

Inhaltsübersicht

COUNSEL'S PAGE

Katja Roth Pellanda, Decision-making by the Board of Directors for Long-term Value Creation and Sustainable Growth **177**

AUFSÄTZE

Till Spillmann / Andrea Giger, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz **182**

Lukas Glanzmann / Merens Derungs, Kapitalerhöhung zu pari – Ist das noch zulässig? **206**

Valentin Jentsch, Unternehmensbewertungen von nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaften
im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht **218**

Yves Mauchle, Bail-in bei systemrelevanten Banken **244**

Dušan Ivanović / Martin Sennrich, Die neue Regulierung «kleiner» Banken **260**

KURZBEITRÄGE

Peter Ch. Hsu / Sandro Fehlmann, Swiss Export Risk Insurance SERV, Project Finance and Capital Markets –
a Challenging Combination **270**

Damian A. Fischer, Interessenkonfliktregeln im künftigen FIDLEG **284**

DEAL WATCH

Urs Kägi / Annina Hammer, Vintage Rodeo Parent, LLC v. Rent-a-Center, Inc. **296**

ENTSCHEIDBESPRECHUNGEN

Kevin M. Hubacher, Legitimationsrechtliche Natur der Kraftloserklärung eines Inhaberpapiers **304**

Alain Friedrich, Venture Capital Gesellschaften und die Bewilligungspflicht als kollektive Kapitalanlage **308**

ENTSCHEIDÜBERSICHT **315**

SIX SWISS EXCHANGE **318**

EIDGENÖSSISCHE FINANZMARKTAUFSICHT (FINMA) **322**

ÜBERNAHMEKOMMISSION (UEK) **325**

RECHTSETZUNGS- UND REGULIERUNGSVORHABEN **328**

LITERATURÜBERSICHT **332**



Katja Roth Pellanda*

Decision-making by the Board of Directors for Long-term Value Creation and Sustainable Growth

Table of Contents

- I. Corporate Governance «Influencers»
 1. Investors and Proxy Advisors
 2. Law makers and Regulators
- II. A 21st Century Board of Directors
 1. What is different from the past?
 2. Board composition and Succession planning
 3. Focus on Purpose and Culture
- III. Importance of Communication and Disclosure
- IV. Active Engagement with Corporate Governance «Influencers»

I. Corporate Governance «Influencers»

Over the course of the last years Corporate Governance has seen a raise of various «Influencers»:

1. Investors and Proxy Advisors

With the increasing influence of the institutional investors and enhanced legal rules (such as e.g. duty to vote for institutional investors), proxy advisors have gained influence all over the globe. Their business is to establish guidelines¹ based on which they provide voting recommendations for general meetings and investors are engaging and relying on their advice. But also institutional investors themselves are raising their expectations for Corporate Governance through release of public letters to CEOs² and board of directors³ and establishing own voting guidelines⁴.

2. Law makers and Regulators

Corporate Governance remains also a focus of law makers and regulators:

- In Switzerland, the draft amendment for the reform of the Company Law contains a «comply-or-explain» gender diversity proposal, which sets gender targets not only for the board of directors but also for the executive committee: Large companies should have at least 30 % female representatives on their board of directors and at least 20 % in their executive committee. If a company does not meet these targets, it has to explain the reasons and disclose measures for improvement in its compensation report.⁵
- The U.S. State California enacted a law requiring companies headquartered in California and listed on a major U.S. stock exchange to include at least one female member on their board of directors by the end of 2019. By December 31th, 2021, at least two female members must sit on any board of directors with five members, and at least three female members must sit on any board of directors with six or more members. Failure to comply with the law results in the imposition of fines.⁶
- Recent changes to the UK Corporate Governance Code aim at (re-)building trust in business and require – among others – that board of directors: (i) assess and monitor culture and ensure alignment with the purpose and values of the company; (ii) promote diversity of gender, social and ethnic backgrounds, cognitive and personal strengths and (iii) engage with stakeholders and workforce.⁷

* Dr. Katja Roth Pellanda, LL.M., Attorney at law, Head of Corporate Governance, Corporate Law, People & Organization Legal, Novartis AG. All websites were last visited on 10 June 2019.

