷ STEINMANN/REUTTER, Art. 1157 N. 11.

⁶⁹⁸ Art. 662 Abs. 1 OR.

⁶⁹⁹ Art. 50 KR.

nach Abnahme durch die Generalversammlung mit den dazugehörigen Revisionsberichten im SHAB veröffentlichen oder innerhalb eines Jahres seit Abnahme jeder Person auf deren Kosten ein Exemplar zustellen.⁷⁰⁰

B. Jahresbericht

- 27 Der Jahresbericht gibt Auskunft über den Geschäftsverlauf sowie die wirtschaftliche und finanzielle Lage der AG. Es wird das letztjährige und zukünftige makroökonomische Umfeld erläutert und das mikroökonomische Umfeld einer Gesamtwürdigung unterzogen. Der Jahresbericht enthält Angaben über die Liquidität, die Bilanzkennzahlen und die im Geschäftsjahr erfolgten abgeschlossenen Aktienkapitalerhöhungen.⁷⁰¹ Er orientiert auch über die Prüfungsbestätigung des Kapitalerhöhungsberichts.⁷⁰² Insbesondere muss er auch Angaben über PIPEs-Transaktionen enthalten und darlegen, aus welchen Motiven der Verwaltungsrat PIPEs emittiert bzw. der Generalversammlung zur Emission vorgeschlagen hat. Es ist empfehlenswert, an dieser Stelle die Vor- und Nachteile von gegebenenfalls bestehenden alternativen Finanzierungsmöglichkeiten aufzuzeigen. Der Verwaltungsrat kann auch darlegen, welche konkreten Bemühungen er unternommen hat, um die Möglichkeit von alternativen Finanzierungsquellen zu sondieren. Dadurch dokumentiert der Verwaltungsrat die Einhaltung der Voraussetzungen der Business Judgment Rule und beugt somit allfälligen Verantwortlichkeitsklagen vor. Diese sind im Rahmen von PIPEs-Transaktionen aufgrund der oft angespannten wirtschaftlichen Situation der emittierenden AG denkbar. Kläger könnten geltend machen, dass der Verwaltungsrat unsorgfältig war, weil er alternative Finanzierungsquellen nicht geprüft hat. Obwohl es an einer entsprechenden gesetzlichen Grundlage fehlt, legen die emittierenden AGs den Jahresbericht i.d.R. offen.

⁷⁰⁰ Art. 697h Abs. 1 OR.

⁷⁰¹ Angegeben wird die Anzahl der neu geschaffenen Aktien, Nennwertstückelung, geschaffene Aktienkategorien und Ausgabebedingungen.

⁷⁰² BB1 1983 II 891.

C. Anhang zur Jahresrechnung

1. Offenlegungspflichtige PIPEs

28 Weitere Details zu den emittierten PIPEs sind im Anhang zur Jahresrechnung aufzuführen. Das Gesetz verlangt nicht eine vollumfängliche Offenlegung von PIPEs im Anhang, sondern regelt bloss die Offenlegung von Teilaspekten verschiedener PIPEs.

2. Beträge, Zinssätze und Fälligkeiten der ausgegebenen Anleiensobligationen

29 PIPEs in Form von Wandelanleiensobligationen, Optionsanleiensobligationen oder Anleiensobligationen verknüpft mit Optionen unterliegen der Offenlegungspflicht.^{703,704} Der Anhang muss über die Beträge, die Zinssätze und Fälligkeiten Aufschluss geben. Demnach muss die mit PIPEs in Form von Anleiensobligationen verbundene Eigenkapitalkomponente nicht offengelegt werden.⁷⁰⁵ Das gilt auch für die Emission von PIPEs in Form eines Darlehens⁷⁰⁶ an nur einen PIPEs-Investor und die Emission mehrerer Darlehen an mehrere PIPEs-Investoren. Eine Offenlegungspflicht besteht aber wohl, wenn ein einzelner PIPEs-Investor seine Darlehensforderung gegenüber der emittierenden AG später auf mehrere Personen in Teilbeträgen zu gleichen Bedingungen überträgt und die emittierende AG davon weiss oder wissen muss. Ein solches Vorgehen ohne entsprechende Offenlegung im Anhang zur Jahresrechnung würde wohl eine Gesetzesumgehung darstellen.

3. Betrag der genehmigten und bedingten Kapitalerhöhung

30 Beschlossene, aber noch nicht durchgeführte und damit erst aus den Statuten ersichtliche genehmigte und bedingte Kapitalerhöhungen bzw. noch nicht innerhalb der Frist von drei Monaten im Handelsregister eingetragene ordentliche Kapitalerhöhungen müssen im Anhang zur Jahresrechnung

⁷⁰³ BÖCKLI, § 8 N. 538.

⁷⁰⁴ Eine Anleiensobligation ist ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen mit einheitlichem Zinssatz, Ausgabepreis und Liberierungsdatum bzw. einheitlicher Laufzeit und Zeichnungsfrist (WATTER, Art. 1156 N. 2).

⁷⁰⁵ Art. 663b Ziff. 6 OR.

⁷⁰⁶ Darlehen unterscheiden sich von Anleiensobligationen durch die unterschiedlichen Bedingungen in Bezug auf Zinssatz, Ausgabepreis, Liberierungsdatum, Laufzeit oder Zeichnungsfrist.

nung offengelegt werden.⁷⁰⁷

4. Vergütungen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte kotierter AGs bzw. an nahestehende Personen derselben

- 31 Direkt oder indirekt an PIPEs-Investoren als gegenwärtige Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsführung oder des Beirats ausgerichtete Vergütungen müssen deklariert werden. Deklarierungspflichtig sind auch nicht marktübliche Vergütungen an ehemalige Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder, Beiräte und diesen nahestehenden Personen.^{708,709} Unter einer Vergütung ist jeder geldwerte Vorteil, d.h. jeder Vermögensabgang bei der AGs oder Verzicht auf einen Vermögenszugang der AG zu verstehen.⁷¹⁰ Lässt sich ein PIPEs-Investor durch einen Dritten im Verwaltungsrat vertreten, stellt der Emissionsdiskont zugunsten des PIPEs-Investors eine Vergütung an eine nahestehende Person dar. Er muss deklariert werden, wenn er nicht marktüblich ist. PIPEs stellen eine offenlegungspflichtige Vergütung dar, sofern das aufgenommene Kapital von Dritten zu günstigeren Konditionen hätte beschafft werden können. Als offenlegungspflichtige Vergütung gilt insbesondere auch die Zuteilung von PIPEs in Form von Stammaktien, Vorzugsaktien, Vorzugspartizipationsscheinen, Partizipationsscheinen, mit Wandelanleihen verknüpften Wandelrechten, mit Optionsanleihen verknüpften Optionen und Darlehen verknüpft mit Optionen auf Bezug von bereits bestehenden Stammaktien. Alle Vergütungen müssen mit dem Marktwert angegeben werden. Die Angaben über zugesprochene Beteiligungsrechte müssen über Art, Anzahl, Nennwert und Kaufpreis informieren und diejenigen über die Wandel- und Optionsrechte über Art, Anzahl, Laufzeit, das Bezugs-/Wandelverhältnis und den Ausübungs-/Wandelpreis.⁷¹¹ Der Wert des Emissionsdiskonts muss gesondert ausgewiesen werden.⁷¹² Darüber hinaus besteht auch eine kapitalmarktrechtliche Offenlegungspflicht, die sich jedoch mit der aktienrechtlichen weitgehend deckt.⁷¹³

⁷⁰⁷ Art. 663b Ziff. 11 OR.

⁷⁰⁸ Art. 663b^{bis} Abs. 1 und 2 OR.

⁷⁰⁹ Art. 653b Abs. 2 OR.

⁷¹⁰ Vgl. WATTER/MAIZAR, Art. 663b^{bis} N. 34.

⁷¹¹ AmtlBull NR, S. 107 und 110.

⁷¹² WATTER/MAIZAR, Art. 663b^{bis} N. 72 und 74.

⁷¹³ Vgl. § 7 N. 26 ff.

5. Darlehen an Verwaltungsräte, Geschäftsführungsmitglieder und Beiräte bzw. an nahestehende Personen derselben

- 32 PIPEs in Form von gewährten und noch ausstehenden Darlehen⁷¹⁴ an PIPEs-Investoren als gegenwärtige Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung oder des Beirats zu marktüblichen bzw. an ehemalige Mitglieder in denselben Funktionen oder an denen nahestehende Personen zu nicht marktüblichen Konditionen müssen offengelegt werden.⁷¹⁵ Mit anderen Worten, sitzt der PIPEs-Investor selber im Verwaltungsrat muss er ein PIPE auf jeden Fall offenlegen. Lässt sich der PIPEs-Investor durch eine Person im Verwaltungsrat vertreten, muss er ein PIPEs-Investment nur offen legen, falls es von Dritten zu besseren Konditionen bspw. mit einem geringeren Emissionsdiskont auf dem Markt hätte beschafft werden können. Die Offenlegungspflicht erfasst die Darlehensvaluta, die Laufzeit, den Zinssatz, die Sicherheiten und den Emissionsdiskont bzw. den untermarktpreislichen Emissionsdiskont. Alle diese Angaben bedürfen keiner Bewertung.⁷¹⁶ Darüber hinaus gilt es auch noch, die kapitalmarktrechtlichen Offenlegungsbestimmungen zu beachten.⁷¹⁷

6. Stammaktien und Vorzugsaktien als Beteiligungen bedeutender Aktionäre

- 33 Das Gesetz auferlegt der emittierenden AG zum Zweck der Transparenz der Beherrschungsverhältnisse die Pflicht zur Offenlegung bedeutender bekannter oder zu kennenden Aktionäre im Anhang zur Jahresrechnung.⁷¹⁸ Als bedeutende Aktionäre gelten Aktionäre und stimmrechtsverbundene Aktionärsgruppen mit einer Beteiligung von über 5 % aller Stimmrechte oder einer tieferen prozentmässigen statutarischen Begrenzung im Falle von Namenaktien.⁷¹⁹ Die Identität der einzelnen Mitglieder einer stimmrechtsverbundenen PIPEs-Investorengruppe mit einer 5 % al-

⁷¹⁴ Darunter fällt die Begebung eines Darlehens im Sinne von Art. 312 ff. OR an einen PIPEs-Investor und die Begebung mehrerer Darlehen an mehrere PIPEs-Investoren in Form von Anleiheobligationen, d.h. mit einheitlichem Zinssatz, Ausgabepreis und Liberierungsdatum bzw. einheitlicher Laufzeit und Zeichnungsfrist (vgl. WATTER/NOTH, Art. 1156 N. 2) und mit uneinheitlichen Bedingungen an mehrere PIPEs-Investoren.

⁷¹⁵ Art. 663b^{bis} Abs. 3 und 4 OR.

