



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:  
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

# Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XI



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

## Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XI

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 978-3-7255-7693-7

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>The Federal Act on Financial Market Infrastructures – Impact on Market Participants</b>	7
<i>Prof. Dr. Rashid Bahar, Rechtsanwalt, LL.M., Assoziierter Professor an der Universität Genf, Partner bei Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	
<b>SIX Exchange Regulation – Quo vadis?</b>	79
<i>Rodolfo Straub, Head SIX Exchange Regulation, SIX Swiss Exchange AG, Zürich</i>	
<b>Investorenkommunikation und Social Media</b>	95
<i>Theodor Härtsch, Rechtsanwalt, Partner bei Walder Wyss AG, Zürich</i>	
<b>Haftung von Ratingagenturen</b>	131
<i>Dr. Jürg Frick, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich, und Hanna Jost, Rechtsanwältin, Mitarbeiterin bei Baur Hürlimann AG, Baden</i>	
<b>Kotierung einer Schweizer Gesellschaft im Ausland</b>	195
<i>Dr. Philippe A. Weber, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich, und Alessandro Stanchieri, MLaw UZH, Junior Associate bei Niederer Kraft &amp; Frey AG, Zürich</i>	
<b>Regulierung und Haftung von Proxy Advisors</b>	229
<i>Dr. Thomas U. Reutter, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	

# Kotierung einer Schweizer Gesellschaft im Ausland

Philippe A. Weber/Alessandro Stanchieri\*

## Inhalt

I.	Einleitung .....	196
II.	Ausgewählte Rechtsfragen .....	198
	1. Corporate Governance und Vergütung .....	198
	2. Zwischendividenden .....	201
	a) Allgemeines.....	201
	b) Echte Zwischendividende.....	202
	c) Alternativen zur echten Zwischendividende .....	205
	aa) Nennwertrückzahlung.....	206
	bb) Dividendenreserve .....	207
	d) Stellungnahme.....	208
	3. Bucheffekten und GAFI Regeln .....	208
	a) Meldepflichten gemäss Obligationenrecht .....	208
	b) Ausnahmen von der Meldepflicht .....	209
	aa) Kotierung nur eines Teils der Aktien .....	209
	bb) Kotierung im Ausland.....	210
	cc) Bucheffekten.....	211
	c) Fazit.....	213
	d) Exkurs: Verbriefung, Wertrechte und Bucheffekten .....	214
	4. Buchführung und Rechnungslegung .....	215
	a) Rechnungslegungsstandards.....	215
	b) Währung für die Rechnungslegung .....	221
	5. Börsenrechtliche Regelungen .....	222
	a) Übernahmerecht .....	222
	aa) Keine Angebotspflicht nach Schweizer Börsenrecht .....	222
	bb) Statutarische Lösung.....	224
	cc) Vertragliche Lösung .....	226
	b) Offenlegung von Beteiligungen .....	227
	c) Marktverhaltensregeln.....	228

---

\* Die Autoren danken stud. iur. Pascal Burgunder für die Unterstützung bei der Recherche zu diesem Beitrag. Der Vortragsstil wurde weitgehend beibehalten.

## I. Einleitung

Die Wirtschaft ist zunehmend von Globalität geprägt. Grössere Industrie- und Dienstleistungsunternehmen operieren regelmässig ausserhalb der Landesgrenzen, oft weltweit. Ebenso ist das Aktionariat grösserer Unternehmen regelmässig international.

Ein Phänomen der Globalität ist auch, dass Schweizer Unternehmen ihre Beteiligungsrechte an einer Börse im Ausland primärkotieren. Zu dieser Situation kann es zum einen kommen, wenn ausländische Gesellschaften ihren Sitz in die Schweiz verlegen und entweder bereits im Ausland kotiert sind<sup>1</sup> oder im Zusammenhang mit der Sitzverlegungen in die Schweiz ihre Aktien neu im Ausland kotieren.<sup>2</sup> Zum anderen kann es dazu kommen, wenn bereits in der Schweiz ansässige Unternehmen ihre Beteiligungsrechte neu an einer ausländischen Börse kotieren.<sup>3</sup> Der vorliegende Beitrag befasst sich primär mit den zwei letztgenannten Situationen, d.h. mit der Neukotierung von Aktien einer Schweizer Gesellschaft im Ausland.<sup>4</sup>

Die Gründe für eine Neukotierung im Ausland (statt in der Schweiz) sind vielfältig, z.B. die anvisierten Investoren sind im Ausland oder haben eine

---

<sup>1</sup> Beispiele dafür sind die Sitzverlegung der NYSE-kotierten ACE-Versicherung von den Cayman Inseln in die Schweiz im Jahr 2008 oder der Coca Cola HBC, deren Aktien in Griechenland und an der LSE in London kotiert sind, von Griechenland in die Schweiz im Jahr 2013.

<sup>2</sup> Ein aktuelles Beispiel dafür ist die EDAG Engineering Group, die im Jahr 2015 ihren Sitz von Deutschland in die Schweiz verlegt und gleichzeitig ihre Aktien gemäss Prime Standard an der Frankfurter Börse kotiert hat.

<sup>3</sup> Beispiele dafür sind die in Zug ansässige TCP International Holding AG (Kotierung an der NYSE im Jahr 2014) sowie die in Lugano ansässige Mondo TV (Suisse) AG (AIM Italia 2015).

<sup>4</sup> Für eine ausführliche Darstellung der sich bei einer Kotierung von Beteiligungsrechten in der Schweiz stellenden Rechtsfragen siehe WEBER PHILIPPE/KRONAUER MARKUS/HUBER ANDREA, Die Börsenzulassung in der Schweiz in ihrem rechtlichen und steuerlichen Umfeld, in: HABERSACK/MÜLBERT/SCHLITT (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., Köln 2013, 1492 ff.; WEBER PHILIPPE/DEL VECCHIO CHRISTINA, Initial Public Offerings – Switserland, in: FORD BONNIE/KENNEDY (Hrsg.), Initial Public Offerings, Getting the Deal Through, London 2016, 75 ff.

Präferenz für eine Kotierung an einer ausländischen Börse, möglicherweise ein engerer Bezug des Emittenten zum Ort der Kotierung im Ausland (z.B. Absatzmarkt oder Aktionariat), die Tatsache, dass Vergleichsunternehmen und Wettbewerber (Peers) an der ausländischen Börse kotiert sind sowie, in der Praxis vor allem bei grossen oder spezialisierten Unternehmen wichtig, die Aufnahme in einen oder mehrere bedeutende ausländische Börsenindices.<sup>5</sup>

Die Motivation für eine Kotierung im Ausland kann auch in einem vorteilhafte(re)n regulatorischen Umfeld (z.B. AIM) oder in einer mit der Auslandkotierung erhofften Reputationssteigerung bestehen. Eine Auslandkotierung kann schliesslich etwa auch als Vorbereitung für eine geplante M&A-Transaktion durchgeführt werden, z.B. wenn sich im Ausland kotierte Aktien besser für einen späteren Aktientausch eignen, weil die in Frage kommenden Übernahmekandidaten im Ausland kotiert sind.

In die Überlegungen über eine Kotierung im Ausland sind sodann die Kosten einzubeziehen, die in der Regel eher höher sein werden als im Fall einer Kotierung an der SIX Swiss Exchange.

Eine Kotierung im Ausland kann sich aus rechtlicher Sicht sehr kompliziert gestalten und es würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen, sämtliche im Zusammenhang mit einer solchen Kotierung denkbaren Szenarien und Probleme zu behandeln. Ziel der vorliegenden Publikation soll vielmehr sein, einige aus rechtlicher und/oder praktischer Sicht relevante Themen anzusprechen und die damit verbundenen Probleme darzulegen. Behandelt werden zuerst einige Themen der Corporate Governance sowie gewisse Fragen im Zusammenhang mit der Vergütung. Danach wird die praktisch wichtige Frage der Zulässigkeit und Ausgestaltung von Zwischendividenden angesprochen. Darauf folgend werden gewisse rechtliche Herausforderungen betreffend die neu in Kraft getretenen GAFI-Regeln dargelegt und danach einen Blick auf rechnungslegungsrechtliche Themen geworfen. Zum Abschluss folgen Überlegungen zum Übernahme- und Offenlegungsrecht sowie zur Anwendbarkeit der Schweizer Marktverhaltensregeln.

---

<sup>5</sup> Siehe z.B. die Medienmitteilung der Coca Cola HBC vom 12. September 2013 nach Aufnahme der Aktien der Gesellschaft im FTSE 100 Index.

## II. Ausgewählte Rechtsfragen

### 1. Corporate Governance und Vergütung

Wird eine Schweizer Gesellschaft an einer ausländischen Börse kotiert, stellt sich regelmässig eine Vielzahl von Corporate Governance Fragen.

So kann etwa die Wahl, Zusammensetzung und Amtsdauer sowie die Vergütung des Verwaltungsrates (und der obersten Geschäftsleitung) grosse rechtliche und praktische Herausforderungen mit sich bringen. Relevant in diesem Zusammenhang ist neben dem Aktienrecht im OR insbesondere die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV). Gemäss ausdrücklichem Wortlaut von Art. 1 Abs. 1 VegüV ist die Verordnung auf sämtliche Aktiengesellschaften i.S.v. Art. 620 ff. OR anwendbar, sofern deren Aktien an einer Börse „im In- oder Ausland“ kotiert sind.<sup>6</sup> Es spielt also für die Anwendung der VegüV keine Rolle, ob die Aktien einer Aktiengesellschaft des Schweizer Rechts ausschliesslich im Ausland kotiert sind. Es ist auch nicht von Bedeutung, ob die Aktien vollständig oder nur zum Teil kotiert sind.<sup>7</sup> Relevant ist lediglich, ob die Aktiengesellschaft die Kotierung selbst veranlasst hat.<sup>8</sup>

Daraus folgt unter anderem, dass die Mitglieder des Verwaltungsrates, der Präsident des Verwaltungsrates und die Mitglieder des Vergütungsausschusses für maximal ein Jahr gewählt werden können, wobei eine Wiederwahl möglich bleibt.<sup>9</sup> Diese Regeln stehen unter Umständen im Widerspruch zu

---

<sup>6</sup> D.h. nach geltendem Recht ist die VegüV nicht auf ausländische Gesellschaften anwendbar, selbst wenn deren Aktien in der Schweiz kotiert sind.

<sup>7</sup> VOGT HANS-UELI, in: GERHARD/MAIZAR/SPILLMANN/WOLF (Hrsg.), Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften, GesKR-Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Zürich/St. Gallen 2014, Art. 1 VegüV, N 18.

<sup>8</sup> Erläuternder Bericht zum Vorentwurf zur Verordnung gegen die Abzockerei vom 14. Juni 2013 (abrufbar unter: <[https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2399/Abzockerei\\_Erl.-Bericht\\_de.pdf](https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2399/Abzockerei_Erl.-Bericht_de.pdf)>), 9; SCHÄRER HEINZ, in: OSER/MÜLLER (Hrsg.), Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Zürich 2014, Art. 1 VegüV, N 23.