¹ Such as e.g. Ethos (https://ethosfund.ch/sites/default/files/2018-12/LDPCG_Ethos_2019_EN_FINAL.pdf), Glass Lewis (<https://www.glasslewis.com/guidelines/>) and ISS (<https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/>).

² LARRY FINK's (Chairman and CEO of BlackRock) 2019 letter «Purpose & Profit» (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>); LARRY FINK's 2018 letter «A Sense of Purpose» (<https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>).

³ CYRUS TARAPOREVALA's (President and CEO of State Street Global Advisors) 2019 letter (<https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2019/01/2019%20Proxy%20Letter-Aligning%20Corporate%20Culture%20with%20Long-Term%20Strategy.pdf>).

⁴ E.g. <https://www.institutional.vanguard.ch/portal/site/institutional/ch/en/about-vanguard/investment-stewardship-overview>.

⁵ <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision1>.

⁶ https://leginfo.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=2017201805B826.

⁷ <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>.



Till Spillmann / Andrea Giger*

Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz

Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospektprüfung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Prospektpflicht und Ausnahmen
 1. Prospektpflicht – die Tatbestände
 - 1.1 Öffentliches Angebot als Auslöser der Prospektpflicht
 - 1.2 Zulassung zum Handel als Auslöser der Prospektpflicht
 2. Prospektfreie Platzierung
 - 2.1 Ausnahmen nach der Art des Angebots
 - 2.2 Ausnahmen nach der Art der Effekten
 - 2.3 Ausnahmen im Zusammenhang mit der Zulassung zum Handel
 - 2.4 Verhältnis der Ausnahmen untereinander
 3. Informationen ausserhalb der Prospektpflicht
- III. Anforderungen an den Prospekt: Prospektinhalt und Form
 1. Inhalt des Prospekts
 2. Pricing Supplement
 3. Zusammenfassung des Prospekts
 4. Inhalt des Basisprospekts
 5. Form und Aufbau des Prospekts
 6. Erleichterungen bei der Prospekterstellung
- IV. Prüfung, Genehmigung und Veröffentlichung des Prospekts
 1. Prüfstelle
 2. Prüfpflicht: Grundsatz und Ausnahmen
 - 2.1 *Ex ante* Prüfpflicht von Angebotsprospekten als Grundsatz
 - 2.2 Ausnahmen von der Prüfpflicht
 3. Prüfverfahren und Formelles zur Prospektprüfung
 4. Gültigkeit und Nachträge zum Prospekt
 5. Anerkennung ausländischer Prospekte
 6. Veröffentlichung des Prospekts
 - 6.1 Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe der Prospekte
 - 6.2 Zeitpunkt der Prospektausgabe
- V. Übergangsbestimmungen
- VI. Fazit

I. Einleitung

Mit der auf den 1. Januar 2020 oder spätestens dem 1. Januar 2021 erwarteten Inkraftsetzung des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und der Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV)¹ wird für alle Anbieter, die in der Schweiz ein öffentliches Angebot zum Erwerb von Effekten unterbreiten oder um Zulassung von Effekten zum Handel an einem Schweizer Handelsplatz ersuchen, ein einheitliches Prospektregime eingeführt. Zusammen mit dem Inkrafttreten des Finanzinstitutsgesetz (FINIG) markiert die Einführung des FIDLEG auch den Abschluss der als *Kleeblattreform* bezeichneten Neukonzeption der Schweizer Finanzmarktarchitektur.²

Das FIDLEG bringt sektor- und produktübergreifend Regeln für das Angebot von Finanzdienstleistungen und den Vertrieb von Finanzinstrumenten. Inhaltlich orientieren sich die Regeln weitgehend an den Regeln der Europäischen Union (MiFID II, EU-Prospektrichtlinie bzw. EU-Prospektverordnung und PRIIPS). Als unmittelbaren Ursprung des FIDLEG kann die globale Finanzmarktkrise in den Jahren 2007 und 2008 bezeichnet werden, insbesondere der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers und dessen Auswirkungen auf den Markt für strukturierte Produkte.³