⁷¹⁶ WATTER/MAIZAR, Art. 663b^{bis} N. 89 und 92 f.

⁷¹⁷ Vgl. § 7 N. 26 ff.

⁷¹⁸ Art. 663c OR.

⁷¹⁹ Vgl. Art. 685d Abs. 1 OR.

ler Stimmrechte übersteigenden Beteiligung, die Art ihrer Absprache und die Vertretung müssen im Anhang aufgeführt werden.⁷²⁰

7. Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechte gegenwärtiger Verwaltungsräte, Geschäftsleitungsmitglieder und Beiräte bzw. nahestehender Personen derselben

- 34 Die emittierende AG hat alle PIPEs in Form von Vorzugsaktien, Stammaktien, Vorzugspartizipationsscheinen und Partizipationsscheinen sowie Wandel- und Optionsrechten jedes PIPEs-Investors in der Funktion als gegenwärtiger Verwaltungsrat, Beirat und gegenwärtiges Geschäftsleitungsmitglied offenzulegen.⁷²¹ Die Offenlegungspflicht besteht auch, wenn sich der PIPEs-Investor durch einen Dritten im Verwaltungsrat vertreten lässt, weil er dem Verwaltungsrat nahesteht. Angegeben werden müssen Name, Funktion, Art, Kategorie, Anzahl und weitere Besonderheiten der durch den PIPEs-Investor gehaltenen Beteiligungsrechte bzw. Wandel- und Optionsrechte. Nahestehende Personen müssen nicht deklariert werden, weil deren Beteiligung dem Verwaltungsrat zugerechnet wird.⁷²²

D. Verzicht auf Angaben

- 35 Angaben, die der emittierenden AG erhebliche Nachteile bringen, können im Geschäftsbericht unterlassen werden. Die Revisionsstelle ist über die Gründe zu unterrichten.⁷²³ Die Offenlegung einer PIPEs-Transaktion hat das Potenzial, für die emittierende AG erhebliche Nachteile zur Folge zu haben, weil der Markt i.d.R. mit Kursabschlägen auf die Emission von PIPEs reagiert. Ursache für die Kursverluste sind die aus PIPEs resultierende Kapitalverwässerung der Anteile der bisherigen Aktionäre und der mit ihnen verbundene Signaleffekt einer angeschlagenen finanziellen Lage.⁷²⁴ Der Verzicht auf eine Offenlegung von Informationen muss geeignet, erforderlich und ein verhältnismässiges Mittel zum Schutz der Gesellschaftsinteressen sein. Dem Interesse der emittierenden AG auf einen

⁷²⁰ Art. 121 Abs. 2 FinfraG.

⁷²¹ Art. 663c Abs. 3 OR.

⁷²² WATTER/MAIZAR, Art. 663c N. 47 ff.

⁷²³ Art. 663h Abs. 1 OR.

⁷²⁴ Vgl. § 3 N. 3.

Verzicht auf Offenlegung steht das Interesse auf umfassende Information der Aktionäre entgegen. Nur wenn diese Interessenabwägung zugunsten der emittierenden AG ausfällt, drohen ihr „erhebliche“ Nachteile. Kann nach den Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität ein Meldeaufschub geltend gemacht werden, sollte auch ein Verzicht auf Offenlegung von Informationen zulässig sein.⁷²⁵

⁷²⁵ Vgl. § 6 N. 34.

§ 8. Kapitalmarkttransaktionen

I. Tradingstrategien

A. Convertible Arbitrage

- 1 Convertible Arbitrage ist eine der weit verbreitetsten Hedge-Funds-Handelsstrategien. Sie versucht Anomalien in der Preisbildung von in Stammaktien wandelbaren Fremdkapital- oder Eigenkapitalanteilen auszunutzen. Der Grundtyp einer Convertible-Arbitrage-Handelsstrategie ist der Aufbau einer Long-Position in unterbewerteten in Stammaktienkapital wandelbaren Fremdkapital- oder Eigenkapitalanteilen. Gleichzeitig wird eine Short-Position in kotierten Stammaktien der emittierenden AG eingegangen, um das Eigenkapitalverlustrisiko abzusichern.⁷²⁶ Die Hedge Ratio⁷²⁷ bestimmt sich nach Massgabe der sogenannten „Griechen“.⁷²⁸ Das Kursgewinnsteigerungspotenzial einer Convertible-Arbitrage-Posi-

⁷²⁶ Vgl. FRUSH, S. 112 f.; STOKES, S. 208 f.; KIRSCHNER/MAYER/KESSLER, S. 160.

⁷²⁷ Die Hedge Ratio bezeichnet das Verhältnis zwischen der Anzahl von leer verkauften Stammaktien und der Anzahl Stammaktien, in die der wandelbare Fremdkapital- oder Grundkapitalanteil gewandelt werden kann.

⁷²⁸ Zu den „Griechen“ gehören bspw. (LHABITANT, S. 88):

- Δ: Delta bezeichnet das Verhältnis zwischen der Kursbewegung des wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteils und der Kursbewegung der zugrunde liegenden Stammaktie.
- Γ: Gamma bezeichnet die Sensitivität von Delta zu Kursbewegungen der zugrunde liegenden Stammaktie.
- v: Vega bezeichnet das Verhältnis des wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteils zu Veränderungen in der impliziten Volatilität der zugrunde liegenden Stammaktie.
- P: Rho bezeichnet das Verhältnis in der Preisveränderung des wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteils zur Veränderung des Zinsniveaus.
- T: Theta bezeichnet die tägliche Preisveränderung des wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteils.

tion ist eigenkapitalähnlich, wenn die emittierende AG Gewinne schreibt, und fremdkapitalähnlich, wenn die emittierende AG Verluste macht. Convertible-Arbitrage-Positionen generieren sehr hohe risikoadjustierte Erträge, weil die Kursbewegungen der Position ziemlich gut vorhersehbar sind. Der Gesamtertrag bestimmt sich aus dem Umfang der Anomalien und dem damit zusammenhängenden Cashflow.⁷²⁹ Eine Convertible-Arbitrage-Position hat deshalb eine sehr geringe Korrelation mit dem Aktienmarkt. Innerhalb des Convertible-Arbitrage-Universums gibt es eine Vielzahl möglicher Strategien wie bspw. ein Investment ausschliesslich in Out-of-the-Money Convertibles, In-the-Money Convertibles oder in Kapitalstrukturarbitragepositionen.⁷³⁰

B. In Stammaktien wandelbare PIPEs als Ausgestaltungsform einer Convertible-Arbitrage-Handelsstrategie

1. Grundhedgestrategie

- 2 Die typische PIPEs-Grundhedgestrategie stellt eine Ausgestaltungsform einer Convertible-Arbitrage-Handelsstrategie dar. Anstelle der unterbewerteten in Stammaktien wandelbaren Fremdkapital- oder Eigenkapitalanteile treten die mit einem Emissionsdiskont emittierten PIPEs. Der PIPEs-Investor realisiert dabei im Rahmen eines Leerverkaufs den bei der Emission von PIPEs gewährten Diskont. Mit anderen Worten, Hedge Funds verkaufen Stammaktien leer, sobald es erlaubt ist, und kaufen Stammaktien in einem späteren Zeitpunkt börslich zur Deckung der Leerverkaufsposition zurück. Fällt der Stammaktienpreis unter den Emis-

⁷²⁹ Dazu gehören einerseits die Zins- oder Dividendenzahlung auf den wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteil und andererseits die Erträge aus den Leerverkäufen der kotierten Stammaktien (FRUSH, S. 113).

⁷³⁰ KIRSCHNER/MAYER/KESSLER, S. 166, 172.

sionspreis der aus PIPEs stammenden und neu kotierten Stammaktien, entsteht ein Verlust. Dieser wird durch die Erträge aus dem Leerverkauf der kotierten Stammaktien mehr als wettgemacht.

Beispiel: Die X AG emittiert CHF 1'000'000 Stammaktienkapital als PIPE mit einem Diskont von 20 % zum Marktpreis. Der Marktpreis der kotierten Stammaktie der X AG fällt von CHF 20 auf CHF 15. Daraufhin bezahlt der PIPEs-Investor CHF 1'000'000 und bekommt im Gegenzug 83'334 Stammaktien zugesprochen (CHF 1'000'000/12), die in drei Monaten kotiert werden sollen. Diese verkauft er umgehend zum Preis von CHF 14 per Stück und einem Total von CHF 1'166'676 (83'334 × 14) leer. Drei Monate später deckt er seine Leerverkaufsposition zum Preis von CHF 9 per Stück mit einem Gesamtwert von CHF 750'006 (83'334 × 9). Zum gleichen Preis verkauft er seine nun kotierten 83'334 Stammaktien. Aus der Transaktion ergibt sich folgender Gewinn:

Ertrag aus Leerverkauf (CHF 1'166'676 – CHF 750'006)	=	416'670
Verlust aus PIPEs (CHF 12 – 9 × 83'334)	=	<u>-250'002</u>
Totalertrag aus PIPEs-Transaktion	=	<u>166'668</u>

- 3 Steigt der Marktpreis der kotierten Stammaktien, ist die Leerverkaufsposition verlustreich. Dieser Verlust wird durch den börslichen Verkauf der aus PIPEs stammenden und neu kotierten Stammaktien aber mehr als ausgeglichen.

Beispiel: Die Y AG emittiert CHF 1'000'000 Stammaktienkapital als PIPE mit einem Diskont zu 15 % zum Marktpreis. Der Marktpreis der kotierten Stammaktie der X AG fällt von CHF 16 auf CHF 15. Daraufhin bezahlt der PIPEs-Investor CHF 1'000'000 und bekommt im Gegenzug 78'431 Stammaktien zugesprochen (CHF 1'000'000/12.75), die in drei Monaten kotiert werden sollen. Diese verkauft er umgehend zum Preis von CHF 14 per Stück und einem Total von CHF 1'098'034 (78'431 × 14) leer. Drei Monate später deckt er seine Leerverkaufsposition zum Preis von CHF 16 per Stück mit einem Gesamtwert von CHF 1'254'896 (78'431 × 16). Dabei steigt der Marktpreis von CHF 16 auf CHF 17. Seine nun kotierten 78'431 Stammaktien verkauft er zu CHF 17. Aus der Transaktion ergibt sich folgender Gewinn:

Verlust aus Leerverkauf (CHF 1'098'034 – CHF 1'254'896)	=	-156'862
Gewinn aus PIPEs (CHF 17 – 12.75 × 78'431)	=	333'332
Totalertrag aus PIPEs-Transaktion	=	<u>176'475</u>

- 4 Die Anzahl der leer zu verkaufenden kotierten Stammaktien bestimmt sich nach Massgabe der Anzahl nach Umwandlung erhaltenen Stammaktien. Bei Toxic PIPEs schwankt die Anzahl bis zum Umwandlungszeitpunkt nach Massgabe der Kursbewegungen der ihnen zugrunde liegenden kotierten Stammaktien.⁷³¹ Die Position bedarf deshalb der kontinuierlichen Anpassung an die veränderten Marktverhältnisse (dynamic hedging).