<sup>9</sup> Art. 3, Art. 4 Abs. 1 und 2 sowie Art. 7 Abs. 1 und 3 VegüV.

den am Ort der Kotierung geltenden Regeln und kotierungsrechtlichen Erfordernissen bzw. zur dortigen Marktpraxis. Auch erschweren diese Bestimmungen möglicherweise die Umsetzung von am Ort der Kotierung üblichen Massnahmen zur Verteidigung von unfreundlichen Übernahmeangeboten.<sup>10</sup> Regelmässig führt auch der Umstand, dass Mitglieder des Verwaltungsrates ausschliesslich von der Generalversammlung gewählt werden können (selbst bei Ersatz eines unter Jahr ausgeschiedenen Mitglieds) auf Unverständnis, zumal sich die vorübergehende Bestellung einer Ersatzperson in der Eigenschaft als „Beobachter“ (*Board Observer*) unter anderem wegen der in diesem Fall wohl kaum direkt anwendbaren gesetzlichen Sorgfalts- und Treuepflicht (Art. 717 OR) und zweifelhaften Verantwortlichkeit nur bedingt als Lösung eignet.<sup>11</sup>

Erheblicher Abklärungsbedarf besteht sodann regelmässig bei der Ausgestaltung der Vergütung von Verwaltungsrat und oberster Geschäftsleitung, da die gemäss VegüV zwingenden Bestimmungen ebenfalls oft in einem gewissen Widerspruch zu den am Ort der Kotierung geltenden Regeln und Standards stehen. Beratungsbedarf besteht in diesem Zusammenhang z.B. bei der Ausgestaltung der gesellschaftsrechtlichen Dokumentation (Statuten, Organisationsreglement, etc.), der Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen sowie in arbeitsrechtlichen Fragen. Beispielsweise ist es in anderen Märkten und Ländern durchaus üblich und möglicherweise sogar erwünscht, dass Mitglieder der obersten Geschäftsleitung einen mehrjährigen Arbeitsvertrag haben, was aber im Widerspruch zu Art. 12 Abs. 1 Ziff. 2 VegüV steht. Ebenso widersprechen möglicherweise Bestimmungen, wonach die Vergütung an Geschäftsleitungsmitglieder unter der Bedingung der nachträglichen Genehmigung der Generalversammlung stehen, ausländischem Arbeitsrecht, welches z.B. anwendbar sein kann, wenn der gewöhnliche Aufenthaltsort eines Geschäftsleitungsmitglieds im Ausland ist.

Vor diesem Hintergrund ist die Frage berechtigt, ob es sinnvoll ist, dass die zwingenden Regeln der VegüV auf Unternehmen anwendbar sind, deren

---

<sup>10</sup> Siehe dazu nachstehend die Ausführungen in Abschnitt II.5.a).

<sup>11</sup> D.h., sofern in solchen Fällen ein neues VR-Mitglied gewählt werden soll, ist eine ausserordentliche Generalversammlung notwendig, was bei kotierten Gesellschaften mit erheblichem Aufwand verbunden ist.

Aktien (ausschliesslich) im Ausland kotiert sind. Unseres Erachtens ist diese Frage zu verneinen und sollte im Rahmen der laufenden Aktienrechtsrevision nochmals überdacht werden. Es wäre angemessener, gemäss dem im Kapitalmarktrecht geltenden Zielmarktprinzip die VegüV-Regeln ausschliesslich auf in der Schweiz primär kotierte Unternehmen anzuwenden,<sup>12</sup> d.h. es dem Recht am Ort der Kotierung zu überlassen, welche Investorenschutzbestimmungen für (nur) dort kotierte Unternehmen gelten sollen. Damit würden auch Normenkonflikte vermieden. Wie einleitend bemerkt, sind die Gründe für eine Kotierung im Ausland vielfältig, und ein Unternehmen wird seine Aktien kaum nur deshalb im Ausland kotieren, weil es dadurch die Schweizer VegüV-Regeln umgehen will. Sollte dies ausnahmsweise dennoch der Fall sein, wäre es unverhältnismässig, allen anderen in der Schweiz ansässigen Unternehmen, die aus legitimen Gründen (nur) im Ausland kotiert sind, das Zwangskorsett der VegüV aufzuerlegen. Davon abgesehen vergibt sich die Schweiz damit einen erheblichen Standortvorteil: Überlegt sich z.B. ein ausländisches Unternehmen eine Sitzverlegung in die Schweiz mit gleichzeitiger Kotierung im Ausland, sind von der VegüV in erster Linie die Entscheidungsträger (Verwaltungsrat und Geschäftsleitung) betroffen; stehen in einem solchen Fall – wie stets üblich – mehrere Länder zur Auswahl (z.B. Niederlande, Irland, Luxemburg), ist die VegüV ein unnötiger „Minuspunkt“ in der Gesamtauswertung und zwar unabhängig davon, ob es im Einzelfall rechtliche Mittel und Wege gibt, um die bereits bestehende oder neu geplante Governance des betreffenden Unternehmens in Einklang mit den zwingenden Regeln der VegüV zu bringen.

Ein weiterer Punkt, der bei der Kotierung im Ausland Aufmerksamkeit erfordert, ist die Kapitalstruktur des Emittenten. Zu prüfen sind unter anderem die Aktienart (Namenaktien oder Inhaberaktien),<sup>13</sup> allfällige Eintragungsbeschränkungen gemäss Art. 685d OR und Stimmrechtsbeschränkungen ge-

---

<sup>12</sup> Konsequenterweise müsste man wohl in diesem Fall die VegüV Regeln auch (aber nur) auf ausländische Gesellschaften anwenden, sofern deren Aktien in der Schweiz primärkotiert sind; allenfalls zu prüfen wäre die Möglichkeit, ähnlich zur übernahmerechtlichen Regelung in Art. 125 Abs. 2 FinfraG, im Fall von Normenkonflikten dem Recht am Sitz der ausländischen Gesellschaften Vorrang zu gewähren. Zu prüfen wäre ferner die Möglichkeit eines „Opting-Out“ für ausländische Gesellschaften.

<sup>13</sup> Siehe dazu auch nachstehend Abschnitt II.3.

mäss Art. 692 Abs. 2 OR (deren spätere Einführung, d.h. nach einer Kotierung, wesentlich schwieriger ist), die Höhe des Aktienkapitals (inkl. Nennwert und Stückelung), sowie die mögliche Schaffung, Höhe und Ausgestaltung (insbesondere mit Bezug auf Verwendungszweck und Ausschluss von Bezugs- und Vorwegzeichnungsrechten) von genehmigtem Kapital gemäss Art. 651 OR und bedingtem Kapital gemäss Art. 653 OR. In dieser Hinsicht erweist sich das Schweizer Recht oft als vergleichsweise flexibel und Widersprüche zu ausländischem Recht und zur Marktpraxis am Ort der Kotierung sind seltener. Komplexer wird es hingegen wieder bei der Ausgestaltung der Dividendenpolitik.

## 2. Zwischendividenden

### a) *Allgemeines*

In zahlreichen ausländischen Rechtsordnungen ist es zulässig oder sogar üblich, mehrmals pro Jahr Dividenden auszurichten.<sup>14</sup> In solchen Fällen spricht man von sog. Interims- oder Zwischendividenden.<sup>15</sup> Verlegt daher beispielsweise eine in den USA börsenkotierte Gesellschaft ihren Sitz in die Schweiz, kann sie ein Interesse daran haben, (weiterhin) mehrmals pro Jahr Dividenden auszurichten. Ebenso kann die Kotierung einer bereits in der Schweiz ansässigen Gesellschaft im Ausland dazu führen, dass die Gesellschaft ab dem Zeitpunkt der Kotierung mehrmals pro Jahr Gewinne ausschütten will, weil dies am Ort der Kotierung üblich ist und von Investoren erwartet wird. In diesen Fällen entsteht ein praktisches Bedürfnis, Zwischen-

---

<sup>14</sup> Vgl. FORSTMOSER PETER/ZINDEL GAUDENZ G./MEYER BAHAR VALERIE, Zulässigkeit der Interimsdividende im schweizerischen Recht, SJZ 2009, 205 ff., 213 f.; THALMANN PAUL/WAIBEL TONY/BUNDI DAVID, Endlich – die Interimsdividende setzt sich im schweizerischen Recht durch, SZW 2007, 18 ff., 19.

<sup>15</sup> Die Zwischendividende ist zu unterscheiden von der Akontodividende, bei welcher es sich lediglich um eine Bevorschussung der zukünftigen Dividende handelt. Aus rechtlicher Sicht sind Akontodividenden als Darlehen einzustufen, dessen Rückzahlung mit der späteren Dividende verrechnet wird; vgl. dazu BSK-VOGT, Art. 675 OR, N 37; VON GREYERZ CHRISTOPH, Die Aktiengesellschaft, in: VON STEIGER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Band VIII/2, Handelsrecht, Basel/Frankfurt 1982, 1 ff., 250; Akontodividenden sind generell wenig praktikabel, THALMANN/WAIBEL/BUNDI (FN 14), 20.

dividenden auszurichten. Dies hat dazu geführt, dass die Zwischendividende auch in der Schweiz gewisse Prominenz erlangt hat.

Von den vorgenannten Fällen zu unterscheiden sind ausserordentliche Dividenden<sup>16</sup> sowie Ausschüttungen nach Verkürzung des Geschäftsjahres.<sup>17</sup>

b) *Echte Zwischendividende*

Bei der herkömmlichen Variante der Zwischendividende („echte“ Zwischendividende) werden Gewinne des laufenden Geschäftsjahres ausgeschüttet. Voraussetzung ist, dass am betreffenden Stichtag ein ausschüttbarer Gewinn vorliegt, welcher durch einen geprüften Zwischenabschluss belegt wird. Trifft dies zu, so kann die Generalversammlung den Zwischenabschluss genehmigen und die Ausrichtung einer Zwischendividende beschliessen.<sup>18</sup> Gemäss einem Teil der Lehre sind echte Zwischendividenden in der Schweiz jedoch unzulässig.<sup>19</sup> Dieser Ansicht zufolge sind echte Zwischendividenden als Vorschüsse zu betrachten und können daher gegebenenfalls von den Aktionären zurückgefordert werden.<sup>20</sup> Es gibt jedoch bei näherer Betrachtung keinen Grund, auf einem geprüften Zwischenabschluss basierende Gewinnausschüttungen zu verbieten.

Gegen die Zulässigkeit von Zwischendividenden spricht vermeintlich, dass damit fiktive Gewinne ausgeschüttet werden, welche möglicherweise am

---

<sup>16</sup> Diese betrifft, wie die herkömmliche Dividende, stets ein abgeschlossenes Geschäftsjahr, wird aber nicht an der ordentlichen Generalversammlung beschlossen; vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 205 f.

<sup>17</sup> Vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 206.

<sup>18</sup> BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 12, N 532; DRUEY JEAN NICOLAS/DRUEY JUST EVA/GLANZMANN LUKAS, Gesellschafts- und Handelsrecht, 11. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2015, § 11, N 31; FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 209.

<sup>19</sup> MÜLLER ROLAND/LIPP LORENZ/PLÜSS ADRIAN, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Aufl., Zürich 2014, 601; SCHWEIZER HANDBUCH DER WIRTSCHAFTSPRÜFUNG (SHWP), Band „Buchführung und Rechnungslegung“, Zürich 2014, 239; VON GREYERZ (FN 15), 249.

<sup>20</sup> Zudem ist nach dieser Ansicht eine Verkürzung des Geschäftsjahres allein zur Umgehung des Verbots der Ausrichtung von Zwischendividenden unzulässig, SHWP (FN 19), 239.