¹ Während der definitive Text des FIDLEG bereits bekannt und publiziert ist, liegt erst ein Entwurf der Finanzdienstleistungsverordnung vor (E-FIDLEV). Nach Abschluss der Vernehmlassung im Frühling 2019 wird die Publikation des definitiven Texts in der ersten Hälfte November 2019 erwartet. Sämtliche Vernehmlassungsantworten sind abrufbar unter https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2994/Finanzdienstleistungen_Stellungnahmen.pdf (zuletzt besucht am 4. Juni 2019).

² Die Kleeblattreform besteht aus (1) Aufsicht (FINMAG), (2) Infrastruktur (FinfraG), (3) Dienstleistungen (FIDLEG) und (4) Beaufsichtigte (FINIG). TILL SPILLMANN/RICHARD MEYER, FIDLEG – Prospektregelung, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 7–31, 7.

³ Vgl. dazu BÖSCH, welcher das FIDLEG als Kind der globalen Finanzmarktkrise bezeichnet, in RENÉ BÖSCH, Das FIDLEG-Prospektrecht ante portas – Guter Anlegerschutz?, SZW 2018, 451–461, 452, mit weiteren Hinweisen zur Entstehungsgeschichte des FIDLEG.

* Dr. Till Spillmann, Rechtsanwalt, Partner, Niederer Kraft Frey AG, Zürich; Andrea Giger, LL.M., Rechtsanwältin, Niederer Kraft Frey AG, Zürich.



Lukas Glanzmann* / Merens Derungs**

Kapitalerhöhung zu pari – Ist das noch zulässig?



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. BGer 4A_531/2017
- III. Gesetzliche Vorgaben zur Festlegung des Ausgabebetrags
- IV. Festlegung des Ausgabebetrags durch die Generalversammlung
 1. Grundsatz: Mehrheitsprinzip
 2. Verbot des offenbaren Rechtsmissbrauchs
 3. Gebot der schonenden Rechtsausübung
 - 3.1 Im Allgemeinen
 - 3.2 Im Gesellschaftsrecht
 - 3.3 Bei der Festlegung des Ausgabebetrags
 4. Massgeblichkeit des Rechtsmissbrauchsverbots
- V. Festlegung des Ausgabebetrags durch den Verwaltungsrat
- VI. Ausgabebetrag de lege ferenda
 1. Grundsatz: Massgeblichkeit des wirklichen Werts
 2. Sachlich gerechtfertigte Abweichungen
- VII. Rechtsschutz
 1. Allgemeines
 2. Bei Festsetzung des Ausgabebetrags durch die Generalversammlung
 - 2.1 Handelsregistersperre
 - 2.2 Anfechtung des Generalversammlungsbeschlusses
 3. Bei Festsetzung des Ausgabebetrags durch den Verwaltungsrat
 - 3.1 Weder anfechtbar noch nichtig
 - 3.2 Verantwortlichkeit
- VIII. Schlussbemerkungen

I. Einleitung

Der Ausgabebetrag der Aktien ist ein zentrales Element jeder Kapitalerhöhung. Entspricht der Ausgabebetrag dem wirklichen Wert¹ der Aktien, erleiden die Aktionäre, die sich an der Kapitalerhöhung nicht beteiligen, nur eine stimmen-, aber keine kapitalmässige Verwässerung. Liegt der Ausgabebetrag hingegen unter dem wirklichen

Wert der Aktien, erleiden diese Aktionäre zusätzlich eine kapitalmässige Verwässerung. Profiteure dieser Verwässerung sind diejenigen Aktionäre, die sich an der Kapitalerhöhung beteiligen, weil sie sich zu günstig in die Gesellschaft einkaufen können.