2. Alternativen

- 5 In Einzelfällen kann die PIPEs-Grundhedgestrategie, der Aufbau einer Long-Position in PIPEs und einer Delta-Neutral-Short-Position⁷³² in den kotierten Stammaktien der emittierenden AG nur beschränkt angewendet werden. Gründe dafür können (i) fehlende Liquidität, (ii) fehlende Leerverkaufsmöglichkeiten zufolge fehlender ausleihfähiger kotierter Stammaktien im Rahmen von Securities-Borrowing-Transaktionen und (iii) zu hohe Transaktionskosten sein. In solchen Situationen bieten sich folgende Alternativen an:
- *Covered or Partially Covered Call Option Convertible Hedge*: Zur Long-Position im wandelbaren Fremdkapital- oder Grundkapitalanteil tritt anstelle einer Short-Position in der kotierten Stammaktie eine Short-Position in Call-Optionen auf die kotierte Stammaktie. Diese Alternative bietet sich an, wenn kotierte Stammaktien zu Leerver-

⁷³¹ Vgl. 5 § N. 62 ff.

⁷³² Eine Delta-Neutral-Short-Position ist eine Hedgingtransaktion, in der exakt genau so viele Stammaktien leer verkauft werden, wie den PIPEs entspringen.

kaufszwecken nicht leicht oder nur in ungenügender Zahl beschafft werden können. Sie ist dem Grundtypus auch vorzuziehen, wenn die kotierte Stammaktie eine hohe Dividendenrendite oder die Call-Option eine überdurchschnittlich hohe implizite Volatilität aufweist.

- *Long Convertible Stock Hedge with Call Write Overlay:* Bei dieser Alternative tritt zum Grundtypus eine geschriebene Call-Option hinzu. Dadurch wird das Verlustrisiko der gesamten Position vermindert. Der zusätzliche Schutz durch das Schreiben der Call-Option bietet sich an, wenn nicht genügend kotierte Stammaktien für einen Delta-Neutral-Hedge zur Verfügung stehen oder die implizite Volatilität der geschriebenen Call-Option überdurchschnittlich hoch ist bzw. die Leerverkaufsposition in den kotierten Stammaktien alleine nicht ertragreich genug ist.
- *Convertible Stock Hedge Put Purchase:* Die Absicherung der Position gegen Kursverluste wird durch den Kauf einer zusätzlichen Put-Option verstärkt. Sie drängt sich (i) bei grossem Kursverlustrisiko, (ii) einer zu geringen Anzahl von leerverkaufbaren Stammaktien oder (iii) einer unüblich geringen impliziten Volatilität der Put-Option auf.
- *Convertible Hedge Call Write with Protective Long Put:* Diese Strategie setzt sich aus einer Long-Position im wandelbaren Fremdkapital- oder Eigenkapitalanteil, einer geschriebenen Call-Option und einer Long-Position in einer Put-Option zusammen. Im Vergleich zu anderen Convertible-Arbitrage-Positionen wird überhaupt keine Short-Position in kotierten Stammaktien eingegangen. Diese Strategie kann eingesetzt werden, wenn keine kotierten Stammaktien zu Leerverkaufszwecken beschafft werden können oder eine Ausleihe nur zu ungünstigen Konditionen möglich ist. Die Position wird verlustreich, sofern die bezahlte Put-Prämie die Prämieinnahme aus dem Verkauf der Call-Option und die anderen Erträge übersteigt.
- *Mandatory Convertible Preferred Stock Hedge with Call Write Overlay:* Diese Strategie setzt sich aus einer Long-Position in einer Vorzugsaktie oder einem Vorzugspartizipationsschein, einer Short-Position in der kotierten Stammaktie und einer geschriebenen Call-Option zusammen. Durch das Schreiben der Option kann insbesondere das Ertragsprofil der Position verbessert werden.
- *Basket Hedge:* Die Long-Position in einem in Stammaktien wandelbaren Beteiligungsrecht oder Fremdkapitalanteil wird durch eine Short-Position in einem Aktienindex abgesichert. Denkbar sind

auch Leerverkäufe von ETFs, Derivaten auf einen Branchenindex, Anlagfonds oder kotierten Stammaktien von Wettbewerbern. Entscheidendes Kriterium ist eine hohe Korrelation der leer verkauften Effekten mit der kotierten Stammaktie der emittierenden AG. Diese alternativen Leerverkaufsvarianten kommen zur Anwendung, wenn (i) kotierte Stammaktien der emittierenden AG nicht in genügender Zahl vorhanden sind, (ii) eine Hedgingtransaktion sehr teuer wäre oder (iii) mit der emittierenden AG ein Verbot zur Eingehung von Hedginggeschäften vereinbart wurde.⁷³³

3. Risikofaktoren

- 6 Convertible-Arbitrage-Positionen sind mit mehreren Risikofaktoren behaftet. Diese haben unterschiedliche Auswirkungen auf die Convertible-Arbitrage-Position:
 - *Equity Market Risk*: Dieses Risiko besteht, weil PIPEs unmittelbar oder mittelbar die Form von kotierten Stammaktien annehmen werden. Es kann (weitgehend) durch den Aufbau einer Delta-Neutral-Short-Position in den kotierten Stammaktien ausgeschaltet werden.⁷³⁴
 - *Interest Rate Risk*: Handelt es sich beim wandelbaren Beteiligungsrecht um eine Wandelanlehensobligation, besteht wie bei Fremdkapital im Allgemeinen das Risiko eines Kursabschlags zufolge steigenden Zinsniveaus.⁷³⁵ Mit anderen Worten, der hypothetische Marktpreis einer nicht kotierten Wandelanlehensobligation bewegt sich invers zum Zinsniveau. Die Sensivität ist umso grösser, je nä-

⁷³³ WINTERS, S. 214.

⁷³⁴ KIRSCHNER/MAYER/KESSLER, S. 175.

⁷³⁵ Vgl. KIRSCHNER/MAYER/KESSLER, S. 162.

her sich der hypothetische Marktpreis der nicht kotierten Wandelanleihe am Nennwert bewegt. Zinsrisiken können mit Interest Rate Swaps oder der Eingehung einer Leerverkaufsposition in standardisierten Zinsfutures abgesichert werden.

- *Credit Risk*: Die Long-Position in einem wandelbaren Fremdkapitalanteil ist mit Kreditrisiken behaftet. Sich ausweitende Credit Spreads haben eine Wertverminderung des wandelbaren Fremdkapitalanteils zur Folge. Credit Risk kann mit Credit Default Swaps, mit Leerverkaufspositionen in ähnlichen Fremdkapitalanteilen oder mit Asset Swaps abgesichert werden.⁷³⁶
- *Liquidity Risk*: Die Liquidity Risk bezeichnet das Risiko aus der Convertible-Arbitrage-Position nicht aussteigen zu können. Sie kann einerseits aufgrund fehlender Liquidität oder wegen eines Short Squeeze⁷³⁷ entstehen. Da PIPEs vornehmlich von klein- bis mittelkapitalisierten AGs emittiert werden, besteht i.d.R. ein nicht zu unterschätzendes Risiko, am Markt nicht genügend Stammaktien zu Leerverkaufszwecken zu erhalten bzw. aus einer einmal eingegangenen Position nicht mehr aussteigen zu können. Das Problem kann (teilweise) mit dem Aufbau von Leerverkaufspositionen in kotierten Optionen oder anderen Beteiligungspapieren neutralisiert werden.
- *Legal Provision and Prospectus Risk*: Diese Risiken bezeichnen die durch die individualisierte Ausgestaltung des wandelbaren Beteiligungsrechts entstehenden Risiken. Dazu gehören bspw. Rückruf-

⁷³⁶ LHABITANT, S. 88 f.

⁷³⁷ Ein Short Squeeze bezeichnet eine Situation, in der mehrere Leerverkäufer die Möglichkeit zur Ausleihe von leer verkauften Effekten gleichzeitig verlieren bzw. weitere Stops von Leerverkaufspositionen ausgelöst werden. Sie müssen sich dann auf dem Markt eindecken. Folge davon sind oft heftige Kursgewinne der entsprechenden Effekten.

rechte, Preisanpassungsbestimmungen und Anpassungen des Umwandlungsverhältnisses.⁷³⁸

4. PIPEs in Form von nicht kotierten Stammaktien mit oder ohne zusätzliche Optionen

- 7 Die Absicherung von PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien mit oder ohne zusätzliche Optionen gestaltet sich leichter als die Absicherung von in Stammaktien wandelbaren PIPEs. Namentlich muss kein dynamisches Hedging betrieben werden. Es gilt hier für den PIPEs-Investor vor allem, den Emissionsdiskont zu realisieren und seine Position in nicht kotierten Stammaktien mit Leerverkäufen von kotierten Stammaktien im entsprechenden Umfang abzusichern.⁷³⁹ Werden zudem Optionen auf den Bezug kotierter Stammaktien emittiert, muss auch das dabei eingegangene Stammaktienkursrisiko entsprechend abgesichert werden. Das kann mittels des Schreibens von kotierten Call-Optionen mit gleicher Laufzeit und gleichem Ausübungspreis oder mittels Leerverkäufen von zusätzlichen kotierten Stammaktien geschehen. Die Alternativen zum Grundhedgetypus von Convertible-Arbitrage-Handelsstrategien finden analoge Anwendung.⁷⁴⁰

5. PIPEs in Form von Darlehen verknüpft mit Optionen auf kotierte Stammaktien

- 8 PIPEs in Form von Darlehen verknüpft mit Optionen auf kotierte Stammaktien müssen nur im Umfang der durch die Optionen eingeräumten

⁷³⁸ LHABITANT, S. 86, 91.

⁷³⁹ Vgl. § 8 N. 2.

⁷⁴⁰ Vgl. § 8 N. 5.

Stammaktien abgesichert werden. Das kann durch das Schreiben entsprechender Call-Optionen mit gleichem Ausübungspreis und gleicher Laufzeit oder durch das Leerverkaufen von Stammaktien erfolgen.

II. Rechtliche Rahmenbedingungen

A. Insidertrading

1. Problematik und mögliche Anwendungsfälle

- 9 Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen besteht aufgrund der üblicherweise asymmetrischen Informationsverteilung das Risiko einer Verletzung der Insiderstrafbestimmung. PIPEs-Investoren können durch die im Rahmen von Verhandlungen oder einer Due-Diligence-Prüfung erlangten vertraulichen Informationen zu einem Insider werden. Dadurch werden ihnen gemäss der Insiderstrafnorm Kapitalmarkttransaktionen verwehrt. Finanzinvestoren wird dadurch gar die Hauptmotivation für ein PIPE entzogen.