Ende des Geschäftsjahres nicht mehr bestehen, mit anderen Worten Dividenden ausbezahlt würden, obwohl die gesetzlichen Voraussetzungen dafür nicht vorliegen.<sup>21</sup> Dieses Argument erweist sich jedoch bei näherer Betrachtung als ungeeignet, weil es sich lediglich auf die Dauer zwischen den ordentlichen Jahresabschlüssen stützt und das eigentlich relevante Kriterium zur Beurteilung der Zulässigkeit von Zwischendividenden – nämlich die Einhaltung der Kapitalerhaltungs- und Kapitalschutzvorschriften – ausser Acht lässt. Gemäss Art. 675 Abs. 2 OR dürfen Dividenden nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgerichtet werden. Der Sinn dieser Vorschriften liegt darin, die Ausschüttung von Geldern zu verhindern, welche nicht aus erwirtschaftetem Gewinn stammen.<sup>22</sup> Mit anderen Worten kann es keine Rolle spielen, *wann* eine Dividendenzahlung erfolgt, solange die Anforderungen von Art. 675 Abs. 2 OR erfüllt sind.<sup>23</sup> Es leuchtet nicht ein, weshalb unter den gleichen Voraussetzungen, welche für die jährliche ordentliche Gewinnausschüttung erfüllt sein müssen,<sup>24</sup> nicht auch während des laufenden Geschäftsjahres Gewinne aus diesem Jahr ausgeschüttet werden können. Wenn nämlich ein Zwischenabschluss erstellt und ordentlich von der Revisionsstelle geprüft wird, liegt eine dem Jahresabschluss gleichwertige Grundlage vor, um Dividenden auszurichten.<sup>25</sup> Eine besondere Er-

---

<sup>21</sup> Vgl. die Diskussion der verschiedenen Argumente bei SCHÄR DANIEL, Interimsdividenden bei der Verrechnungssteuer, Unzulässiger Ausschluss vom Meldeverfahren durch die ESTV, ST 2001, 371 ff., 372 f.

<sup>22</sup> BSK-VOGT, Art. 675 OR, N 1.

<sup>23</sup> Vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 209, wonach insbesondere darauf geachtet werden muss, dass mit der Ausrichtung einer Zwischendividende nur Gewinn und keinesfalls von den Aktionären geleistetes Kapital ausbezahlt wird; vgl. auch THALMANN/WAIBEL/BUNDI (FN 14), 18, 25, die betonen, die Besonderheit der Interimsdividende liege im Ergebnis einzig darin, dass mit ihr ein Gewinn des laufenden Geschäftsjahres ausgeschüttet wird, bevor für dieses Geschäftsjahr ein Abschluss vorliegt, m.a.W. die Dividende nicht auf einem Jahresabschluss sondern auf einem Zwischenabschluss basiert.

<sup>24</sup> Insbesondere müssen auch die vom Gesetz geforderten Zuweisungen an die Reserven vorgenommen werden, vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 211 m.w.H.

<sup>25</sup> KÄGI URS, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke, Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, Zürich 2012 (SSHW Band 309), § 7, N 52; vgl. ferner THALMANN/WAIBEL/BUNDI (FN 14), 24, wonach auf den Zwischenabschluss sogar

wählung in den Statuten ist für die Ausrichtung von Zwischendividenden nicht erforderlich. Ausschüttungen, welche unter Beachtung dieser Voraussetzungen erfolgen, können auch nicht nachträglich als verdeckte Gewinnausschüttungen oder verbotene Einlagenrückgewähr qualifiziert werden, weil sie aus Sicht des Kapitalschutzes per se als rechtmässig zu erachten sind. Da sich bei der rechtmässigen Ausschüttung einer auf Grundlage des Jahresabschlusses beschlossenen Dividende die Frage nicht stellt, ob sich die Dividende künftig als Eingriff in das Kapital herausstellen könnte, kann sie sich ebenso wenig im Falle einer Ausschüttung basierend auf einem Zwischenabschluss stellen.<sup>26</sup>

Einschränkend ist jedoch zu bemerken, dass dieses Vorgehen nur dann möglich sein sollte, wenn ein Gewinn mit genügender Sicherheit prognostiziert werden kann. Es ist Aufgabe der Revisionsstelle, eine entsprechende Prognose abzugeben.<sup>27</sup> Aus dieser Einschränkung ergibt sich, dass die Ausrichtung einer Zwischendividende zu Beginn des Geschäftsjahres mit grösserer Zurückhaltung ausgerichtet werden muss als am Jahresende.

Teilweise wird auch angeführt, der Gesetzeswortlaut stehe der Ausrichtung von Zwischendividenden entgegen.<sup>28</sup> Bei genauer Betrachtung spricht jedoch auch die Formulierung des Gesetzes nicht gegen die Zulässigkeit von echten Zwischendividenden. Das Gesetz spricht in Art. 675 Abs. 2 OR von *Bilanzgewinn* und nicht – wie zuvor im alten Aktienrecht – von auf Grundlage der Jahresrechnung zu berechnendem Reingewinn. Der Gesetzeswortlaut verlangt jedoch keinen Jahresabschluss und schreibt ebenfalls nicht vor, dass die Periode für die Berechnung des ausschüttbaren Gewinns einem Geschäftsjahr zu entsprechen hat.<sup>29</sup> Der Wortlaut steht somit der Ausrichtung einer Zwischendividende nicht entgegen. Für diese Ansicht spricht auch, dass die

---

die in Art. 11 Abs. 2 FusG vorgesehenen Erleichterungen analog angewendet werden sollen.

<sup>26</sup> THALMANN/WAIBEL/BUNDI (FN 14), 24 f.

<sup>27</sup> Vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 209.

<sup>28</sup> SHWP (FN 19), 239; vgl. auch SCHÄR (FN 21), 372 f., welcher jedoch anführt, der Sinn von Art. 675 Abs. 2 OR spreche für die Zulässigkeit von Zwischendividenden.

<sup>29</sup> THALMANN/WAIBEL/BUNDI (FN 14), 23.

Interimsdividende in der Verordnung zum Verrechnungssteuergesetz erwähnt wird.<sup>30</sup>

Auch der Gesetzgeber hat eingesehen, dass die Ausrichtung einer Zwischendividende möglich sein muss. So wird im aktuellen Entwurf zur Revision des Aktienrechts vorgeschlagen, Zwischendividenden dann zuzulassen, wenn die Generalversammlung deren Ausrichtung beschliesst, eine statutarische Grundlage<sup>31</sup> vorliegt und gemäss einer von der Revisionsstelle geprüften Zwischenbilanz, welche nicht älter als sechs Monate sein darf, ausschüttbare Gewinne vorliegen.<sup>32</sup> Aus diesem Entwurf darf jedoch nicht *e contrario* geschlossen werden, dass eine Zwischendividende nach geltendem Recht unzulässig wäre. Vielmehr soll mit der Einführung dieser Bestimmung in Bezug auf die momentan noch umstrittene Rechtslage Klarheit geschaffen werden.<sup>33</sup>

c) *Alternativen zur echten Zwischendividende*

Die Ausrichtung einer Zwischendividende ist insbesondere dann sinnvoll, wenn ein nicht-börsenkotiertes Unternehmen ausnahmsweise bereits während des laufenden Geschäftsjahres Gewinne ausschütten will. Sollen bei einem börsenkotierten Unternehmen beispielsweise auf Dauer vierteljährlich Dividenden ausgerichtet werden, führt dieses Vorgehen jedoch zu einem unverhältnismässigen Mehraufwand, weil für jede Dividendenausrichtung

---

<sup>30</sup> Art. 21 Abs. 2. VStV; vgl. aber SHWP (FN 19), 239 f., wonach dies für die Beurteilung der Zulässigkeit der Zwischendividende nicht von Bedeutung sei.

<sup>31</sup> Dies wird von der Lehre teilweise (u.E. zu Recht) kritisiert, vgl. FORSTMOSER/ZINDEL/MEYER BAHAR (FN 14), 208; KÄGI (FN 25), § 7, N 53; vgl. dazu ebenfalls den Bericht zur Vernehmlassung zum Vorentwurf vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 17. September 2015 (abrufbar unter: <<https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/ve-ber-d.pdf>>), 15.

<sup>32</sup> Vgl. Art. 675a VE-OR, Vorentwurf vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) (abrufbar unter: <<https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/vorentw-d.pdf>>), 21.

<sup>33</sup> Erläuternder Bericht zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 28. November 2014 (abrufbar unter: <<https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/vn-ber-d.pdf>>), 101.

eine geprüfte Zwischenbilanz sowie ein Generalversammlungsbeschluss erforderlich sind. Zudem unterliegen herkömmliche Dividendenausrichtungen der Verrechnungssteuer.<sup>34</sup> In der Praxis wurden daher Alternativen entwickelt, welche im Folgenden näher betrachtet werden.

*aa) Nennwertrückzahlung*

Als mögliche Alternative zur echten Zwischendividende bietet sich an, vierteljährliche Zahlungen auszurichten und diese nicht mit ausschüttbaren Gewinnen, sondern durch eine Nennwertrückzahlung zu finanzieren. In der Praxis wird dies durch eine Kapitalherabsetzung bewerkstelligt, welche in der Regel mit der Schaffung von genehmigtem und/oder bedingtem Kapital verbunden wird.<sup>35</sup> Die Generalversammlung beschliesst die Nennwertherabsetzung und bestimmt Grösse und Anzahl der Tranchen (üblicherweise sind es deren vier), in welchen die Herabsetzung erfolgen soll. Der Verwaltungsrat führt dann gestützt auf diesen Generalversammlungsbeschluss die einzelnen Teilnennwertherabsetzungen durch und passt jeweils die Statuten entsprechend an. Obwohl Art. 732 Abs. 2 OR nur vom Herabsetzungsbeschluss der Generalversammlung spricht, ist auch für die einzelnen Teilherabsetzungen durch den Verwaltungsrat ein Prüfungsbericht zu erstellen.<sup>36</sup> Ebenfalls muss vor jeder Teilherabsetzung eine Aufforderung an die Gläubiger i.S.v. Art. 733 OR erfolgen.<sup>37</sup> Parallel dazu kann der Verwaltungsrat das den Aktionären zurückgezahlte Kapital durch das von der Generalversammlung regelmässig ebenfalls geschaffene genehmigte und bedingte Kapital erset-

---

<sup>34</sup> Art. 4 Abs. 1 Bst. b VStG; aufgrund des Gesetzeswortlauts („von einem Inländer ausgegebene[n] Aktien“) kann man die Verrechnungssteuer auch nicht durch eine Kotierung im Ausland umgehen. Im Gegenteil führt die Kotierung im Ausland aufgrund des Erfordernisses eines Wohnsitzes in der Schweiz sogar zu einer Erschwerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer, weil regelmässig ein Grossteil der Aktionäre Ausländer sein werden (vgl. Art. 22 Abs. 1 VStG).

<sup>35</sup> Siehe MÜLLER MARTIN L., Staggered Capital Reduction – New Approach to Tax-Free Quarterly Dividends for NYSE-listed Swiss Companies, GesKR 2009, 363 ff.

<sup>36</sup> MÜLLER (FN 35), 366 f.; SIFFERT RINO/ZIHLER FLORIAN, Herabsetzung des Aktienkapitals unter besonderer Berücksichtigung der gestaffelten Kapitalherabsetzung, Jusletter, 29. Juni 2009, R 49.

<sup>37</sup> SIFFERT/ZIHLER (FN 36), N 47; MÜLLER (FN 35), 367.

zen. Faktisch wird damit das gleiche Resultat erzielt wie mit einer Zwischendividende. Der Vorteil dieser Variante liegt – abgesehen davon, dass keine Verrechnungssteuer geschuldet ist – einerseits darin, dass auch nach dem Herabsetzungsbeschluss der Generalversammlung neu geschaffene Aktien von den „Dividenden“ profitieren. Andererseits ist im Gegensatz zur echten Zwischendividende lediglich *ein* Generalversammlungsbeschluss erforderlich. Zudem kann beim Verfahren der Nennwertreduktion auch ohne Gewinnprognose bereits zu Beginn des Jahres eine Auszahlung an die Aktionäre erfolgen. Will die Gesellschaft dieses Vorgehen als Standard einführen, können die erforderlichen Beschlüsse bereits im Rahmen der jährlichen Generalversammlung gefasst werden und die Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung ist nicht erforderlich, was weniger Aufwand und insbesondere weniger Kosten verursacht.