Das Bundesgericht hatte schon verschiedentlich die Frage zu beantworten, ob bei einer Kapitalerhöhung unter Wahrung des Bezugsrechts ein Ausgabebetrag unter dem wirklichen Wert der Aktien rechtmässig sei. Grundlegerend waren die beiden Ringier-Entscheide,² wonach sich der Minderheitsaktionär beim Ausgabebetrag den Interessen der Mehrheit unterzuordnen habe, selbst wenn er im konkreten Fall eine massive Verwässerung gewärtigen müsse.³ Trotz teilweise heftiger Kritik⁴ hat das Bundesgericht über Jahrzehnte an dieser Rechtsprechung festgehalten.⁵ Mit dem Entscheid BGer 4A_531/2017 hat es nun aber möglicherweise eine Praxisänderung mit weitreichenden Folgen signalisiert.

Dieser Bundesgerichtsentscheid wird zum Anlass genommen, zu analysieren, wie der Ausgabebetrag der Aktien bei einer Kapitalerhöhung festzusetzen ist. In der Literatur wird die Frage des zulässigen Ausgabebetrags bei Wahrung des Bezugsrechts kontrovers diskutiert. Ein Teil der Lehre fordert, dass der Ausgabebetrag nahe beim wirklichen Wert festgesetzt werde.⁶ Andere Autoren sind der Ansicht, dass der Ausgabebetrag einzig nicht offenbar rechtsmissbräuchlich sein dürfe.⁷

² BGE 99 II 55 und 102 II 265.

³ Vgl. insb. BGE 99 II 55 E. 4b).

⁴ Vgl. die Übersicht bei GAUDENZ ZINDEL, Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1984, 249 FN 230 (= SSW 78).

⁵ Vgl. zuletzt BGer 4A_43/2007 v. 11.7.2007, insb. E. 5, in welchem das Bundesgericht es ablehnte, einen entsprechenden Beschluss aufzuheben.

⁶ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009, § 1 N 308 f. Ähnlich ZK-BAUMANN, Art. 2 ZGB N 301; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, Mit Berücksichtigung der laufenden Revision, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2011, N 370c-e. DIETER GERCKE hält zumindest die Ringier-Rechtsprechung für überholt (DIETER GERCKE, Mindestausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung, GesKR 2016, 225–232, 229 FN 18). Im Einzelnen unterscheiden sich die Lehrmeinungen jedoch bzgl. der Bedeutung des wirklichen Wertes für die Festsetzung des Ausgabebetrags.

⁷ TOM SCHAFFNER/ADAM WEIBEL, Die Festsetzung des Ausgabebetrags in der Kapitalerhöhung, GesKR 2017, 307–322, 316; HANS

* Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Baker McKenzie Zürich, Titularprofessor an der Universität St. Gallen. Etwaige Bemerkungen werden gerne entgegengenommen (lukas.glanzmann@bakermckenzie.com).

** M.A. HSG (Law and Economics), Rechtsanwalt, Doktorand.

¹ Die Lehre verwendet auch den Begriff «innerer Wert», welcher deckungsgleich ist. Vgl. JEAN NICOLAS DRUEY/EVA DRUEY JUST/LUKAS GLANZMANN, Gesellschafts- und Handelsrecht, 11. A., Zürich/Basel/Genf 2015, § 10 N 80.



Valentin Jentsch*

Unternehmensbewertungen von nicht börsenkotierten Kapital- gesellschaften im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht

Inhaltsübersicht

- I. Einführung in die Thematik
- II. Rechtliche Grundlagen
 1. Bewertungsaufgabe und Anforderungen an die bewertende Person
 - 1.1 Bewertungsaufgabe: Aufgabe und Funktion der bewertenden Person
 - 1.2 Anforderungen an die bewertende Person
 2. Rechtliche und ausserrechtliche Bewertungsanlässe
 - 2.1 Unterscheidung von gesetzlich erforderlichen und anderen Bewertungen
 - 2.2 Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht: Wertbestimmung und Überprüfung der Bewertung
 3. Bewertungszweck und Wertkonzeption
 - 3.1 Bewertungszweck: Beratung, Argumentation und Kontrolle oder Vermittlung
 - 3.2 Konzeption als objektiver, subjektiver oder objektivierter Unternehmenswert
 4. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden
 - 4.1 Rechtsprechungsübersicht für das Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht
 - 4.2 Rechtsvergleich: Entwicklungslinien in der deutschen Rechtsprechung
 5. Zeitpunkt der Unternehmensbewertung
 - 5.1 Stichtagsprinzip: Festlegung eines Bewertungsstichtags
 - 5.2 Berücksichtigung von Veränderungen nach dem Bewertungsstichtag
 6. Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe
 - 6.1 Rechtsproblem, insbesondere Unterscheidung von Rechts- und Tatfragen
 - 6.2 Rolle der Parteien, des Experten und des Richters: *ludex non calculat?*
- III. Ausgewählte Rechtsfragen
 1. Mandatsannahme: Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person
 - 1.1 Berater des Käufers oder Verkäufers oder einer anderen Partei
 - 1.2 Sachverständige Person, Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler
 - 1.3 Revisionsstelle, Prüfstelle oder Ersteller einer Fairness Opinion
 2. Mandatsabwicklung: Möglichkeiten und Grenzen von Zu- und Abschlägen im Bewertungsverfahren
 - 2.1 Unternehmensgrösse: Abschlag für kleine und mittlere Unternehmen

- 2.2 Liquidität: Fungibilitätsabschlag
- 2.3 Beteiligungsquote und damit verbundene Mitwirkungs- und Kontrollrechte
- 2.4 Abschlag für Schlüsselpersonen
- 2.5 Konglomeratsabschlag
3. Dokumentation und Berichterstattung: Konsequenzen für die Haftung der bewertenden Person
 - 3.1 Werturteil in Form eines detaillierten Gutachtens
 - 3.2 Werturteil in Form eines Kurzgutachtens
 - 3.3 Wertüberlegungen in einem Bericht zur Wertberechnung
- IV. Zusammenfassung und Fazit

I. Einführung in die Thematik

Ein praktisch äusserst relevantes, in der schweizerischen juristischen Literatur aber nach wie vor unterbeleuchtetes Forschungsgebiet ist das Recht der Unternehmensbewertung.¹ Anders in Deutschland, wo es bereits mehrere Standardwerke zu dieser Thematik gibt und wo sich in den vergangenen Jahren etwa eine Arbeitsgruppe um HOLGER FLEISCHER mit der Vermessung dieses vielschichtigen Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht vertieft auseinandergesetzt hat.² In eine ähnliche Richtung

¹ Vgl. jedoch ETIENNE SCHÖN, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Diss. Zürich 2000. Siehe aber auch TOBIAS HÜTTICHE/GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Unternehmensbewertung und Rechtsprechung: Hinweise für die Bewertungs- und Beratungspraxis, *Anwaltsrevue* 2018, 319–324; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO/TOBIAS HÜTTICHE, Einige steuerliche und rechtliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung, in: ANDREA MATHIS/ROLF NOBS (Hrsg.), *Jahrbuch Treuhand und Revision* 2018, Zürich 2018, 7–52.

² Vgl. dazu HOLGER FLEISCHER/RAINER HÜTTEMANN (Hrsg.), *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*, Köln 2015; BERNHARD GROSSFELD/ULRICH EGGER/WOLF ACHIM TÖNNES, *Recht der Unternehmensbewertung*, 8.A., Köln 2016. Siehe insbesondere auch HOLGER FLEISCHER/MARCO MAUGERI, *Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und Italien*, *RIW* 2013, 24–33; HOLGER FLEISCHER/STEPHAN SCHNEIDER/MARLEN THATEN, *Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und den Vereinigten Staaten*, *Der Konzern* 2013, 61–75; HOLGER FLEISCHER/FELIX JAEGER, *Gesellschaftsrechtliche Anteilsbewertung in Frankreich gemäss Art. 1843–4 Code civil: Eine Vorstudie zur Komparatistik im Recht der Unternehmensbewertung*, *RabelsZ* 77 (2013) 4, 693–722; EIJI TAKAHASHI/HOLGER FLEISCHER/HARALD BAUM, *Unternehmensbewertung im Recht der Aktiengesellschaft: Ein japanisch-deutscher Rechtsvergleich*, *ZJapanR* 18 (2013) 36, 1–53; HOLGER FLEISCHER, *Unternehmensbewertung bei aktien-*

* Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt; FAN Fellow an der Universität Zürich, Gastwissenschaftler an der Humboldt-Universität zu Berlin.