Folgende Sachverhalte könnten in der Praxis den Insiderstraftatbestand verletzen:

- Ein Managing Director einer im PIPEs-Geschäft aktiven Investmentbank verkauft die gehandelten Stammaktien zukünftiger PIPEs-Emittenten leer, bevor die anstehende PIPEs-Transaktion öffentlich bekannt gemacht wird.⁷⁴¹
- Hedge-Funds-Manager verkaufen trotz einer vertraglichen Stillstandsvereinbarung Stammaktien einer in Kürze PIPEs-emittierenden AG am Markt leer, bevor die PIPEs-Transaktion den Marktteil-

⁷⁴¹ SEC v. Pollet, Civil Action No. 1937 (E.D.N.Y.2005).

nehmern mitgeteilt wird.⁷⁴²

- Ein Hedge-Funds-Manager erhält von einem befreundeten Hedge-Funds-Manager einen Tipp über eine anstehende, noch nicht öffentlich bekannt gemachte PIPEs-Transaktion, und beide verkaufen als Wolf Pack Stammaktien des zukünftigen PIPEs-Emittenten leer.

2. Kapitalmarktrechtliches Verbot der Ausnützung von Insiderinformationen

- 10 Jeder Teilnehmer am Schweizer Kapitalmarkt unterliegt grundsätzlich dem Verbot der Ausnützung von Insiderinformationen, d.h. vertraulichen Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.⁷⁴³ Demnach dürfen keine Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erworben oder veräußert werden sowie keine daraus abgeleiteten Derivate eingesetzt werden, sofern die Transaktionsentscheide auf Insiderinformationen oder einer Empfehlung beruhen, von der der Kapitalmarktteilnehmer weiss oder wissen muss, dass diese auf einer Insiderinformation beruht. Verpönt ist auch die Mitteilung einer solchen Insiderinformation oder Empfehlung.⁷⁴⁴ Das Verbot zum Ausnutzen von Insiderinformationen findet demnach grundsätzlich auf alle an einer PIPEs-Transaktion Beteiligten Anwendung. Die Bekanntgabe von Insiderinformationen an den PIPEs-Investor durch den Verwaltungsrat ist unproblematisch, sofern der Adressat auf die Insiderinformation zur Erfüllung der gesetzlichen oder

⁷⁴² SEC v. Shane, Civil Action No. 05-civ-4772 (S.D.N.Y.2005); SEC v. Deephaven Capital Management, LLC, Civil Action No. 1:06CV00805 (D.D.C.2006).

⁷⁴³ Art. 2 Abs. 1 lit. j FinfraG.

⁷⁴⁴ Art. 142 FinfraG.

vertraglichen Pflichten angewiesen ist (wie bspw. der Rechtsberater oder der Placement Agent) oder darauf hingewiesen wird, dass die Information nicht ausgenutzt werden darf, sowie die Weitergabe der Insiderinformation und der Hinweis dokumentiert werden.⁷⁴⁵ Für einen PIPEs-Investor bedeuten diese Vorschriften, dass er grundsätzlich nicht gestützt auf die im Rahmen der Vertragsverhandlungen über die PIPE erfahrenen Insiderinformationen in den kotierten Effekten bzw. den davon abgeleiteten Derivaten handeln kann. Es wird jedoch im Einzelfall zu prüfen sein, ob eine Ausnahme vorliegt, indem das Effektengeschäft zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, Effektengeschäfte zu tätigen, dient.⁷⁴⁶

3. Strafbarkeit von Verwaltungsrat, Placement Agent, Finder und Geschäftsleitungsmitglied und PIPEs-Investor

- 11 Ein Verwaltungsratsmitglied, ein Geschäftsleitungsmitglied, der Placement Agent, der Finder oder ihre Hilfspersonen als hochrangige Entscheidungsträger mit ausgeprägter Vertrauensstellung haben in dieser Funktion Kenntnis von anstehenden PIPEs-Transaktionen. Diese stellen vertrauliche⁷⁴⁷ Tatsachen und Insiderinformationen über die Kapitalstruktur, die Vermögenslage und die Ertragslage der emittierenden AG dar.⁷⁴⁸ Die Bekanntmachung einer anstehenden PIPEs-Transaktion wird in den meisten Fällen den Kurs der kotierten Beteiligungsrechte beeinflussen. Die Emission von PIPEs wird aufgrund des gewährten Emissionsdiskonts

⁷⁴⁵ Art. 128 FinfraV.

⁷⁴⁶ Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV.

⁷⁴⁷ Vertrauliche Tatsachen sind nur einem engen Personenkreis bekannt (TRECHSEL/JEAN-RICHARD, Art. 161 N. 17).

⁷⁴⁸ Vgl. BGE vom 15.2.2002 2A.567/2001. Insbesondere die Absicht einer AG, sich an einer kotierten AG durch eine Minderheitsbeteiligung (bspw. mittels PIPEs) zu beteiligen, stellt eine Tatsache dar (BGE vom 21.8.2000 E. 9 c dd 2A.150/2000).

eine Verwässerung der Beteiligungen der bisherigen Aktionäre zur Folge haben.⁷⁴⁹ Die kotierten Beteiligungsrechte reagieren deshalb und weil PIPEs-Transaktionen Spekulationen über die wirtschaftliche Lage der emittierenden AG aufkeimen lassen i.d.R. mit einem erheblichen⁷⁵⁰ Kursverlust. Die Strafbarkeit ist gegeben, wenn die Insiderinformation absichtlich zum Kauf der Effekten der kotierten AG oder von daraus abgeleiteten Derivaten bzw. zur Abgabe einer Empfehlung bezüglich einer solchen Effekte oder daraus abgeleiteten Derivaten ausgenützt wird und dabei ein Vermögensvorteil⁷⁵¹ erzielt wird. Strafbar ist auch die Kenntnisgabe der vertraulichen PIPEs-Transaktion an einen Dritten.⁷⁵² Die Vertraulichkeit wird erst durch eine genügend klare Information der Öffentlichkeit, d.h., wenn sie nach Massgabe der Bestimmungen über die Ad-hoc-Publizität oder auf gleichwertige Art und Weise veröffentlicht wurde, und nicht bereits im Rahmen eines Börsengerüchts, aufgehoben.⁷⁵³

4. Strafbarkeit von PIPEs-Investoren

- 12 Auch ein PIPEs-Investor, der nicht gleichzeitig auch Verwaltungsrat, Geschäftsleitungsmitglied oder von diesen beauftragt ist, kann wegen Ausnutzung von Insiderinformationen mit Busse bestraft werden, sofern er diese ausnützt, um in der Schweiz zum Handel zugelassene Effekten oder daraus abgeleitete Derivate zu handeln und sich dabei einen Vermögensvorteil verschafft. Strafbar ist auch das Ausnutzen einer auf einer Insider-

⁷⁴⁹ BERK/DEMARZO, S. 448.

⁷⁵⁰ Von einer Erheblichkeit geht man bei Aktienkursausschlägen zwischen 10 und 20 % aus (TRIPPEL/URBACH, Art. 161 N. 27).

⁷⁵¹ Ein vorübergehender Buchgewinn genügt (TRECHSEL/JEAN-RICHARD, Art. 161 N. 21).

⁷⁵² Art. 154 Abs. 1 FinfraG.

⁷⁵³ BGE 118 Ib 448 E. 6 = Pra 1982 (1993) Nr. 149 E. 6b.

information beruhenden Empfehlung.⁷⁵⁴ Insiderinformationen können PIPEs-Investoren insbesondere während der Verhandlungsphase mitgeteilt werden.

5. Verpönte Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen im Effektenhandel

- 13 Handelsgeschäfte gestützt auf vertrauliche und preissensitive Informationen über Effekten und Emittenten sind für Effektenhändler und andere der Aufsicht der FINMA unterstehende Personen nicht zulässig.⁷⁵⁵

B. Short-Selling

1. Problematik und Anwendungsfälle

- 14 Leerverkäufe von Stammaktien einer emittierenden AG müssen innerhalb der vorgesehenen Frist mit Stammaktien gedeckt werden. Die Deckung erfolgt i.d.R. durch ein von anderen Marktteilnehmern gewährtes Wertpapierdarlehen. Es ist nicht immer einfach, genügend Stammaktien am Markt für Leerverkaufszwecke zu beschaffen, weil PIPEs-Emittenten i.d.R. klein- bis mittelgrosse AGs mit illiquiden Titeln sind. Ein vollumfängliches Hedging eines PIPEs-Investments unter diesen Voraussetzungen ist deshalb nicht oder nur zu sehr unattraktiven Konditionen möglich. Ein PIPEs-Investor könnte darum leicht zu einem Leerverkauf verleitet werden, ohne bzw. ohne vollumfänglich Deckungsgeschäfte für die leer verkauften Stammaktien einzugehen.

⁷⁵⁴ Art. 154 FinfraG.

⁷⁵⁵ Art. 11 BEHG i.V.m. FINMA-Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln, Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel, N. 7 ff.

Die Short-Selling-Problematik erstreckt sich auf folgende Anwendungsfälle:

- Ein PIPEs-Investor investiert in PIPEs mit einer Kotierungsfrist von ein bis zwei Monaten und verkauft gleichzeitig kotierte Stammaktien im Umfang der dem PIPEs-Investment entspringenden Stammaktien leer, ohne ein entsprechendes Deckungsgeschäft zu tätigen.
- Ein PIPEs-Investor verkauft Stammaktien leer und verbreitet unwahre Gerüchte am Markt mit der Absicht, den Stammaktienkurswert zu drücken.

2. Unzulässigkeit von Naked Short-Selling

- 15 Naked Short-Selling ist nach Schweizer Recht und den anwendbaren Bestimmungen der SIX Swiss Exchange verpönt. Die Eidgenössische Bankenkommission und ihre Nachfolgeorganisation FINMA haben sich in einer Stellungnahme klar gegen die Zulässigkeit von ungedeckten Leerverkäufen ausgesprochen. Solche Praktiken stehen nicht im Einklang mit den Aufsichtsregeln zum Marktverhalten, insbesondere, wenn sie zu Marktverzerrungs- oder Marktmanipulationszwecken eingesetzt werden. Naked Short-Selling ist sowohl für Kunden als auch für Nostro verboten. Die Banken haben im Rahmen von Effektenverkäufen von Kunden sicherzustellen, dass diese in der Lage sind zum Abwicklungstermin die leer verkauften Effekten zu liefern.⁷⁵⁶ Ein Effekthändler hat sämtliche Lieferverpflichtungen aus Eigenleerverkaufsgeschäften i.d.R. ausschliesslich aus Eigenbeständen mittels Securities-Borrowing zu decken.⁷⁵⁷ Na-

⁷⁵⁶ Mitteilung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 19. September 2008.