*bb) Dividendenreserve*

Ein weiteres in der Praxis anzutreffendes Vorgehen besteht in der Umbuchung ausschüttbarer Mittel (d.h. aus Bilanzgewinn oder Reserven aus Kapitaleinlagen [Agio]) in eine „Dividend Reserve“, aus welcher dann die Dividendenzahlungen finanziert werden. Dieses Vorgehen ist im Vergleich zur Nennwertherabsetzung weniger komplex und unterliegt aufgrund des Kapitaleinlageprinzips, wonach einbezahltes Kapital (Nennwert sowie Agio) steuerfrei wieder zurückbezahlt werden kann,<sup>38</sup> ebenfalls nicht der Verrechnungssteuer, soweit die Auszahlung aus Kapitaleinlagen finanziert wird. In der Praxis wird eine Maximaldividende pro Aktie, ein Auslaufdatum sowie ebenfalls die Anzahl und die Höhe der Dividendenzahlungen bestimmt; letzteres kann alternativ auch dem Verwaltungsrat übertragen werden.<sup>39</sup> Auch bei diesem Vorgehen erwerben während dem Geschäftsjahr neu geschaffene Aktien Dividendenansprüche.

---

<sup>38</sup> Art. 20 Abs. 3 DBG; Art. 7b StHG.

<sup>39</sup> Diesen Weg hat beispielsweise Transocean im Jahr 2015 gewählt; siehe etwa Medienmitteilungen von Transocean vom 15. und vom 18. Mai 2015.

d) *Stellungnahme*

Wie oben aufgezeigt, sprechen u.E. insbesondere vor dem Hintergrund des Kapitalschutzes die besseren Gründe für die Zulässigkeit der (echten) Zwischendividende. Dennoch ist sie für börsenkotierte Unternehmen nicht praktikabel, weil vor jeder Dividendenausrichtung ein geprüfter Zwischenbericht erstellt und von der Generalversammlung genehmigt werden muss. In der Praxis bedienen sich börsenkotierte Gesellschaften daher entweder der Möglichkeit der Teilnennwertherabsetzung oder bewerkstelligen die Ausschüttung einer Quartalsdividende mittels Umbuchung in eine „Dividend Reserve“. Die Wahl zwischen einem dieser beiden Verfahren kann von verschiedenen Faktoren abhängen, hat aber häufig (auch) steuerrechtliche Gründe.

### 3. Bucheffekten und GAFI Regeln

a) *Meldepflichten gemäss Obligationenrecht*

Am 1. Juli 2015 traten die neuen Bestimmungen des Obligationenrechts in Kraft, welche die von der *Group d'action financière* (GAFI) entworfenen Regeln und Standards zur Bekämpfung der Geldwäscherei umsetzen (Art. 697i ff. OR).<sup>40</sup> Inhaberaktionäre sowie an Aktien wirtschaftlich berechnigte Personen müssen innert Monatsfrist nach Aktienwerb der Gesellschaft Meldung erstatten. Erwerber von Inhaberaktien müssen den Erwerb, Vor- und Nachnamen oder Firma sowie die Adresse melden. Erwerber von Inhaber- oder Namenaktien, welche den Grenzwert von 25 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen erreichen oder überschreiten, müssen der Gesellschaft den Vor- und Nachnamen und die Adresse der natürlichen Person

---

<sup>40</sup> FATF Recommendations vom Februar 2012 (Stand Oktober 2015) (abrufbar unter: <[http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF\\_Recommendations.pdf](http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF_Recommendations.pdf)>); vgl. dazu etwa BERTSCHINGER URS, Das Finanzmarktauf-sichtsrecht Mitte 2014 bis ins vierte Quartal 2015, SZW 2015, 630 ff., 637 ff.; GERICKE DIETER/KUHN DANIEL, Neue Meldepflichten bezüglich Aktionären, Gesellschaftern und wirtschaftlichen Berechtigten – die „société anonyme“ ist Geschichte, AJP 2015, 849 ff.; KUNZ MICHAEL, Umsetzung der GAFI-Empfehlungen 2012, Die Geldwäschereiprävention verlässt den Finanzsektor, Jusletter, 23. Februar 2015, R 24 ff.

melden, für die sie letztendlich handeln (wirtschaftlich berechtigte Person).<sup>41</sup> Bei Nichteinhaltung dieser Pflichten drohen die Vermögensrechte des Aktionärs zu verwirken.<sup>42</sup>

*b) Ausnahmen von der Meldepflicht*

Die erwähnten Meldepflichten bestehen jedoch nicht in allen Fällen. Bei Namenaktien besteht die Meldepflicht gemäss Art. 697i Abs. 1 OR nicht, weil die Identifizierung des Aktionärs bereits aufgrund der Ausgestaltung des Titels als Namenaktie und dem damit verbundenen Anonymitätsverlust ermöglicht wird.<sup>43</sup> Sowohl bei Inhaber- als auch bei Namenaktien besteht keine Meldepflicht, wenn die Aktien an einer Börse kotiert sind<sup>44</sup> oder wenn sie als Bucheffekten ausgestaltet sind.<sup>45</sup> Im Lichte dieser Ausnahmen stellen sich verschiedene anspruchsvolle Abgrenzungsfragen, auf welche im Folgenden eingegangen werden soll.

*aa) Kotierung nur eines Teils der Aktien*

Gemäss Wortlaut von Art. 697i Abs. 1 bzw. Art. 697j Abs. 1 OR finden die GAFI-Meldepflichten keine Anwendung bei Gesellschaften, „deren Aktien nicht an einer Börse kotiert sind“. Aus dieser Formulierung geht nicht klar hervor, ob die Meldepflichten auch dann nicht bestehen, wenn nur ein Teil der Aktien kotiert ist. Klar dürfte sein, dass bei nicht kotierten Unternehmen auch der Erwerb einer einzigen Aktie die Meldepflichten auslöst.<sup>46</sup> Die Botschaft scheint davon auszugehen, dass die Ausnahme nur für Gesellschaften

---

<sup>41</sup> Art. 697i Abs. 1 sowie Art. 697j Abs. 1 OR.

<sup>42</sup> Art. 697m Abs. 2 OR.

<sup>43</sup> Die Meldepflicht gemäss Art. 697j OR besteht jedoch auch bei Namenaktien (vgl. Abs. 1).

<sup>44</sup> Art. 697i Abs. 1 sowie Art. 697j Abs. 1 OR.

<sup>45</sup> Art. 697i Abs. 4 sowie Art. 697j Abs. 3 OR.

<sup>46</sup> Vgl. GERICKE/KUHN (FN 40), 853.

(bzw. ihre Aktionäre) gilt, deren Aktien *alle* an einer Börse kotiert sind.<sup>47</sup> Dieser Ansatz ist jedoch sachwidrig. Ausgehend vom Zweck der GAFI-Regeln, nämlich der Schaffung von Transparenz,<sup>48</sup> sollte zumindest für diejenigen Aktien, welche an einer Börse kotiert sind, keine Meldepflicht bestehen. Dies entspricht auch der in der Botschaft für die Ausnahmeregelung angeführten Begründung, wonach für kotierte Aktien die verlangte Transparenz bereits aufgrund der im Börsenrecht verankerten Meldepflichten gewährleistet wird.<sup>49</sup> Offen bleibt, inwiefern bei einer Teilkotierung die Ausnahme auch für die nicht kotierten Aktien gilt. Gemäss einer jüngeren Praxismitteilung des eidgenössischen Handelsregisteramtes sind die GAFI-Regeln bereits bei Kotierung eines Teils der Aktien generell nicht mehr anwendbar, selbst wenn die Inhaberaktien nicht kotiert sind. Begründet wird dies damit, dass im Falle einer Teilkotierung bereits das Börsenrecht auf sämtliche (auch nicht kotierte) Titel Anwendung findet und sich die geforderte Transparenz bereits aus den börsen- und aktienrechtlichen Meldepflichten ergibt.<sup>50</sup> Dieser Auffassung ist zuzustimmen. Nach der hier vertretenen Ansicht bestehen die Meldepflichten folglich nur bei Gesellschaften, deren Aktien weder ganz noch teilweise an einer Börse kotiert sind.<sup>51</sup>

#### *bb) Kotierung im Ausland*

Stellt man auf den Gesetzeswortlaut ab, gilt die Ausnahme auch für an einer ausländischen Börse kotierte Aktien, denn Art. 697i und 697j OR verweisen

---

<sup>47</sup> Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2014, 605 ff., 659: „Diese Meldepflicht besteht nicht, wenn alle Aktien der Gesellschaft an der Börse gehandelt werden“.

<sup>48</sup> Vgl. FATF Recommendations (FN 40), 22.

<sup>49</sup> Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2014, 605 ff., 616.

<sup>50</sup> Praxismitteilung EHRA vom 24. Juni 2015, N 10, mit Verweis auf BSK-WEBER, Art. 20 BEHG, N 52.

<sup>51</sup> Siehe auch GLANZMANN LUKAS, Neue Transparenzvorschriften bei AG und GmbH (abrufbar unter <[www.recht.ch](http://www.recht.ch)>), 12; LUTZ PETER/KERN MARTIN, Umsetzung der GAFI-Empfehlungen: Massgebliche Auswirkungen bei der Geldwäschereibekämpfung und im Gesellschaftsrecht, SJZ 2015, 301 ff., 308.

ausdrücklich auf Aktien, die an „einer Börse kotiert“ sind.<sup>52</sup> Mit anderen Worten, anders als z.B. in Art. 125 Abs. 1 FinfraG wird nicht ausdrücklich zwischen einer Kotierung im In- und Ausland unterschieden. Stellt man hingegen auf die *ratio legis* ab (Transparenz) und berücksichtigt, dass wie vorstehend ausgeführt der Gesetzgeber die Ausnahme damit begründet, dass bei einer Kotierung die Transparenz durch börsengesetzliche Offenlegungsregeln gewährleistet ist, kommt man zu einem differenzierten Ergebnis: Die Ausnahme gilt in jedem Fall, sofern für Beteiligungen des Schweizer Emittenten am ausländischen Ort der Kotierung mit Art. 120 FinfraG vergleichbaren Offenlegungspflichten gelten.<sup>53</sup> Sofern keine äquivalenten ausländischen Offenlegungsregeln bestehen bzw. sofern diese auf Schweizer Emittenten nicht anwendbar sind, sollte es u.E. auch genügen, wenn die Offenlegungspflichten in den Statuten festgelegt werden.<sup>54</sup>

### cc) *Bucheffekten*

Wie vorstehend erwähnt, bestehen die Meldepflichten auch nicht, wenn die Aktien als Bucheffekten im Sinne des Bucheffektengesetzes ausgestaltet sind. Bucheffekten entstehen gemäss Art. 6 Abs. 1 BEG namentlich mit der Hinterlegung von Wertpapieren oder Globalurkunden bei einer Verwahrungsstelle bzw. mit der Eintragung im Hauptregister einer solchen, wobei

---

<sup>52</sup> Siehe Art. 697i Abs. 1 und Art. 697j Abs. 1 OR.