Yves Mauchle*

Bail-in bei systemrelevanten Banken

Ausgewählte Rechtsfragen zu bankensanierungsrechtlichen Kapitalmassnahmen unter Berücksichtigung der Vernehmlassungsvorlage vom März 2019

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. *Bank Resolution* mit Finanzstabilität als primärem Ziel
 1. Systemisches Risiko und SIBs
 2. Untauglichkeit des ordentlichen Konkurs- und Nachlassverfahrens für Banken
 3. Primat der Finanzstabilität
- III. Umsetzung in der Schweiz
 1. Gebot der Aufrechterhaltung systemrelevanter Funktionen
 2. Finalität des Sanierungsplans ohne rechtliches Gehör
 3. Ziel des Sanierungsverfahrens
 4. Sanierungs- und Abwicklungsinstrumente
 5. Modifikation der Gläubigerhierarchie zum Zweck der Bankensanierung
 6. Eröffnung des Sanierungs- oder Konkursverfahrens
 7. Abwicklungs- und Notfallplanung
- IV. Der Bail-in
 1. Definition
 2. Mechaniken
 - 2.1 Vertraglich vs. gesetzlich
 - 2.2 Europäisch vs. amerikanisch
 3. Implementierung im Bankenkonzern
- V. Durchführung eines Bail-in mit *Single Point of Entry* und Problemfelder der schweizerischen Regulierung
 1. Altaktionäre und Halter von anderen regulatorischen Kapitalinstrumenten
 2. Bail-in-Bonds als primäre Quelle der Verlustabsorption
 3. Anwendungsbeispiel
 4. *Moral Hazard* durch Werttransfer zu Anleihegläubigern durch kompletten *Wipeout* der Altaktionäre
 - 4.1 Rechtliche Perspektive
 - 4.2 Ökonomische Perspektive
 5. Wertausgleich im Sanierungsplan gemäss Art. 31c Abs. 1 VE-BankG
- VI. Entschädigungsansprüche von Gläubigern und Eignern im Beschwerdeverfahren
 1. Ausgangslage
 2. Arten der Entschädigung
 3. Genehmigung des Sanierungsplans als einziges Anfechtungsobjekt
 4. Massenverfahren als denkbarer Weg?
- VII. Schlussbetrachtung und Ausblick

I. Einleitung

In der globalen Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 befanden sich die Regulatoren zwischen der Skylla von ungeordneten Bankenkonkursen und der Charybdis der öffentlich finanzierten *Bailouts*. Da zahlreiche Finanzinstitute als *too important to fail* (TITF) galten, wurde oftmals der Weg der staatlichen Rettung gewählt. Neben diversen Rettungsaktionen für Finanzinstitute in den USA und in der EU kam es auch in der Schweiz zur staatlichen Stützung einer Grossbank.¹

Im Nachgang der Krise folgte ein Tsunami von Standards und Rechtsnormen mit dem Ziel, das TITF-Problem zu beheben und staatlich finanzierte *Bailouts* künftig zu vermeiden. Die Regulierung folgt zwei Stossrichtungen: Einerseits sollte die Lebensfähigkeit (*Viability*) der Banken gestärkt werden, andererseits sollte die Abwicklungsfähigkeit (*Resolvability*) von TITF-Instituten verbessert werden.²

Die bedeutendste Neuerung zur Stärkung der *Viability* war der *Basel-III*-Standard,³ der als Antwort auf die Fi-