⁷⁵⁷ Art. 13 (Belieferung von Short-Positionen des Effekthändlers) 2008 Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäfts der Schweizerischen Bankiervereinigung.

ked Short-Selling ist an der SIX nicht zulässig.⁷⁵⁸ Naked Short-Selling kann auch eine Form von Marktmanipulation darstellen, weil dadurch bekanntlich irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage und den Kurs von Effekten gegeben werden, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind.⁷⁵⁹ Strafrechtlich relevant wird Naked Short-Selling jedoch nur, wenn es in der Absicht ausgeführt wird, den Kurs erheblich zu beeinflussen, und zusätzlich wider besseres Wissens falsche oder irreführende Informationen verbreitet werden oder Verkäufe und Käufe beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundenen Personen getätigt werden.⁷⁶⁰

3. Market Rigging

a. Als aufsichtsrechtlicher und strafrechtlicher Tatbestand

- 16 Market Rigging⁷⁶¹ ist verpönt.⁷⁶² Es ist gar strafbar, wenn es in der Absicht und „wider besseren Wissens“ erfolgt, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen.⁷⁶³ Auch die Verbreitung von wahren Informationen kann diesen Tatbestand erfüllen. Die verbreiteten wahren Informationen müssen in einen Zusammenhang gestellt werden, der die Kapitalmarktteilnehmer in die Ir-

⁷⁵⁸ SWX Mitteilung Nr. 67/2008.

⁷⁵⁹ Art. 143 Abs. 1 lit. b FinfraG.

⁷⁶⁰ Art. 155 FinfraG.

⁷⁶¹ Als Market Rigging wird die bewusste Verbreitung von Falschinformationen oder von irreführenden Informationen zur Beeinflussung von kotierten Effekten in die gewünschte Richtung bezeichnet (WATTER, Kursmanipulation, S. 196).

⁷⁶² Art. 143 Abs. 1 FinfraG.

⁷⁶³ Art. 155 Abs. 1 FinfraG.

re führt und sie zu falschen Schlüssen verführt.⁷⁶⁴ Diesbezüglich muss aber sicheres Wissen bestehen. Eventualvorsatz genügt nicht.⁷⁶⁵ Der Tatbestand kann auch durch Schweigen über eine Tatsache erfüllt werden, wenn eine vorgeschriebene Ad-hoc-Publizitätsmeldung nicht erstattet wird.⁷⁶⁶ Das Verbreiten von wissentlich unwahren Börsengerüchten zur „Unterstützung“ einer Leerverkaufsposition ist demnach strafbar. Das Verbreiten von irreführenden Gerüchten und das Streuen von wahrheitswidrigen Informationen ist nach Auffassung der FINMA marktmissbräuchlich.⁷⁶⁷

b. Verpönte Verbreitung von preissensitiven Informationen

- 17 Effekthändler und andere der Aufsicht der FINMA unterstellte Personen dürfen keine falschen, unvollständigen oder irreführenden preissensitiven Informationen über Effekten oder Emittenten in der Absicht verbreiten, andere Marktteilnehmer zu täuschen.⁷⁶⁸

4. Nicht gehörige Erfüllung von vertraglichem Leerverkaufsverbot

- 18 Ein mit dem PIPEs-Investor vereinbartes vertragliches Leerverkaufsver-

⁷⁶⁴ TRECHSEL/JEAN-RICHARD, Art. 161^{bis} N. 6.

⁷⁶⁵ BBI 1993 I 1429.

⁷⁶⁶ REHBERG/SCHMID, S. 261.

Eine solche Konstellation ist bspw. bei einem Stammaktionär denkbar, der zugleich Verwaltungsrat der emittierenden AG ist und für die Erstattung der Ad-hoc-Publizitätsmeldungen über eine PIPEs-Transaktion zuständig ist, jedoch der Meldepflicht nicht nachkommt, um den Kurswert seiner Beteiligung hochzuhalten.

⁷⁶⁷ Mitteilung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 19. September 2008.

⁷⁶⁸ FINMA-Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln, Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel, N. 38.

bot sollte mit einer vertraglichen Konventionalstrafe verbunden werden, da die nicht gehörige Erfüllung eines Leerverkaufsverbots i.d.R. nicht das Vermögen der emittierenden AG schädigt, sondern dasjenige der Aktionäre. Der Stammaktienkurspreiserfall zufolge von unerlaubten Leerverkäufen vermindert den Wert der Beteiligungen der Aktionäre. Diese haben aber keinen direkten Anspruch gegen den PIPEs-Investor. Die Ausrichtung einer Konventionalstrafe setzt keinen Schaden voraus, verlangt jedoch den Nachweis eines Verschuldens einer nicht gehörigen Erfüllung einer Unterlassungspflicht durch den Schuldner.⁷⁶⁹ Zum Ausgleich des durch den Verstoß gegen das vertragliche Leerverkaufsverbot eingetretenen Schadens im Vermögen der Aktionäre kann den geschädigten Aktionären ein Forderungsrecht gegenüber dem PIPEs-Investor auf Unterlassung von Leerverkaufsgeschäften in Form eines echten Vertrags zugunsten Dritter eingeräumt werden.⁷⁷⁰ Ein durch die nicht gehörige Erfüllung des Leerverkaufsverbots verursachter Schaden kann von den geschädigten Aktionären geltend gemacht werden.⁷⁷¹ Diese müssen nur objektiv bestimmbar sein und nicht namentlich genannt werden.⁷⁷²

C. Verkauf nicht kotierter PIPEs in Form von Stammaktien als kotierte Stammaktien

1. Problematik und Anwendungsfälle

- 19 Der Verkauf von PIPEs in Form von nicht kotierten Stammaktien durch einen PIPEs-Investor vor deren Kotierung ist problematisch. Ein solcher Verkauf geschieht ausserbörslich im OTC-Handel. Solche Geschäfte sind

⁷⁶⁹ Art. 161 Abs. 1 OR; BGE 122 III 422 E. 2a.

⁷⁷⁰ Art. 112 Abs. 2 OR; BGE 98 II 307 E. 1.

⁷⁷¹ Art. 161 Abs. 1 OR.

⁷⁷² BGE vom 22. April 2004 E. 4.3 5C.7/2004.

nicht unüblich, weil PIPEs-Investoren oft Effekthändler⁷⁷³ sind und ein PIPE i.d.R. eine beträchtliche Beteiligung am Kapital der emittierenden AG darstellt. Der börsliche Verkauf solcher Blockbeteiligungen an klein- bis mittelgrossen emittierenden AGs hätte nämlich einen drastischen Kursverfall der kotierten Stammaktien zur Folge. Für den Käufer einer solchen ausserbörslich erworbenen Blockbeteiligung ist es schwierig, herauszufinden, ob die erworbenen Stammaktien kotiert sind oder nicht.

Die typischen Anwendungsfälle von Verkäufen nicht kotierter PIPEs in Form von Stammaktien sind:

- Ein PIPEs-Investor verkauft PIPEs in Form von nicht kotierten Stammaktien ohne Mitteilung der fehlenden Kotierung leer und deckt die Leerverkäufe mit den später kotierten PIPEs in Form von Stammaktien.⁷⁷⁴
- Ein PIPEs-Investor verkauft PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien ohne Mitteilung der fehlenden Kotierung leer und kauft kotierte Stammaktien zur Deckung des Leerverkaufs (Wash Sale).⁷⁷⁵
- Ein PIPEs-Investor verkauft PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien ohne Mitteilung der fehlenden Kotierung leer und platziert im Markt gleichzeitig auszuführende Kauf- und Verkaufsaufträge, um den Eindruck zu erwecken, dass die Leerverkaufsposition im Markt gedeckt wird (Matched Orders).⁷⁷⁶
- Ein Marktteilnehmer verkauft Stammaktien einer emittierenden AG leer, bevor die im Rahmen einer PIPEs-Transaktion emittierten

⁷⁷³ Vgl. Zum Begriff „Effekthändler“ das FINMA-Rundschreiben 2008/5 vom 20. November 2008.

⁷⁷⁴ Vgl. SEC v. Shane, Civil Action No. 05-civ-4772 (S.D.N.Y.2005)

⁷⁷⁵ SEC v. Langley Partners L.P., et al., Civil Action No.1:06cv00467 (D.D.C.2006).

⁷⁷⁶ In the Matter of Spinner Asset Management, LLC and Spinner Global Technology Fund, Ltd., Securities Act Release No. 8763 (December 20, 2006).

Stammaktien kotiert werden, und deckt die Leerverkäufe mittels der durch seine Kunden gehaltenen PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien.⁷⁷⁷

2. Anwendbare Straftatbestände

a. Betrügerischer Verkauf von Wertpapieren

- 20 Der Straftatbestand „Betrug“ schützt das individuelle Vermögen von Anlegern und ist ein Vermögensverschiebungsdelikt.⁷⁷⁸ Der Verkauf von nicht kotierten Stammaktien als bereits kotierte Stammaktien kann den Tatbestand des „betrügerischen Verkaufs von Wertpapieren“⁷⁷⁹ erfüllen.⁷⁸⁰ Eine in solche Machenschaften involvierte natürliche Person⁷⁸¹ führt den Vertragspartner absichtlich arglistig in die Irre unter Vorspiegelung der Tatsache einer Kotierung der verkauften Stammaktien unter der Annahme, dass der Käufer diese Tatsache nicht auf Richtigkeit überprüfen wird. Nach der Usanz im börslichen und ausserbörslichen Wertpapierhandel⁷⁸² zwischen Effektenhändlern werden gekaufte Stammaktien wohl nicht auf deren Kotierung überprüft.⁷⁸³ Keine Arglist und somit

⁷⁷⁷ SEC v. Friedman, Billings, Ramsey & Co., et al., Civil Action No. 06-cv-02160 (D.D.C.2006).

⁷⁷⁸ Vgl. BGE 122 IV 197 E. 2c.

⁷⁷⁹ WATTER, Kursmanipulation, S. 197.

⁷⁸⁰ Art. 146 StGB.

⁷⁸¹ Ein PIPEs-Investor in Form einer juristischen Person, Gesellschaft oder Einzelfirma kann mit bis zu CHF 5 Mio. gebüsst werden, sofern der Betrugstatbestand wegen mangelhafter Organisation des PIPEs-Investors keiner bestimmten natürlichen Person zugerechnet werden kann (Art. 102 Abs. 1 und 3 f. StGB).

⁷⁸² Ein persönlicher Kontakt zwischen dem Betrüger und dem Betrogenen ist nicht erforderlich. Deshalb ergeben sich diesbezüglich auch keine unterschiedlichen Rechtsfolgen für den ausserbörslichen OTC-Erwerb und den börslichen Erwerb (JEAN-RICHARD, S. 263).