<sup>53</sup> Also z.B. die Transparenzregeln im EU-Recht sowie die Offenlegungsregeln im Fall einer Kotierung an der NYSE. Gl.M. GERICHKE/KUHN (FN 40), 858; GLANZMANN (FN 51), 12; GLANZMANN LUKAS/SPOERLÉ PHILIP, Die Inhaberaktie – leben Totgesagte wirklich länger?, GesKR 2014, 4 ff, 10, 12, 20; SPOERLÉ PHILIP, die Inhaberaktie, ausgewählte Aspekte unter Berücksichtigung der GAFI-Gesetzesrevision Diss. St. Gallen 2015, Zürich/St. Gallen 2015 (SSHW Band 331), N 807. Dass sich der Gesetzgeber regelmässig von derartigen Überlegungen leiten lässt, machen etwa die Regelungen in Art. 13 Abs. 3 und Art. 18 Abs. 3 KAG deutlich, welche für Vermögensverwalter Befreiungen und Ausnahmen von gewissen gesetzlichen Vorschriften vorsehen, sofern gleichwertige (ausländische) aufsichtsrechtliche Regeln anwendbar sind.

<sup>54</sup> Eine solche Statutenbestimmung wäre u.E. zumindest nicht nichtig i.S.v. Art. 706b OR, so dass sie z.B. im Fall einer einstimmigen Annahme vor dem Börsengang (oder nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist gemäss Art. 706a OR) auch für die Zeit nach einem Börsengang gegenüber den neuen Publikumsaktionären Rechtskraft entfalten sollte.

nach Art. 4 Abs. 3 BEG auch ausländische Banken, Effekthändler, zentrale Verwahrungsstellen und andere Finanzintermediäre als Verwahrungsstelle gelten, sofern sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Effektenkonten führen. Das Gesetz verlangt jedoch einschränkend, dass sich die Verwahrungsstelle in der Schweiz befindet.<sup>55</sup> Auch diese Ausnahme ist daher auf im Ausland kotierte Aktien anwendbar, sofern die (als Bucheffekten ausgestalteten) Titel bei einer Verwahrungsstelle in der Schweiz hinterlegt sind.

In eine ähnliche Richtung geht die Frage, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen allenfalls auch sog. *American Depositary Receipts* (ADRs) eine Ausnahme von der Meldepflicht begründen können. Bei ADRs werden Aktien einer Schweizer Gesellschaft bei einer Schweizer Bank hinterlegt. Eine in den USA liegende Bank gibt auf Basis der hinterlegten Aktien sog. *Receipts* aus, welche in den USA wie Aktien kotiert und (an der Börse oder ausserbörslich) gehandelt werden können.<sup>56</sup> Es stellt sich nun die Frage, ob auch eine derartige indirekte Kotierung über ADRs als Kotierung i.S.d. obligationenrechtlichen Ausnahmen von der Meldepflicht angesehen werden kann.

Dies kann nicht generell beantwortet werden, sondern es ist zwischen den einzelnen Kategorien (*facilities*) von ADRs zu unterscheiden. Bei Level I ADRs kann wohl nicht von einer Kotierung i.S.d. der GAFI-Regeln gesprochen werden, weil solche auf dem OTC-Markt gehandelt werden. Level II und Level III ADRs hingegen müssen nach den Bestimmungen des *Securities Exchange Acts* bei der SEC registriert sein und die entsprechenden Berichts- und Offenlegungspflichten erfüllen und können an amerikanischen Börsen kotiert werden.<sup>57</sup> Es ist daher in solchen Fällen zumindest grundsätzlich denkbar, die indirekte Kotierung über ADRs der Kotierung i.S.v. Art. 697i Abs. 1 bzw. Art. 697j Abs. 1 OR gleichzusetzen, wengleich dies aufgrund des Wortlauts zumindest auf den ersten Blick nicht naheliegen mag. Jedoch wird es durch diesen auch nicht ausgeschlossen. Die Formulie-

---

<sup>55</sup> Art. 697i Abs. 4 bzw. Art. 697j Abs. 3 OR.

<sup>56</sup> Vgl. zu den ADRs Securities and Exchange Commission (SEC), Investor Bulletin: American Depositary Receipts vom 1. August 2012 (abrufbar unter <<https://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>>).

<sup>57</sup> Vgl. zu den verschiedenen Kategorien sowie zur Registrierungspflicht auch HATZ-MANN INGO, IPOs deutscher Emittenten in den USA – ADRs vs. Global (Registered) Shares, Corporate Finance law 2012, 4 ff., 6 f.

„an einer Börse kotiert“ kann ebenfalls so verstanden werden, dass auch eine indirekte Kotierung darunter fällt. Ruft man sich an dieser Stelle wieder die *ratio legis* der Ausnahme von den Meldepflichten für kotierte Aktien in Erinnerung, wird klar, dass es eigentlich keine Rolle spielen kann, ob Aktien direkt oder indirekt kotiert sind. Wichtiger ist vielmehr, dass dem den Meldepflichten zugrunde liegenden Transparenzgedanken Rechnung getragen wird. Letztlich kann die grundsätzliche Anwendbarkeit von Art. 697i Abs. 1 bzw. Art. 697j Abs. 1 OR auf ADRs mit den gleichen Argumenten begründet werden, welche der Gesetzgeber für die Ausnahmeregelung für Bucheffekten anführt.<sup>58</sup>

c) *Fazit*

Wie oben aufgezeigt, erstreckt sich die Ausnahme von den GAFI-Meldepflichten für börsenkotierte Aktien auch auf Aktien, welche an einer ausländischen Börse kotiert sind, solange das relevante Börsenrecht dem Schweizer Recht ähnliche Offenlegungspflichten vorsieht. Dies muss selbst dann gelten, wenn nur ein Teil der Aktien kotiert ist, allerdings nur insoweit, als das relevante Börsenrecht Anwendung findet. Erstreckt sich dieses – wie in der Schweiz – auch im Falle einer Teilkotierung auf alle kotierten und nicht kotierten Aktien, sind auch diese von den GAFI-Meldepflichten ausgenommen. Nach der hier vertretenen Ansicht greift die Ausnahme für kotierte Titel sogar bei einer indirekten Kotierung, etwa über ADRs. Generell ist bei Unklarheit, ob in einem konkreten Fall eine der Ausnahmen von der Meldepflicht besteht, dem Sinn und Zweck der GAFI-Meldepflichten, nämlich der Schaffung von Transparenz, besondere Beachtung zu schenken. Gelangt man zum Ergebnis, dass die Transparenz bereits durch andere Instrumente gewährleistet werden kann, ist eine Ausnahme regelmässig gerechtfertigt. Dies scheint auch der Argumentation des Handelsregisteramts zu entsprechen, be-

---

<sup>58</sup> Vgl. Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2014, 605 ff., 617, wonach die nötige Transparenz bereits aufgrund der Hinterlegung bzw. der Eintragung ins Hauptregister bei der Verwahrungsstelle vorhanden ist.

jaht dieses doch mit ebendieser Argumentation die Anwendbarkeit der Ausnahme von den Meldepflichten bei einer Teilkotierung.<sup>59</sup>

d) *Exkurs: Verbriefung, Wertrechte und Bucheffekten*

Im Einzelfall abzuklären ist, in welcher Form die an der ausländischen Börse zu kotierenden Aktien auszugestalten sind, damit das Clearing und Settlement beim Aktienhandel über die Börse funktioniert. Abhängig vom anwendbaren Recht sowie der Marktinfrastruktur und -praxis am ausländischen Ort der Kotierung sind u.a. die Ausgestaltung als Wertrechte i.S.v. Art. 973c OR oder die Verbriefung in einer Globalurkunde<sup>60</sup> denkbar, verbunden mit der Eintragung im Hauptregister der Verwahrstelle bzw. der Hinterlegung der Globalurkunde bei der Verwahrstelle, wodurch gemäss Art. 6 BEG Bucheffekten im Sinne des Bucheffektengesetzes entstehen.

In diesem Zusammenhang ist auf Art. 4 Abs. 3 BEG hinzuweisen, wonach als Verwahrungsstelle auch ausländische Banken, Effekthändler, zentrale Verwahrungsstellen und andere Finanzintermediäre gelten, sofern sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit Effektenkonten führen. Es ist folglich – aus Sicht des schweizerischen materiellen Rechts – rechtlich möglich und zulässig, Bucheffekten gemäss BEG durch Hinterlegung einer Globalurkunde bei einer ausländischen Verwahrungsstelle zu schaffen. Insbesondere kann somit die Schaffung von Bucheffekten gemäss BEG auch ohne Mitwirkung der SIX SIS AG als zentrale Verwahrungsstelle erfolgen.<sup>61</sup>

Das Bucheffektengesetz, sofern aufgrund der massgebenden kollisionsrechtlichen Bestimmungen anwendbar, regelt ausschliesslich die *Rechte an Bucheffekten*, die Rechte *aus Bucheffekten*, also die Rechte eines Aktionärs ge-

---

<sup>59</sup> Vgl. vorstehend Abschnitt II.3.b)aa).

<sup>60</sup> Gemäss Art. 973b OR kann eine Gesellschaft Globalurkunden ausgeben, sofern die Gesellschaftsstatuten dies vorsehen. Die Globalurkunde ist nach Umschreibung des Gesetzes ein Wertpapier gleicher Art wie die durch sie verkörperten Einzelrechte (Art. 973b Abs. 2 OR). Letztere sind untereinander voll fungibel (vertretbar).

<sup>61</sup> LAMBERT CLAUDE/DALLA TORRE LUCA, in: ZOBL/HESS/SCHOTT (Hrsg.), Kommentar zum Bucheffektengesetz, Zürich 2013, Art. 6 N 12.

genüber der Gesellschaft, werden vom BEG nicht erfasst.<sup>62</sup> Entsprechend sieht Art. 13 Abs. 1 BEG vor, dass die Entstehung von Bucheffekten die Rechte der Anleger unberührt lässt. Aus Art. 13 Abs. 1 BEG folgt schliesslich auch, dass Mitgliedschaftsrechte durch die Entstehung von Bucheffekten nicht etwa in entsprechende Rechte gegen die Verwahrungsstelle umgedeutet werden – die Verwahrungsstelle ist nicht Rechtsträgerin.<sup>63</sup>

Die *Mitgliedschaftsrechte* in einer schweizerischen Aktiengesellschaft, insbesondere auch das Stimmrecht, kann ausüben, wer Aktionär der Gesellschaft ist (vgl. bspw. Art. 689 Abs. 1 OR). Der Nachweis der Aktionärsstellung erfolgt bei *Inhaberaktien* gemäss Art. 689a Abs. 2 OR durch Ausweis des Besitzes an den Aktien, d.h. bei kotierten Gesellschaften typischerweise in Form einer Bestätigung der Depotbank. Bei *Namenaktien* gilt im Verhältnis zur Gesellschaft gemäss Art. 686 Abs. 4 OR als Aktionär, wer im Aktienbuch eingetragen ist.<sup>64,65</sup> Für die Ausübung der Mitgliedschaftsrechte spielt es dabei aus Sicht des schweizerischen Gesellschaftsrechts keine Rolle, ob die Globalurkunde im In- oder Ausland hinterlegt ist.

#### 4. Buchführung und Rechnungslegung

##### a) Rechnungslegungsstandards

Eine Kotierung im Ausland hat auch Einfluss auf die anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften. Gemäss Art. 962 Abs. 1 Ziff. 1 bzw. Art. 963b Abs. 1 OR müssen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere *an einer Börse*

---

<sup>62</sup> PFENNINGER MARKUS, Kommentar zum Bucheffektengesetz (FN 61), Art. 13 N 1.

<sup>63</sup> PFENNINGER MARKUS, Kommentar zum Bucheffektengesetz (FN 61), Art. 13 N 4.

<sup>64</sup> Denkbar ist in gewissen Konstellationen, dass die ausländische Verwahrstelle auch formell zum Aktionär erhoben wird. In diesem Fall üben die Publikums-“Aktionäre“ ihre Aktionärs- bzw. Mitgliedschaftsrechte ggf. lediglich indirekt über die Verwahrstelle (welche ggf. eine entsprechende Vollmacht für die Stimmrechtsausübung erteilt) aus.

<sup>65</sup> Eine weitere Komplexität kann sich bei Namenaktien in Bezug auf die Führung des Aktienbuchs ergeben, da im Unterschied zur Kotierung in der Schweiz die im Schweizer Bankensystem eingespielten Mechanismen für Ein- und Austragung aus dem Aktienbuch nicht spielen.

*kotiert sind*, ab dem Geschäftsjahr 2016<sup>66</sup> zusätzlich zum Jahresabschluss nach Obligationenrecht einen Abschluss bzw. die Konzernrechnung nach einem *anerkannten Rechnungslegungsstandard* erstellen, *wenn die Börse dies verlangt*.<sup>67</sup> Wie im vorstehend diskutierten Fall der GAFI-Regeln unterscheidet der Gesetzeswortlaut nicht zwischen einer Kotierung in der Schweiz und im Ausland.

Auch hier kann aber die Situation auftreten, dass eine Gesellschaft ihre Aktien nicht in der Schweiz, sondern ausschliesslich im Ausland kotiert. Typische Rechnungslegungsstandards bei einer solchen Kotierung im Ausland sind insbesondere US GAAP (im Fall einer Kotierung in den USA) und IFRS EU (im Fall einer Kotierung in einem EU-Mitgliedsstaat).

In der Schweiz ausdrücklich anerkannte Standards für kotierte Schweizer Unternehmen sind gemäss der vom Bundesrat gestützt auf die Delegation in Art. 962a Abs. 5 OR erlassenen Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung (VASR) nur Swiss GAAP FER, US GAAP und IFRS IASB.<sup>68</sup> Wenn somit eine Schweizer Gesellschaft ihre Aktien im Ausland kotieren und die dort für kotierte Gesellschaften massgeblichen Rechnungslegungsstandards (also z.B. IFRS EU) anwenden will (bzw. eventuell sogar muss), stellt sich die Frage, ob dennoch zusätzlich ein Abschluss nach einem in der Schweiz anerkannten Standard erforderlich ist.

Die Anwendbarkeit bzw. Nichtanwendbarkeit von Art. 962 Abs. 1 Ziff. 1 OR und Art. 963b Abs. 1 Ziff. 1 OR (Pflicht zur Erstellung eines Einzelabschlusses bzw. einer Konzernrechnung für Publikumsgesellschaften nach einem anerkannten Standard, wenn es die Börse verlangt) auf im Ausland kotierte Gesellschaften ist weder in diesen Bestimmungen noch dem damit zusam-

---

<sup>66</sup> Das Rechnungslegungsrecht wurde in der Schweiz einer grundlegenden Revision unterzogen und trat am 1. Januar 2013 in Kraft. Die massgebenden Bestimmungen finden sich im OR (insbesondere Art. 957 ff. OR) sowie in der Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung (VASR). Aufgrund der Übergangsbestimmungen ist das neue schweizerische Rechnungslegungsrecht bezüglich der Erstellung von Konzernrechnungen erst für Geschäftsjahre beginnend am 1. Januar 2016 oder später verbindlich.

<sup>67</sup> Ein zusätzlicher Einzelabschluss muss nicht erstellt werden, wenn bereits die Konzernrechnung nach einem anerkannten Standard erstellt wird (Art 962 Abs. 3 OR).

<sup>68</sup> Art. 962a OR i.V.m. Art. 1 Abs. 1 VASR.

menhängenden Art. 962a OR oder der VASR des Bundesrates explizit geregelt. Ebenso ist unklar, wie die im Gesetz ausdrücklich enthaltenen Worte „wenn die Börse dies verlangt“ im vorliegenden Kontext auszulegen sind.

Eine Analyse der Gesetzesmaterialien, insbesondere der Botschaft des Bundesrates zum Gesetzesentwurf und des Amtlichen Bulletins von National- und Ständerat mit den Protokollen zur Gesetzesberatung, ergibt Folgendes:

- Die konkrete Frage, ob auch dann eine Konzernrechnung gemäss einem „anerkannten Standard zur Rechnungslegung“ erstellt werden muss, wenn die Beteiligungsrechte einer Schweizer Gesellschaft ausschliesslich an einer ausländischen Börse kotiert sind, und falls ja, nach welchem Standard, wird in den Materialien nicht ausdrücklich behandelt.
- In seiner Botschaft an das Parlament hielt der Bundesrat indes klar fest, dass mit der Pflicht zur Erstellung eines Abschlusses nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard bei Publikumsgesellschaften der Schutz des Kapitalmarkts erreicht werden soll: „(...) Ein Abschluss nach einem entsprechenden Standard ist zu erstellen, soweit dies im Interesse des Kapitalmarkts oder zum Schutz von Minderheitsbeteiligungen erforderlich ist. (...)“.<sup>69</sup>
- Dass hierbei der *Schweizer* Kapitalmarkt gemeint war, legen sowohl die Botschaft des Bundesrates als auch die parlamentarischen Beratungen zu Art. 962 Abs. 1 Ziff. 1, 962a Abs. 5 und Art. 963b Abs. 1 Ziff. 1 OR nahe, wo wiederholt spezifisch (nur) auf die Schweizer Börsen, insbesondere die SIX, verwiesen wurde. Zwar wurde aus rechtsstaatlichen Gründen auf eine Delegation der Rechtsetzungskompetenz an die privatrechtlich organisierte(n) Schweizer Börse(n) verzichtet. Es herrschte aber Einigkeit, dass die Verordnung des Bundesrates (VASR) eng auf

---

<sup>69</sup> Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff., 1592.; ebenso AB 2010 N 1364 (Votum Nationalrat Stamm). Der Hinweis auf Minderheitsbeteiligungen bezog sich u.E. zumindest primär auf die übrigen Fälle, in denen ein anerkannter Rechnungslegungsstandard anwendbar ist bzw. anwendbar werden kann; siehe Art. 962 Abs. 1 Ziff. 2 und 3 sowie Abs. 2 Ziff. 1-3 OR (Einzelabschluss) und Art. 963b Abs. 1 Ziff. 2 und 3 sowie Abs. 4 OR.

die an den Schweizer Börsen geforderten Standards abzustimmen sei.<sup>70</sup> Auch Justizministerin Simonetta Sommaruga nahm explizit und ausschliesslich auf den Binnensachverhalt Bezug.<sup>71</sup>

- Mit der Einschränkung „*wenn die Börse dies verlangt*“ sollten gemäss Botschaft Widersprüche vermieden werden.<sup>72</sup> Ursprünglich sollte damit möglicherweise primär der Fall vermieden werden, dass ein kotiertes Unternehmen aufgrund des OR einen Einzelabschluss nach anerkanntem Rechnungslegungsstandard erstellen muss, obwohl sich die Börse mit einem Konzernabschluss nach einem solchen Standard begnügt. Allerdings ist dieser Fall ohnehin schon in Art. 962 Abs. 3 OR geregelt, und zudem enthält die Endfassung des Gesetzes den Vorbehalt „*wenn die Börse dies verlangt*“ für beide Fälle (Einzelabschluss und Konzernrechnung, Art. 962 bzw. Art. 963b OR), weshalb der Vorbehalt eine allgemeinere Bedeutung hat.

Die Materialien lassen somit den Schluss zu, dass der Gesetz- und Verordnungsgeber die Möglichkeit der Kotierung einer schweizerischen Gesellschaft im Ausland nicht berücksichtigt hat, sondern lediglich den Fall der Kotierung einer *Schweizer Gesellschaft in der Schweiz* im Auge hatte und

---

<sup>70</sup> AB 2010 N 1910: „(...) Der Bundesrat wird selbstverständlich die Standards festlegen, welche auch die Börse verlangt; das wurde auch schon so in Aussicht gestellt. Der Bundesrat hat alles Interesse, dass die Börsen dann auch funktionieren. (...)“. AB 2011 S. 262: „(...) Die Verordnung des Bundesrates entsteht nicht im luftleeren Raum, sondern es wird mit der Börse, der FINMA, der Revisionsaufsichtsbehörde, dem Bundesamt für Justiz und der Eidgenössischen Steuerverwaltung zusammengearbeitet. (...)“; AB 2010 N 1911: „(...) Vielleicht ändert sich materiell gar nicht viel, da die Regelung der Börse mit den Intentionen des Bundesrates übereinstimmt: Mit Swiss GAAP FER, IFRS und US GAAP sind anerkannte Standards vorgesehen. Da sind wahrscheinlich die Lösungen von Börse und Bundesrat deckungsgleich. (...)“.

<sup>71</sup> AB 2010 N 1911: „(...) Die Schweizer Börse ist keine öffentlich-rechtliche Einrichtung, sondern eine privatrechtliche Aktiengesellschaft, deren grösste Aktionäre unter anderem die zwei Grossbanken UBS und Credit Suisse sind. Aus rechtsstaatlichen Gründen ist es deshalb zwingend notwendig, dass nicht die Schweizer Börse, also die SIX Exchange Regulation, sondern der Bundesrat als demokratisch legitimiertes Exekutivorgan die zulässigen Standards bestimmt. (...)“.

<sup>72</sup> Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff., 1720.

diesbezüglich den Schutz des schweizerischen Kapitalmarkts anstrebt. Vor diesem Hintergrund ist gestützt auf eine historische (Materialien) und teleologische (*ratio legis*) Auslegung die Rechtslage im Fall einer ausschliesslichen Kotierung im Ausland wie folgt zu beurteilen:

Die insofern, als der Gesetzgeber den Fall einer Kotierung im Ausland nicht bedacht hat, am nächsten liegende Auslegung ist, dass ein in der Schweiz anerkannter Rechnungslegungsstandard nur bei einer Kotierung *in der Schweiz* verlangt wird (und es dem Recht am Ort der Kotierung überlassen wird, ob über den allgemeinen Standard des OR hinaus ein zusätzlicher Schutz erforderlich ist). Alternativ kann die Gesetzesbestimmung auch so ausgelegt werden, dass ein in der Schweiz anerkannter Standard nur dann gefordert wird, wenn von der ausländischen Börse *dieser Standard* vorgeschrieben wird (entsprechend dem Gesetzeswortlaut und dem Gesetzeszweck der Kongruenz bzw. zur Vermeidung von Widersprüchen). Dem Gesetzeszweck von Art. 963b Abs. 1 Ziff. 1 OR am nächsten kommt wohl, dass Art. 963b Abs. 1 Ziff. 1 OR auch im Fall einer Kotierung im Ausland gilt, wenn die dortige Börse einen anerkannten Rechnungslegungsstandard verlangt, wobei nicht die vom Bundesrat für eine Kotierung in der Schweiz definierten Standards gelten, sondern jene am Ort der Kotierung. M.a.W. man geht von einer Gesetzeslücke aus, wonach im OR sowie in der VASR eine Regelung für diesen Sonderfall fehlt, die gemäss den Intentionen des Gesetzgebers zu füllen ist. Dies muss insbesondere dann gelten, wenn die Rechnungslegungsstandards am Ort der Kotierung ebenfalls dem Prinzip der „*true and fair view*“ folgen oder vom dortigen Gesetzgeber anerkannt werden.<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> Für die Festlegung anerkannter Rechnungslegungsstandards an EU-regulierten Märkten ist ebenfalls ein staatliches Gremium zuständig, und die entsprechenden EU-Vorschriften sind, soweit nötig, vom nationalen Gesetzgeber der Mitgliedländer in nationales Recht umzusetzen. Es kann deshalb grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass der bei einer Kotierung an einem EU-regulierten Markt anerkannter Rechnungslegungsstandard wie IFRS EU einen zu den in der VASR anerkannten Standards gleichwertiges, hohes Niveau aufweist. Eine zusätzliche Pflicht zur Rechnungslegung nach VASR-Standards würde damit nur eine unnötige administrative Mehrbelastung bedeuten. Das schweizerische Kapitalmarktrecht zielt jedoch darauf ab, Kollisionen mit und Doppelspurigkeiten zu äquivalenten ausländischen, v.a. europäischen, Regelungen, zu vermeiden. Siehe WEBER ROLF H./SETHE ROLF,