⁷⁸³ Vgl. BGE 113 Ib 170 E. 3c aa, wo eine künstliche Erhöhung des Verkaufspreises von börslich gehandelten Stammaktien zufolge Parkings, d.h. einer vorübergehenden Verknappung der Li-

auch kein betrügerischer Verkauf von Wertpapieren liegt vor, wenn der Käufer die Kotierung von PIPEs ohne besondere Mühe hätte überprüfen können. Leicht überprüfbar sind insbesondere bereits gemachte Ad-hoc-Publizitätsmitteilungen über die entsprechende PIPEs-Transaktion. Der verursachte Irrtum muss für die Schädigung des Vermögens des Käufers kausal sein. Demnach muss der Beweis erbracht werden, dass ohne die vorgetäuschte Kotierung der Käufer die PIPEs nicht gekauft hätte. Dieser Beweis kann mitunter schwierig zu erbringen sein, weil Wertpapierkaufentscheide gestützt auf mehrere Beweggründe, insbesondere die prognostizierte Kursentwicklung, gemacht werden. Der Nachweis der Erbringung einer unangemessen hohen Geldleistung in freiwilliger Weise durch den Käufer ist i.d.R. aufgrund des nicht kotierter Effekten inhärenten Liquiditätsdiskonts unproblematisch.⁷⁸⁴ Die Bereicherung des Täters ergibt sich unmittelbar aus der Vermögensentwertung des Käufers und ist somit stoffgleich.⁷⁸⁵

b. Wash Sales und Matched Orders als Formen strafbarer Kursmanipulation?

- 21 Im Gegensatz zum Betrug schützt der Tatbestand der Kursmanipulation das Vertrauen in einen sauberen, unverfälschten und chancengleichen Kapitalmarkt.⁷⁸⁶ Wash Sales und Matched Orders⁷⁸⁷ mittels börslich ge-

quidität, und unverbindlicher Kaufangebote als arglistiges Verhalten bezeichnet wurde.

⁷⁸⁴ PETER, S. 124.

⁷⁸⁵ Vgl. JEAN-RICHARD, S. 265 FN 51.

⁷⁸⁶ TRECHSEL/JEAN-RICHARD, Art. 161^{bis} N. 2.

⁷⁸⁷ Bei Wash Sales und Matched Orders finden tatsächlich Transaktionen im Rahmen eines Verkaufsgeschäfts von Wertschriften statt. Käufer und Verkäufer sind entweder wirtschaftlich identisch oder agieren gestützt auf eine vertragliche Abmachung (WATTER, Kursmanipulation, S. 196). Bei Matched Orders wird gleichzeitig eine Verkaufs- und Kaufsorder über dieselbe Anzahl Wertschriften von der wirtschaftlich oder vertraglich verbundenen Gruppe ausgeführt. Bei Wash Sales kann die Ausführung einer Verkaufs- und Kaufsorder über dieselbe Anzahl Wert-

handelter Effekten sind strafbar, wenn sie in der Absicht getätigt werden, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen, um daraus für den PIPEs-Investor oder Dritte einen unrechtmässigen Vorteil zu erzielen.⁷⁸⁸ Die Beeinflussung kann mittels Verbreitung von irreführenden Informationen wider besseren Wissens oder mittels Käufen und Verkäufen direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Personen erfolgen. An der Absicht der erheblichen Kursbeeinflussung wird es bei im Rahmen von PIPEs-Transaktionen getätigten Wash Sales und Matched Orders i.d.R. fehlen. Der PIPEs-Investor will ja i.d.R. bloss, aber immerhin einen Leerverkauf von noch nicht kotierten Stammaktien vertuschen.

c. Ungetreue Geschäftsbesorgung

- 22 Der Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsführung wird wohl erfüllt, wenn zur Deckung von leer verkauften Stammaktien PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien aus Kundendepots bezogen werden und der Kunde nicht vorher zur Verwendung eingewilligt hat.⁷⁸⁹ Der Vermögensverwalter verletzt absichtlich die vertraglichen Treuepflichten⁷⁹⁰ gegenüber seinem Kunden, indem diesem ein Vermögensschaden aus der zumindest vorübergehend aufgehobenen Verfügbarkeit über die PIPEs erwächst.⁷⁹¹

schriften gleichzeitig erfolgen. Sie muss es aber nicht.

⁷⁸⁸ Art. 155 Abs. 1 lit. b FinfraG.

⁷⁸⁹ Vgl. ZR 90 (1991) Nr. 84.

⁷⁹⁰ Vgl. BGE 120 IV 190 E. 2b, wo eine Treuepflichtverletzung bejaht wurde, als ein Vermögensverwalter riskantere Anlagen als im Vermögensverwaltungsvertrag vereinbart getätigt hatte.

⁷⁹¹ Eine Vermögensschädigung liegt auch bei bloss vorübergehender Unverfügbarkeit über PIPEs in Form von noch nicht kotierten Stammaktien vor (vgl. BGE 121 IV 104 E. 2d).

3. Verletzung der Effekthändlerverhaltenspflichten

a. Belieferung von Short-Positionen des Effekthändlers

- 23 Die Deckung von eigenen Leerverkaufspositionen von Effekthändlern⁷⁹² durch Kundenbestände stellt eine Verletzung der gegenüber dem Kunden geschuldeten Treuepflicht dar, wenn keine anderslautende Vereinbarung mit dem Kunden abgeschlossen wurde. Lieferverpflichtungen aus Eigengeschäften müssen grundsätzlich ausschliesslich aus Eigenbeständen des Effekthändlers gedeckt werden.⁷⁹³

b. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten

- 24 Handelsgeschäfte mit Effekten müssen einem echten Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen und einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen. Marktmanipulationen mittels Auftragseingaben, um den Anschein von Marktaktivitäten zu erwecken oder Liquidität, Börsenkurs oder Bewertung von Effekten zu verzerren, sowie Scheingeschäfte sind nicht zulässig. Dazu gehören insbesondere Wash Sales und Matched Orders.⁷⁹⁴

⁷⁹² Ein Effekthändler ist jede natürliche und juristische Person und Personengesellschaft, die gewerbmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kauft und verkauft, auf dem Primärmarkt öffentlich anbietet oder selbst Derivate schafft und öffentlich anbietet (Art. 2 lit. d BEHG). Vgl. auch FINMA-Rundschreiben 2008/5 Effekthändler, Erläuterungen zum Begriff Effekthändler.

⁷⁹³ Art. 11 BEHG i.V.m. Art. 13 (Beliierung von Short-Positionen des Effekthändlers) 2008 Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäfts der Schweizerischen Bankiervereinigung.

⁷⁹⁴ Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln, Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effekthandel, N. 22 ff.

4. Vertragliche Ansprüche

a. Schlechterfüllung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien

- 25 Eine Schlechterfüllung liegt vor, wenn die Auslegung des Kaufvertrags im konkreten Einzelfall zum Schluss führt, dass beim ausserbörslichen Verkauf von Aktienblöcken an kotierten AGs kotierte Aktien geschuldet sind.⁷⁹⁵ Ohne weitere Anhaltspunkte für eine fehlende Kotierung muss gestützt auf eine Auslegung nach Treu und Glauben⁷⁹⁶ i.d.R. angenommen werden, dass kotierte Aktien geschuldet sind. Zu einem anderen Auslegungsergebnis kann man bspw. kommen, wenn die Tatsache einer PIPEs-Emission und die Identität der PIPEs-Investoren den Marktteilnehmern hinlänglich bekannt sind.

b. Sachmängelgewährleistung zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien

- 26 Beim ausserbörslichen Verkauf eines Aktienblocks an einer kotierten AG sind i.d.R. kotierte Aktien geschuldet. Demnach kommen dem Käufer Sachgewährleistungsansprüche aus Kaufvertrag zu, weil die verkauften Aktien einen Rechtsmangel – die fehlende Kotierung – aufweisen, die deren Wert durch den ihnen inhärenten Liquiditätsabschlag gerade bei kleinkapitalisierten Werten erheblich mindern. Die fehlende Kotierung wird gerade im gewerbsmässigen Effektenhandel die Tauglichkeit zum vorausgesetzten Gebrauch – den kurzfristigen Kauf und Verkauf von Wertschriften – erheblich mindern oder gar aufheben.⁷⁹⁷ Keine Sachmängelgewährleistungsansprüche entstehen, wenn der Käufer gestützt auf die Vertragsauslegung nicht auf die Kotierung des verkauften Aktienblocks

⁷⁹⁵ Art. 97 Abs. 1 OR.

⁷⁹⁶ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY, N. 1224 ff.

⁷⁹⁷ Art. 197 Abs. 1 OR.

vertrauen durfte. Beim ausserbörslichen Erwerb von vermeintlich kotierten Aktien gehört die Überprüfung der Kotierung nicht zur Verkehrssitte im Wertschriftenhandel zwischen Effektenhändlern.⁷⁹⁸ Sie kann unter Umständen bei Geschäften zwischen einem Effektenhändler und einem Private Equity Fund bejaht werden, weil Letzterer vor allem privat platzierte Beteiligungsrechte hält.

c. Grundlagenirrtum zufolge Lieferung nicht kotierter Aktien

- 27 Der Käufer kann sich auf einen Grundlagenirrtum berufen, wenn die Kotierung des verkauften Aktienblocks nach Treu und Glauben als eine im Geschäftsverkehr notwendige Grundlage betrachtet werden kann und *conditio sine qua non* für die Bildung des Kaufentscheids des Käufers war.⁷⁹⁹ Letztlich muss die Bedeutung des irrtümlich vorgestellten Sachverhalts für den Vertragspartner des irrenden Käufers erkennbar sein.⁸⁰⁰

d. Sorgfaltspflichtverletzung zufolge Deckung von Leerverkäufen mit Kundenaktien

- 28 Ein Vermögensverwalter, der eigene Leerverkäufe von kotierten Stammaktien der emittierenden AG in ungerechtfertigter Weise durch PIPEs in Form von nicht kotierten Stammaktien von Kunden deckt, verletzt vermögensverwaltungsvertragliche Pflichten gegenüber dem Kunden.⁸⁰¹ Das Verschulden wird bei Vertragsverletzung vermutet.⁸⁰²

⁷⁹⁸ Vgl. § 8 N. 19.

⁷⁹⁹ BGE 79 II 155 E. 4; BGE 97 II 43 E. 2.

⁸⁰⁰ BGE 105 II 16 E. 5.

⁸⁰¹ Beim Vermögensverwaltungsauftrag handelt es sich um einen einfachen Auftrag (vgl. BERTSCHINGER, S. 6 m.w.H.). Es wird sich beim Verhältnis zwischen dem Kunden und dem Effektenhändler i.d.R. um einen Kommissionsvertrag handeln (Art. 425 ff. OR).

⁸⁰² Art. 97 Abs. 1 OR.

D. Hedging als Form einer verpönten Kursmanipulation?

1. Problematik und Anwendungsfall

29 Hedge Funds sichern i.d.R. PIPE mittels entsprechender Hedginggeschäfte ab. Sie wollen dadurch den Emissionsdiskont realisieren. Die Absicherung kann direkt am Kapitalmarkt durch kotierte Stammaktien erfolgen oder durch andere Wertpapiere.⁸⁰³ Erfolgt die Absicherung mittels kotierter Stammaktien im Rahmen eines Delta-Neutral-Hedginggeschäfts⁸⁰⁴ oder eines Bearish-Delta-Tilt-Hedginggeschäfts⁸⁰⁵, kann gegebenenfalls eine verpönte Kursmanipulation vorliegen. Mit anderen Worten, liegt eine verpönte und strafbare Matched Order bzw. ein Wash Sale vor, wenn Effekten ausserbörslich erworben und gleichzeitig zu Hedgingzwecken Stammaktien der emittierenden AG verkauft werden?

2. PIPEs-Hedging als hybride Primärmarkt- und Sekundärmarkttransaktion

a. Delta-Neutral-Hedging

30 Matched Orders und Wash Sales⁸⁰⁶ sind grundsätzlich strafbar, wenn sie

⁸⁰³ Vgl. § 8 N. 5 für eine Auflistung der möglichen Hedginggeschäfte.

⁸⁰⁴ Ein Delta-Neutral-Hedginggeschäft zeichnet sich durch sich aufhebende Long- und Short-Positionen aus. Es werden exakt gleich viele Stammaktien leer verkauft wie den PIPEs entspringen. Insbesondere bei stark volatilen, in Stammaktien wandelbaren Wertpapieren kann sich die Aufrechterhaltung einer Delta-Neutral-Hedgingposition als mühsam erweisen, weil sich das Δ (vgl. § 8 N. 1) ständig verändert.

⁸⁰⁵ Es handelt sich beim Bearish Delta Tilt um ein Hedginggeschäft, bei dem mehr Stammaktien leer verkauft werden als den PIPEs entspringen. Im Resultat ergibt sich somit eine Nettoleerverkaufsposition. Diese erlaubt nicht nur die Realisierung des Emissionsdiskonts, sondern auch eine gewinnbringende Anlage bei einem Kursverfall der kotierten Stammaktien.

⁸⁰⁶ Vgl. § 8 N. 21.

in der Absicht getätigt werden, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten zu beeinflussen.⁸⁰⁷ Eventualvorsatz genügt für die Erfüllung des Tatbestands. Die Bestimmung bezweckt zudem einzig den Schutz des Effektenhandels auf dem Sekundärmarkt.⁸⁰⁸ Primärmarkttransaktionen fallen deshalb nicht in den Anwendungsbereich der Bestimmung. PIPEs-Hedginggeschäfte setzen sich i.d.R.⁸⁰⁹ aus einer Primärmarktkomponente und einer Sekundärmarktkomponente zusammen. Die Emission der PIPEs erfolgt auf dem Primärmarkt und das Absicherungsgeschäft auf dem Sekundärmarkt. Hedginggeschäfte sind marktübliche Handelsstrategien, die primär der Vermögensabsicherung durch Risikoverminderung dienen. Sie verfolgen demnach einen legitimen Zweck und sind nicht „unrechtmässig“.⁸¹⁰ Demnach fallen Delta-Neutral-Hedginggeschäfte nicht in den Anwendungsbereich von Art. 155 Abs. 1 FinfraG.

b. Bearish-Delta-Tilt-Hedging

- 31 Eine Bearish-Delta-Tilt-Position setzt sich genau betrachtet aus einem Delta-Neutral-Hedginggeschäft und aufgrund der überschüssenden Short-Position in den kotierten Stammaktien aus einer Nettoleerverkaufsposition zusammen. Deshalb finden die zum Delta-Neutral-Hedginggeschäft⁸¹¹ und zum Leerverkauf⁸¹² gemachten Ausführungen entsprechend Anwendung.

⁸⁰⁷ REHBERG/SCHMID, S. 261.

⁸⁰⁸ BBl 1993 I 1376.

⁸⁰⁹ Jedoch nicht, wenn die PIPEs aus Vorratsaktien- oder eigenen Aktienbeständen stammen.

⁸¹⁰ BBl 1993 I 1428.

⁸¹¹ Vgl. § 8 N. 29.

⁸¹² Vgl. § 8 N. 13 ff.

E. Irreführung in Bezug auf Hedging- und Investmentabsichten

1. Problematik und Anwendungsfälle

- 32 Im Rahmen von PIPEs-Transaktionen lassen sich emittierende AGs oft vertraglich von PIPEs-Investoren versichern, dass diese überhaupt nicht oder nur in beschränktem Umfang in Hedginggeschäfte vor dem Abschluss der PIPEs-Transaktion eintreten. Die emittierende AG will dadurch sicherstellen, dass der Kurswert der kotierten Stammaktien im Vorfeld nicht übermäßig gedrückt wird.⁸¹³

Emittierende AGs können im Rahmen von PIPEs-Transaktionen in zwei Grundkonstellationen in die Irre geführt werden:

- PIPEs-Investoren sichern der emittierenden AG schriftlich zu, keine Hedginggeschäfte vor Abschluss der PIPEs-Transaktion einzugehen. Sie verpflichten sich gegebenenfalls auch vertraglich, die PIPEs als längerfristiges Investment zu halten. Nichtsdestotrotz tätigen sie vor Abschluss der PIPEs-Transaktion Leerverkäufe.⁸¹⁴
- PIPEs-Investoren verpflichten sich vertraglich, dass sie die PIPEs als längerfristiges Investment betrachten. Trotzdem verkaufen sie die PIPEs nach kurzer Zeit und tätigen gegebenenfalls auch Hedging.

2. Betrügerischer Kauf von PIPEs

- 33 Zwar kann eine Irreführung in Bezug auf Hedging- und Investmentabsichten durch einen PIPEs-Investor bei der emittierenden AG durchaus einen Irrtum erwecken, der für eine Vermögensverschiebung in Form der

⁸¹³ Vgl. § 8 N. 13 für die negativen Signaleffekte, die mit einem starken Kurszerfall der kotierten Stammaktien verbunden sind.

⁸¹⁴ SEC v. Pollet, Civil Action 1937 (E.D.N.Y.2005).

Emission von PIPEs kausal ist. Das Unterzeichnen der entsprechenden Hedgingverbotsvereinbarung stellt wohl eine täuschende Machenschaft oder zumindest eine nur mit besonderer Mühe auf Richtigkeit hin überprüfbare einfache Lüge dar.⁸¹⁵ Die emittierende AG als vertragsschließende Partei schädigt sich aber i.d.R. nicht selbst am Vermögen, das sich aus der Gesamtheit ihrer geldwerten Güter zusammensetzt. Durch den frühzeitigen Verkauf ihrer Stammaktien bzw. durch die Hedginggeschäfte mit ihren Stammaktien wird nämlich der Marktwert der Stammaktien der emittierenden AG verringert. Diese sind i.d.R. Teil des Vermögens der Aktionäre und nicht der emittierenden AG.⁸¹⁶ Eine Schädigung des Vermögens der emittierenden AG liegt vor, wenn sie Bestände an eigenen Aktien hält und diese aufgrund der vereinbarungswidrigen Tätigkeit des PIPEs-Investors an Wert verlieren.⁸¹⁷ Unter diesen Umständen und wenn eine Absicht zur unrechtmässigen Bereicherung beim Verkäufer besteht, sind die Tatbestandsvoraussetzungen eines betrügerischen Kaufs von Wertschriften erfüllt.⁸¹⁸

3. Vertragliche Ansprüche

a. Absichtliche Täuschung

- 34 Die emittierende AG kann unter Umständen geltend machen, dass sie absichtlich getäuscht wurde. Die Absicht, ein vertraglich vereinbartes Hedgingverbot nicht einzuhalten, stellt eine Täuschung über innere Um-

⁸¹⁵ REHBERG/SCHMID, S. 168 f.; BGE 111 IV 55 E. 2.

⁸¹⁶ Durch die Vorspiegelung einer vermeintlichen Investmentabsicht und Irreführung in Bezug auf die Hedgingabsichten liegt keine Verfügung zum Schaden Dritter vor, weil eine solche eine Verfügung über Vermögen Dritter und eine Verfügungsmacht des Täters über diese voraussetzt (TRECHSEL/CRAMERI, Art. 146 N. 17).

⁸¹⁷ Vgl. BGE 102 IV 84 E. 5; BGE 105 IV 102 E. 1d f.

⁸¹⁸ Art. 146 Abs. 1 StGB.

stände dar. Im konkreten Einzelfall kann trotz fehlenden vertraglichen Hedgingverbots nach Treu und Glauben oder der herrschenden Anschauung eine Aufklärungspflicht vonseiten des PIPEs-Investors über eine Absicht zur Eingehung von Hedginggeschäften bestehen. Jedoch nicht, wenn die emittierende AG davon ausgehen musste, dass der PIPEs-Investor sein Investment mittels Hedginggeschäften absichert.⁸¹⁹ Davon muss eine emittierende AG wohl ausgehen. Eine solche Annahme besteht wohl aber nicht, wenn ein Private Equity Fund in PIPEs investiert. Die Täuschung vonseiten des PIPEs-Investors muss für den Abschluss der PIPEs-Emission kausal sein. Das heisst, die emittierende AG müsste die PIPEs-Transaktion nicht mit dem entsprechenden PIPEs-Investor abgeschlossen haben, wenn sie von der geplanten Hedgingtransaktion bzw. der fehlenden längerfristigen Investitionsabsicht gewusst hätte.⁸²⁰ Der Vertrag ist unter diesen Voraussetzungen auch unverbindlich, wenn der Irrtum nicht die Qualität eines Grundlagenirrtums erreicht.⁸²¹

b. Grundlagenirrtum?

- 35 Denkbar ist auch die Anfechtung der zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor abgeschlossenen Verträge gestützt auf Grundlagenirrtum, wenn die Unterbindung von Hedginggeschäften *conditio sine qua non* für den Vertragsabschluss vonseiten der emittierenden AG war. Das wird i.d.R. aufgrund der schwerwiegenden Folgen von Hedginggeschäften für den Stammaktienkurs der emittierenden AG der Fall sein. Zu diesem subjektiven Element muss hinzukommen, dass nach den Gepflogenheiten des loyalen Geschäftsverkehrs i.d.R. ein Hedgingverbot vereinbart wird und dass nach Treu und Glauben die Bedeutung des

⁸¹⁹ Vgl. BGE 116 II 431 E. 3.