Das vorstehende Auslegungsergebnis ist sachgerecht und trägt dem kapitalmarktrechtlichen Prinzip Rechnung, wonach auf den Zielmarkt abzustellen ist. Bei einer Auslandskotierung wird der Schweizer Kapitalmarkt nicht oder nur am Rande in Anspruch genommen, während die Regelung des primär betroffenen Kapitalmarkts und somit der Schutz der Marktteilnehmer durch die ausländischen gesetzlichen Vorschriften und Börsenreglemente erfolgt.<sup>74</sup> Der kapitalmarktrechtliche Schutz erfolgt durch Einhaltung des Standards am Ort der Kotierung; dem Schutz weiterer Interessen, insbesondere von Minderheitsgesellschaftern, wird daneben dadurch ausreichend Rechnung getragen, dass die Konzernrechnung den Anforderungen von Art. 963b Abs. 3 OR genügen muss (d.h. die Emittentin hat kein „Opting-Out“ von Schweizer Rechnungslegungsstandards, sie muss nur nicht die für eine Kotierung in der Schweiz massgeblichen zusätzlichen Standards einhalten, sondern jene am Ort der Kotierung). Demgegenüber wäre eine Auslegung, wonach auch bei einer Auslandskotierung zwingend die Standards gemäss VASR befolgt werden müssen, weder zweckmässig noch durch die Materialien gestützt.<sup>75</sup>

Konkret bedeuten die vorstehenden Ausführungen, dass z.B. ein in Deutschland kotiertes Schweizer Unternehmen, welches im Einklang mit den Regeln der Deutschen Börse und EU Recht eine konsolidierte Jahresrechnung gemäss IFRS EU (statt IFRS IASB) erstellt, die Schweizer Rechnungslegungsvorschriften einhält.

---

Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 2014, 569 ff., insbesondere 572.

<sup>74</sup> Mit anderen Worten, dem Schutz des betroffenen Kapitalmarkts wird durch Einhaltung der einschlägigen ausländischen Gesetze und Regeln am Ort der Kotierung am wirksamsten Rechnung getragen, der schweizerische Kapitalmarkt, in dessen Beachtung das neue schweizerische Rechnungslegungsrecht erlassen wurde, verliert seine Schutzwürdigkeit.

<sup>75</sup> Darüber hinaus würde die Auslegung zu einem überaus stossenden Ergebnis führen, dass zwar ausländische Gesellschaften, die einen von der SIX Swiss Exchange aber nicht in der VSAR anerkannten Rechnungslegungsstand anwenden, ihre Beteiligungsrechte an der SIX Swiss Exchange in der Schweiz kotieren dürfen, umkehrt aber Schweizer Unternehmen, die ihre Aktien nur im Ausland kotieren, zwingend einen in der VSAR anerkannten Rechnungslegungsstandard anwenden, obwohl dies am Ort der Kotierung weder notwendig noch möglicherweise ausreichend ist.

*b) Währung für die Rechnungslegung*

Ein Schweizer Unternehmen, welches seine Beteiligungsrechte an einer ausländischen Börse kotieren will, hat möglicherweise ein Interesse daran, seine Finanzzahlen in der am Ort der Kotierung üblichen Währung zu präsentieren. Das Schweizer Rechnungslegungsrecht bietet hier Flexibilität: Gemäss Art. 957a Abs. 4 und Art. 958d Abs. 3 OR kann sowohl die Buchführung als auch die Rechnungslegung in der Landeswährung *oder in der für die Geschäftstätigkeit wesentlichen Währung* erfolgen. Es kann also grundsätzlich jede ausländische Währung gewählt werden, solange sie sachlich begründbar ist.<sup>76</sup> Wählbar ist gemäss BUCHMANN et al. diejenige Fremdwährung, welche sich auf den grössten Teil des Geschäftsverkehrs oder der Aktiven bezieht.<sup>77</sup> Es fragt sich, ob diese Voraussetzung bereits durch eine Kotierung im Ausland erfüllt ist. Dies kann wohl nicht generell beantwortet werden, sondern erfordert eine einzelfallgerechte Betrachtung. Die Wahl einer Fremdwährung wird man sicherlich dann zulassen müssen, wenn die betreffende Währung einen hinreichenden Bezug zur Geschäftstätigkeit aufweist, ohne sich auf den grössten (sondern eben nur auf einen hinreichend grossen) Teil der Geschäftstätigkeit zu beziehen. Dies ist bereits zu bejahen, wenn das Kotierungsland gleichzeitig einen wichtigen Absatzmarkt des Unternehmens darstellt oder wenn das betreffende Unternehmen seinen Sitz vom Kotierungsland in die Schweiz verlegt. Ein derartiger Zusammenhang dürfte in der Praxis regelmässig vorliegen. Es scheint denn auch nicht Absicht des Gesetzgebers gewesen zu sein, die Zulässigkeit der Buchführung und Rechnungslegung in einer Fremdwährung an allzu hohe Voraussetzungen zu knüpfen. Die Formulierung der Botschaft legt vielmehr den gegenteiligen Schluss nahe, nämlich dass die Wahl der Währung grundsätzlich in der Wahl der Gesellschaft stehen soll, insbesondere dann, wenn es sich um wichtige Währungen wie den US-Dollar oder den Euro handelt. Gegen eine restriktive Handhabung dieser Wahrungswahl spricht nicht zuletzt auch, dass die rele-

---

<sup>76</sup> Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff., 1698; gemäss Ausführungen in der Botschaft sind darunter in der Praxis in erster Linie der US-Dollar und der Euro zu verstehen, grundsätzlich kommt aber jede Währung infrage, solange sie frei konvertibel ist.

<sup>77</sup> BUCHMANN RENÉ/DUSS FABIAN/HANDSCHIN LUKAS, Rechnungslegung in Fremdwährung, ST 2013, 823 ff., 823.

vanten Werte für die Rechnungslegung stets zusätzlich in Landeswährung umgerechnet und angegeben werden müssen, wobei die verwendeten Umrechnungskurse offenzulegen und gegebenenfalls zu erläutern sind. Die Wahl der Währung des Kotierungslandes bei einer Kotierung im Ausland muss daher u.E. selbst dann möglich sein, wenn das betreffende Unternehmen im Kotierungsland keine wesentliche Geschäftstätigkeit ausübt, weil bereits die Kotierung an sich als hinreichender Konnex für die Wahl der Fremdwährung betrachtet werden kann.<sup>78</sup>

## 5. Börsenrechtliche Regelungen

Die Kotierung bringt gewisse börsenrechtliche Pflichten für die betreffende Gesellschaft und ihre Aktionäre mit sich. Als Kotierung i.S.d. Schweizer Börsenrechts gilt grundsätzlich nur eine Kotierung in der Schweiz.<sup>79</sup> Dennoch stellt sich bei einer Kotierung im Ausland die Frage, ob bzw. inwieweit das Schweizer Börsenrecht relevant ist bzw. relevant bleibt.

### a) *Übernahmerecht*

#### aa) *Keine Angebotspflicht nach Schweizer Börsenrecht*

Nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG muss beim Erwerb von Beteiligungspapieren zwingend ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere unterbreitet werden, sofern mit dem Erwerb der Grenzwert von  $33\frac{1}{3}$  Prozent überschritten wird. Gemäss ausdrücklichem Wortlaut von Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG gelten die entsprechenden Gesetzesbestimmungen zum Pflichtangebot nur für Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise „in der Schweiz“ kotiert sind. Die Angebotspflicht besteht

---

<sup>78</sup> Restriktiver aber wohl BÖCKLI PETER, OR-Rechnungslegung, Zürich/Basel/Genf 2014, N 146.

<sup>79</sup> BSK-DAENIKER/WALLER, Art. 2 lit. a-c BEHG, N 29; an diesem Kotierungsbegriff hat sich trotz dessen Anpassung im Rahmen der Verschiebung der börsengesetzlichen Vorschriften ins Finanzmarktinfrastukturgesetz nichts geändert, vgl. Bottschaft zum Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff., 7584.

auch bei teilweiser Kotierung für *sämtliche* Beteiligungspapiere.<sup>80</sup> Für Gesellschaften, welche ausschliesslich an einer ausländischen Börse kotiert sind, besteht somit nach Schweizer Börsenrecht keine Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots.

Dies kann zu Problemen führen, wenn der Emittent am Ort der Kotierung keinen äquivalenten übernahmerechtlichen Regeln untersteht, die Anwendbarkeit solcher Regeln jedoch entweder erwünscht oder für eine Kotierung sogar erforderlich ist:

- Der erstgenannte Fall kann z.B. bei der Kotierung einer Schweizer Gesellschaft in Deutschland eintreten. Die auf EU-Recht basierenden Regeln über Pflichtangebote sind in diesem Fall nicht anwendbar, weil der Emittent seinen Sitz ausserhalb der EU hat. Das daraus folgende Fehlen eines Schutzes vor Kontrollwechseln nach dem Börsengang (d.h. in der Terminologie des Schweizer Rechts sozusagen ein gesetzliches „Opting-Out“) kann sich bei der Vermarktung des Börsengangs als nachteilhaft erweisen.
- Der zweitgenannte Fall kann eintreten, wenn z.B. das Bestehen einer Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots gemäss Kotierungsregeln am Ort der Kotierung Voraussetzung für eine Kotierung ist.

In solchen Fällen bestehen verschiedene Lösungsansätze, z.B. eine gleichzeitige Kotierung in der Schweiz, eine statutarische oder eine vertragliche Regelung der Angebotspflicht. Gegen die erste Lösung spricht i.d.R. der damit verbundene (organisatorische und finanzielle) Mehraufwand. Ausserdem wird sich eine Gesellschaft stets aus gewissen Gründen für eine Kotierung im Ausland und gegen eine Kotierung in der Schweiz entschieden haben, weshalb eine Sekundärkotierung in der Schweiz selten als Lösung in Frage kommt.<sup>81</sup>

---

<sup>80</sup> BSK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 BEHG, N 12; WEBER ROLF H., Kommentar Börsenrecht, 2. Aufl., Zürich 2013, Art. 22 BEHG, N 18.

<sup>81</sup> Allgemein scheinen aufgrund der zunehmenden Globalisierung der Aktienmärkte Mehrfachkotierungen abzunehmen.

*bb) Statutarische Lösung*

Ein möglicher Weg besteht darin, die im Recht des Kotierungsstaats fehlende Angebotspflicht durch Aufnahme entsprechender Statutenbestimmungen umzusetzen.

- Denkbar ist zum einen eine freiwillige Unterstellung unter das Schweizer Übernahmerecht, indem in den Statuten des Schweizer Emittenten die Regeln von Art. 125 ff. FinfraG als anwendbar erklärt werden.<sup>82</sup> Allerdings würde sich die Übernahmekommission bei dieser Lösung in einem späteren Anwendungsfall voraussichtlich als unzuständig erklären.<sup>83</sup> Zudem wird sich eine im Ausland kotierte Gesellschaft regelmässig kaum der Angebotspflicht nach Schweizer Übernahmerecht unterstellen wollen.
- Ein anderer Weg besteht darin, in den Statuten des Schweizer Emittenten die übernahmerechtlichen Regeln am Ort der Kotierung zu übernehmen. Dies kann entweder durch effektive Auflistung und Umschreibung der konkreten Pflichten oder durch Verweis auf bestehende Regelungen des Kotierungsstaates bzw. eine Kombination erreicht werden.