⁸²⁰ Vgl. BGE 53 II 143 E. 1a; BGE 99 II 308 E. 4c; BGE 116 II 428 E. 3a.

⁸²¹ Art. 28 Abs. 1 OR.

Hedgingverbots bzw. des längerfristigen Investitionshorizonts für die emittierenden AGs vom PIPEs-Investor erkennbar sein muss.⁸²² Meistens wird es an der Erfüllung des letzten Tatbestandselements mangeln, weil PIPEs mit oder ohne Hedgingverbotsbestimmungen abgeschlossen werden.

c. Schlechterfüllung

- 36 Wird das Hedgingverbot als Nebenleistungspflicht in einem Vertrag zwischen der emittierenden AG und dem PIPEs-Investor festgehalten und verletzt der PIPEs-Investor das vertragliche Hedgingverbot in mindestens fahrlässiger Weise, können Schadenersatzansprüche gelten gemacht werden.⁸²³

4. Toxic PIPEs

a. Problematik und Anwendungsfall

- 37 Die Emission von Toxic PIPEs⁸²⁴ kann verheerende Auswirkungen auf den Marktwert der Stammaktien der emittierenden AG haben. Sie sind sehr anfällig auf Kursmanipulationen, weil der Emissionspreis der PIPEs zum Zeitpunkt der Umwandlung in Stammaktien festgelegt wird.

Der typische Anwendungsfall ist die Emission von Toxic PIPEs in Form von in Stammaktien wandelbaren Vorzugsaktien, Vorzugspartizipationscheinen und Fremdkapitalanteilen durch eine finanziell schwer angeschlagene AG an einen Hedge Fund. Der Hedge Fund sichert mittels ei-

⁸²² Vgl. § 8 N. 27.

⁸²³ Art. 97 Abs. 1 OR.

⁸²⁴ Vgl. § 5 N. 62.

nes Delta-Neutral-Hedginggeschäfts seine hypothetische Long-Position in den kotierten Stammaktien am Markt durch Leerverkäufe ab. Durch die Hedginggeschäfte bricht der Stammaktienkurs weiter ein. Dadurch wird die emittierende AG verpflichtet, dem PIPEs-Investor mehr Stammaktien zum Ausgleich des Kursverlusts zu liefern. Aufgrund der erhöhten Long-Position verkauft der PIPEs-Investor mehr Stammaktien leer. Der Teufelskreis kann sich munter weiter drehen, bis der Wert der Stammaktien praktisch CHF 0 beträgt und der PIPEs-Investor seine Leerverkaufspositionen eindecken und einen erheblichen Gewinn einstreichen kann.⁸²⁵

b. Strafbare Kursmanipulation in Form von Painting-the-Tape-Geschäften?

- 38 Grundsätzlich erfüllen die im Rahmen von Toxic PIPEs getätigten Hedginggeschäfte keine Straftatbestände. Short-Selling stellt keinen strafbaren Tatbestand dar. Naked Short-Selling i.d.R. auch nicht. Sie können aber den Tatbestand einer verpönten Kursmanipulation in Form einer Painting-the-Tape-Handelspraxis⁸²⁶ mit dem Ziel, den Kurs der gehandelten Stammaktien erheblich zu beeinflussen, erfüllen bzw. strafbare Wash Sales⁸²⁷ oder Matched Orders⁸²⁸ darstellen.

⁸²⁵ Vgl. GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F.3d 189 (3rd Cir. 2001); Guary v. Winehouse, 190 F.3d 37 (2nd Cir. 1999); RGC Int'l Inv., LDC v. Greka Energy Corp., 2001 WL 312454 (Del. Ch. 2001) (No. 176740).

⁸²⁶ Als „Painting the Tape“ bezeichnet man die Ausführung mehrerer strafbarer Wash Sales oder Matched Orders, um ein hohes Handelsvolumen und Anlegerinteresse vorzutäuschen (WEINER/TOTINO, S. 189).

⁸²⁷ Vgl. § 8 N. 21.

⁸²⁸ Vgl. § 8 N. 21.

c. Vertragliches Hedgingverbot und Konventionalstrafe

- 39 Es empfiehlt sich für die AGs bei der Emission von Future-Priced PIPEs dem PIPEs-Investor ein vertragliches Hedgingverbot aufzuerlegen. Die Vereinbarung einer Konventionalstrafe dient der Verbesserung der Stellung der emittierenden AG zufolge Ausfall des Schadensnachweises.⁸²⁹ Mit anderen Worten, die Konventionalstrafe ist auch geschuldet, wenn die Pflicht zur Unterlassung von Hedginggeschäften nicht gehörig erfüllt wird und der emittierenden AG kein Schaden erwächst.⁸³⁰ Da der durch die Missachtung des vertraglichen Hedgingverbots verursachte Vermögensschaden in erster Linie bei den Aktionären eintritt, empfiehlt sich die Vereinbarung eines echten Vertrags zugunsten der Aktionäre⁸³¹ auf Unterlassung von Hedginggeschäften.⁸³² Der Unterlassungsanspruch kann demnach direkt von den Aktionären gegenüber dem PIPEs-Investor geltend gemacht werden.⁸³³ Die tatsächliche Ausführung von Hedginggeschäften stellt dann eine nicht gehörige Erfüllung dieser Pflicht dar. Der PIPEs-Investor wird für den verschuldeten Schaden ersatzpflichtig.⁸³⁴

* * *

⁸²⁹ Art. 160 Abs. 1 OR. Vgl. BGE vom 25. Oktober 2005 4C.241/2005.

⁸³⁰ Art. 161 Abs. 1 OR.

⁸³¹ Objektive Bestimmbarkeit des Dritten genügt (BGE vom 22. April 2004 E. 4.3 5C.7/2004).

⁸³² Art. 112 Abs. 2 OR; 47 II 208 E. 1.

⁸³³ BGE 83 II 277 E. 2.

⁸³⁴ Art. 97 Abs. 1 OR.

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht **Etudes suisses de droit des marchés financiers**

- 100 **Bankinsolvenzrechtliche Finalität bei der systemischen Abwicklung von Zahlungen und Effektttransaktionen**
von Dr. Luzius Staehelin
2012. XXIV, 120 Seiten, broschiert, CHF 65.–
- 101 **Die Offenlegung von Management-Transaktionen**
von Dr. Oliver Fritschi
2011. XLIV, 275 Seiten, broschiert, CHF 86.–
- 102 **Regulating Ratings**
The Credit Rating Agency Oligopoly from a Regulatory Perspective
von Dr. Aline Darbellay
2011. XXXVII, 220 Seiten, broschiert, CHF 78.–
- 103 **Neukonzeption der Rechtsprechungsordnung im Börsenwesen**
von Prof. Dr. Rolf H. Weber/Simone Baumann
2012. XXIV, 126 Seiten, broschiert, CHF 79.–
- 104 **Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen**
von Dr. Lukas Lezzi
2012. XXXVI, 282 Seiten, broschiert, CHF 87.–
- 105 **Insider Dealing in Takeovers**
Developments in Swiss and EU regulation and legislation
von Dr. Karin Lorez
2013. XXXVIII, 210 Seiten, broschiert, CHF 79.–
- 106 **Internationale Standards über Finanzkonglomerate und das chinesische Aufsichtsrecht**
von Dr. Jun Liang
2013. XLVI, 236 Seiten, broschiert, CHF 82.–
- 107 **Kundenschutz bei externer Vermögensverwaltung**
Geltendes Recht, Schwachstellen und Handlungsbedarf
von Dr. Benedict Burg
2013. LXII, 322 Seiten, broschiert, CHF 92.–
- 108 **Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert**
von Prof. Dr. Rolf Sethe/Prof. Dr. Thorsten Hens/Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone/
Prof. Dr. Rolf H. Weber (Hrsg.)
2013. XII, 348 Seiten, broschiert, CHF 92.–
- 109 **Sovereign Wealth Funds**
Governance and Regulation
von Dr. Guanglong Shi
2013. XXXVIII, 262 Seiten, broschiert, CHF 82.–
- 110 **Regelung der Werbung im Bank- und Kapitalmarktrecht**
von Dr. Martin Brenncke
2013. CXX, 1290 Seiten, broschiert, CHF 148.–

- 111 **Informationsmissbrauch im Finanzmarkt**
Eine Untersuchung des börsenrechtlichen Systems zur Ahndung und Abwehr von Informationsmissbrauch im schweizerischen Finanzmarkt
von Dr. Martin Karl Weber
2013. LXVIII, 272 Seiten, broschiert, CHF 89.–
- 112 **Finanzstabilität: Status und Perspektiven**
von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone/Prof. Dr. Jean-Charles Rochet (Hrsg.)
2014. VIII, 356 Seiten, broschiert, CHF 94.–
- 113 **Best execution im Spannungsfeld neuer Finanzmarktphänomene**
von Dr. Matthias Portmann
2013. LXVIII, 226 Seiten, broschiert, CHF 85.–
- 114 **Too Big to Fail and Structural Reforms**
A comparative look at structural banking reforms in Switzerland and the UK and the underlying legal and economic background
von Dr. Urs Hofer
2014. LX, 546 Seiten, broschiert, CHF 108.–
- 115 **Financial Assistance bei LBO-Transaktionen**
Eine Gläubigerschutzanalyse unter Berücksichtigung postakquisitorischer Umstrukturierungen
von Dr. Stephan Weibel
2013. L, 334 Seiten, broschiert, CHF 92.–
- 116 **Schiedsgerichtsbarkeit: Eine Streitbeilegungsmethode für Anlegerstreitigkeiten**
von Dr. Susanna Gut
2014. L, 248 Seiten, broschiert, CHF 85.–
- 117 **Crowdfunding im Finanzmarktrecht**
von Dr. Simone Baumann
2014. LXVIII, 234 Seiten, broschiert, CHF 85.–
- 118 **Obligations et responsabilité du dépositaire de placements collectifs**
Analyse juridique comparée de l'activité de dépositaire en droit suisse et français
von Dr. Vaïk Müller
2014. XXXVIII, 360 Seiten, broschiert, CHF 94.–
- 119 **International Regulatory Cooperation: An Analysis of Standard Setting in Financial Law**
von Dr. Stefan A. Wandel
2014. L, 208 Seiten, broschiert, CHF 82.–
- 120 **Der revidierte schweizerische Insiderstraftatbestand**
von Dr. Lukas Fahrländer
2015. LXX, 400 Seiten, broschiert, CHF 98.–
- 121 **Die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit**
Eine Betrachtung des schweizerischen Finanzmarktrechts im Lichte internationaler Standards und des Rechts der Europäischen Union
von Dr. Elias Bischof
2016. LXXII, 368 Seiten, broschiert, CHF 96.–