Abgesehen von der Frage, ob die Übernahmebehörden eine solches „Opting-In“ anerkennen und sich in späteren Übernahmesituationen als zuständig erklären werden, stellen sich in diesem Zusammenhang auch schwierige gesellschaftsrechtliche Fragen. So ist fraglich, inwiefern ein solches „Opting-In“ mit Art. 680 Abs. 1 OR vereinbar ist, wonach ein Aktionär durch die Statuten nicht verpflichtet werden kann, mehr zu leisten als seine Einlage. Dieses Verbot ist strikt auszulegen.<sup>84</sup> Eine Statutenbestimmung, welche einen Aktionär verpflichtet – entweder durch Verweis auf ein Gesetz oder

---

<sup>82</sup> Vgl. UEK-Empfehlung 0049/01 vom 21. September 1999.

<sup>83</sup> Vgl. UEK-Mitteilung vom 20. November 2009 i.S. BioXcell S.p.A., eine in der Schweiz kotierte italienische Gesellschaft, welche in ihren Statuten das Schweizer Übernahmerecht als anwendbar erklärt hatte. Entsprechend wurde in der Folge das Schweizer Übernahmerecht dahingehend revidiert, dass es auch für in der Schweiz hauptkotierte ausländische Unternehmen gilt. Siehe dazu auch Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG.

<sup>84</sup> ZK-Bürgeri, Art. 680 OR, N 9.

durch effektive Nennung der konkreten Pflichten – bei Überschreitung einer bestimmten Beteiligungsquote ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten, ist vor diesem Hintergrund problematisch und kaum durchsetzbar.<sup>85</sup> Denkbar ist hingegen die indirekte Einführung einer Angebotspflicht mittels Vinkulierung, unter Umständen verbunden mit einer Stimmrechtsbeschränkung.<sup>86</sup> Konkret wird in einem solchen Fall in den Statuten eine prozentmässige Begrenzung für den Erwerb und die Ausübung von Stimmrechten an Namenaktien eingeführt, verbunden mit einer Ausnahme, wonach die Prozentgrenze wegfällt, sofern der betreffende Erwerber den übrigen Aktionären ein den in den Statuten zu nennenden Voraussetzungen entsprechendes öffentliches Kaufangebot unterbreitet hat. Diese Lösung ist nach geltendem Aktienrecht zulässig. Gemäss Art. 685d Abs. 1 OR kann eine börsenkotierte Gesellschaft nämlich einem Erwerber von Aktien die Anerkennung als Aktionär verweigern, wenn eine von den Statuten vorgesehene prozentmässige Begrenzung überschritten wird. Als „börsenkotiert“ i.S. dieser Bestimmung gelten auch Gesellschaften, welche im Ausland kotiert sind. Voraussetzung ist lediglich, dass die Namenaktien mit Zustimmung der Gesellschaft gehandelt werden.<sup>87</sup> Es ist anerkannt, dass in den Statuten Ausnahmen von den prozentmässigen Beschränkungen vorgesehen werden können. Zwar herrscht eine gewisse Uneinigkeit darüber, ob eine blosser „Kann“-Vorschrift mit Blick auf das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre zulässig ist oder ob die Ausnahmetatbestände in den Statuten selbst hinreichend präzise umschrieben werden müssen.<sup>88</sup> Für die vorliegende Thematik ist dieser Streit jedoch ohne Belang, weil die Ablehnungsgründe ohnehin genau in den Statuten umschrieben werden und keine mit Blick auf das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot bedenkliche Ungleichbehandlung beinhalten. Da

---

<sup>85</sup> Vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 14; ferner DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (FN 18), § 11, N 2; BSK-VOGT, Art. 680 OR, N 14.

<sup>86</sup> Dieser Weg wurde z.B. bei der an der LSE kotierten Coca Cola HBC gewählt, als diese im Jahr 2013 ihren Sitz von Griechenland in die Schweiz verlegt hat.

<sup>87</sup> BSK-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685d OR, N 1 f.

<sup>88</sup> Für die Zulässigkeit von „Kann“-Vorschriften und die damit verbundene Ermessensfreiheit des Verwaltungsrats etwa BÖCKLI, § 6, N 71; gegen die Zulässigkeit von blossen „Kann“-Vorschriften bzw. für eine möglichst präzise Umschreibung der Ausnahmetatbestände in den Statuten etwa BSK-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685d OR, N 13.

bei Überschreitung der Prozentgrenze eine Ablehnung auch ohne Gründe zulässig ist, muss *a maiore ad minus* eine Ablehnung im eben beschriebenen Sinne zulässig sein. Analog zur Vinkulierung ist auch eine prozentmässige Stimmrechtsbeschränkung zulässig, welche eine Ausnahme im eben beschriebenen Sinne vorsieht.

Die vorstehend erläuterte Lösung bewirkt allerdings nur, dass ein Erwerber, der einen massgeblichen Schwellenwert (z.B.  $33\frac{1}{3}\%$ ) überschreitet, darüber hinaus nur dann im Aktienbuch eingetragen wird und sein Stimmrecht ausüben kann, wenn er den übrigen Aktionären ein Pflichtangebot unterbreitet hat. Hingegen kann der Aktionär damit nicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots gezwungen werden. Ebenso wenig kann damit verhindert werden, dass ein solcher Erwerber faktisch die Kontrolle ohne Übernahmeangebot erwirbt, insbesondere wenn er zusätzliche Aktien erwirbt und gemeinsam mit den im Aktienbuch mit Stimmrecht eingetragenen Aktien an Generalversammlungen die Mehrheit kontrolliert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass an Generalversammlungen kotierter Unternehmen regelmässig nur ein Teil der Aktien vertreten ist.

### cc) *Vertragliche Lösung*

Eine andere Möglichkeit besteht darin, potenziell relevante Personen auf vertraglicher Basis zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots zu verpflichten. Diese Lösung hat den Vorteil, dass das Verbot von Art. 680 Abs. 2 OR nur statutarische Leistungen betrifft, vertragliche Zusatzvereinbarungen aber unberührt lässt.<sup>89</sup> Der offensichtlichste Schwachpunkt dieser Lösung ist allerdings, dass vertragliche Verpflichtungen als *inter-partes*-Vereinbarungen stets nur von bzw. gegen die daran beteiligten Parteien durchsetzbar sind. Folglich müsste in der Praxis jeder Aktionär einer börsenkotierten Gesellschaft einzeln vertraglich in die Angebotspflicht einwilligen bzw. sich einem Mehrparteienvertrag anschliessen. Werden Aktien allerdings an einer Börse gehandelt, ist dies in der Praxis nicht durchführbar. Eine vertragliche

---

<sup>89</sup> Vgl. ZK-BÜRGI, Art. 680 OR, N 20.

Lösung funktioniert daher nur in bestimmten Konstellationen, namentlich wenn es um die Verpflichtung eines Gross- oder Hauptaktionärs geht.<sup>90</sup>

b) *Offenlegung von Beteiligungen*

Eine ähnliche Problematik ergibt sich bei der Offenlegung von Beteiligungen. Gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG muss jeder, der Aktien einer Gesellschaft, welche ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, erwirbt oder veräussert und dabei einer der in der Bestimmung angegebene Grenzwerte erreicht, unter- oder überschreitet, Meldung erstatten. Diese Offenlegungspflichten sind ebenfalls nur anwendbar, wenn die Aktien „in der Schweiz“ kotiert sind.<sup>91</sup> Für (ausschliesslich) im Ausland kotierte Gesellschaften existieren damit im Schweizer Recht keine solchen Pflichten. Es besteht daher auch mit Bezug auf die Offenlegungspflichten eine Regelungslücke, sofern das Recht des Kotierungslandes keine dem Schweizer Recht äquivalente Regelung vorsieht. Besonders problematisch ist dies dann, wenn gleichzeitig ausländische Kotierungsregeln voraussetzen, dass Offenlegungsregeln gelten. Zudem können sich wie erläutert unter den GAFI-Meldepflichten Probleme ergeben, wenn im Fall einer Kotierung im Ausland keine Offenlegungspflichten gelten.<sup>92</sup>

Auch hier besteht grundsätzlich die Möglichkeit einer Mehrfachkotierung (Schweiz und Ausland), welche allerdings, wie oben erläutert,<sup>93</sup> i.d.R. nicht angemessen ist. Ebenfalls denkbar ist eine statutarische Verpflichtung der Aktionäre zur Offenlegung ihrer Beteiligungen, entweder durch konkrete

---

<sup>90</sup> Dieser Weg wurde z.B. bei der in Arbon (TG) ansässigen EDAG Engineering Group AG gewählt, die im November 2015 gemäss Prime Standard an der Frankfurter Börse kotiert wurde. Wie dem Angebotsprospekt zu entnehmen ist, hat sich der Hauptaktionär der EDAG anlässlich des IPOs gegenüber den börseneinführenden Banken vereinfacht formuliert dazu verpflichtet, während einer Periode von 3 Jahren nicht wissentlich einem Dritten Aktien zu veräussern, der dadurch eine Kontrollmehrheit erwirbt, ohne dass dieser Dritte sich vertraglich dazu verpflichtet, den übrigen Aktionären ein Angebot zu unterbreiten, es sei denn, es liegt ein vorgesehener Ausnahmegrund vor.

<sup>91</sup> Vgl. BSK-WEBER, Art. 20 BEHG, N 48.

<sup>92</sup> Siehe dazu vorstehend Abschnitt II.3.

<sup>93</sup> Vgl. vorstehend Abschnitt II.5.a)aa).

Festlegung der Offenlegungspflichten oder durch Verweis auf entsprechende Gesetzesbestimmungen bzw. eine Kombination davon. Es ist ein Verweis sowohl auf Schweizer Recht als auch auf ausländisches Recht denkbar. Im Unterschied zur vorstehend diskutierten Aufnahme einer Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots in den Statuten, ist u.E. die Begründung einer statutarischen Meldepflicht weniger eingreifend und somit höchstens i.S.v. Art. 706 OR anfechtbar, jedoch nicht nichtig i.S.v. Art. 706b OR. Wird somit eine solche Statutenbestimmung vor dem Börsengang von allen Aktionären angenommen bzw. wird der Generalversammlungsbeschluss über die Einführung der Statutenbestimmung nicht innert Frist gemäss Art. 706a OR angefochten, entfaltet die statutarische Meldepflicht gegenüber allen Aktionären Rechtskraft.

c) *Marktverhaltensregeln*

Das Schweizer Börsenrecht sanktioniert gemäss Art. 142, 143, 154 und 155 FinfraG Insiderhandel sowie Markt- bzw. Kursmanipulation sowohl aufsichts- als auch strafrechtlich. Die Bestimmungen sind allerdings nur anwendbar, sofern die betreffenden Effekten an einem *Handelsplatz*<sup>94</sup> in der Schweiz zum Handel zugelassen sind. Entsprechend greifen die Verbote nicht mit Bezug auf Aktien eines Schweizer Emittenten, die ausschliesslich im Ausland kotiert sind. Demgegenüber werden in diesen Fällen regelmässig die ausländischen Marktverhaltensregeln zu beachten sein.

---

<sup>94</sup> Als Handelsplatz gelten gemäss ausdrücklicher Regelung einzig die in Art. 26 FinfraG definierten Börsen und multilateralen Handelssysteme, nicht aber die übrigen in Art. 42 FinfraG aufgeführten Handelssysteme. Diesbezüglich kritisch FAHRLÄNDER LUKAS, Der revidierte schweizerische Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich 2015, Zürich 2015 (SSFM Band 120), N 282 ff.