¹ Nachdem die UBS von 2007 bis Mitte 2009 Abschreibungen von USD 53 Mia. verbuchen musste, führte sie Kapitalerhöhungen von insgesamt CHF 28,6 Mia. durch; siehe Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Finanzmarktkrise und Finanzmarktaufsicht, Bericht, Bern, 14. September 2009, 15; UBS AG, Geschäftsbericht 2008, 349. Dies war jedoch nicht ausreichend. Die UBS musste staatliche Unterstützung in Form eines Darlehens und einer Auslagerung von «toxischen» Aktiven in eine von der SNB kontrollierte *Bad Bank* in Anspruch nehmen; dazu THOMAS JORDAN, SNB-Stabfund – Aufbau und Betrieb einer *Bad Bank*, ST 84 (2010), 823–829; ROLF SETHE, Ein Indianer kennt keinen Schmerz – Reaktionen der Schweiz auf Finanzmarktkrise und Steuerstreit, ZBB 23 (2011), 106–129.

² Siehe auch HANS CASPAR VON DER CRONE/SIMON BÜHLER, Aktuelle Entwicklungen im Bereich der Finanzstabilität, in: Hans Caspar von der Crone/Jean-Charles Rochet (Hrsg.), Finanzstabilität: Status und Perspektiven, Zürich 2014 (SSF 112), 1–43, 6 f.

³ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Juni 2011 (Originalfassung im Dezember 2010 veröffentlicht); der Standard war schrittweise bis 1. Januar 2019 zu erfüllen (siehe Annex 4). Während Basel III grundsätzlich mikroprudentiell orientiert ist, enthält der Standard mit dem antizyklischen Kapitalpuffer auch ein makroprudentiell motiviertes Instrument, das einem zu expansiven Kreditwachstum Rechnung tragen soll (Ziff. 29–31 und 136–137 des BCBS Basel III Framework).

* Dr. iur. Yves Mauchle, M.A. HSG in Accounting and Finance, Rechtsanwalt, Baker McKenzie Zurich.



Dušan Ivanović / Martin Sennrich*

Die neue Regulierung «kleiner» Banken

Erleichterungen beim Prüfwesen und das «Kleinbankenregime»: Eckpunkte und kritische Würdigung



Inhaltsübersicht

- I. Einleitende Bemerkungen
- II. Die Neuerungen im Prüfwesen
 1. Die Erleichterungen für kleine Banken
 2. Kritische Würdigung
- III. Das Kleinbankenregime
 1. Eintrittskriterien ins Kleinbankenregime und Modalitäten der Teilnahme
 2. Die Erleichterungen für kleine Banken im Rahmen des Kleinbankenregimes
 - 2.1 Quantitative Erleichterungen bei Eigenmitteln, Leverage Ratio und Net Stable Funding Ratio
 - 2.2 Qualitative Erleichterungen in den Bereichen Outsourcing, Operationelle Risiken, Corporate Governance und Offenlegung
 3. Kritische Würdigung
- IV. Abschliessende Bemerkungen und Ausblick

I. Einleitende Bemerkungen

Die überwiegende Mehrheit der in der Schweiz tätigen und von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA («FINMA») beaufsichtigten Finanzinstitute sind Banken und Effektenhändler der Aufsichtskategorien 4 und 5 (im Nachfolgenden der Einfachheit und besseren Lesbarkeit halber «kleine Banken» genannt).¹ Neben spezialisierten und/oder lokal tätigen Instituten wie etwa die «Bank in Zuzwil AG» oder die «Dukascopy Bank SA» finden sich unter den kleinen Banken auch Institute mit durchaus klingenden Namen, wie bspw. die «Barclays Bank (Suisse) SA». Trotz der grossen Zahl kleiner Banken scheinen die grossen Institute der Kate-

gorien 1 bis 3 die öffentliche Wahrnehmung zu dominieren. Über die kleinen Banken ist lediglich vereinzelt zu vernehmen, dass die Luft für sie zusehends dünner wird.²

Die Tatsache, dass das Finanzmarktrecht seit dem Ausbruch der Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 komplexer geworden ist, stellt mittlerweile eine Binsenweisheit dar. Die Vermutung liegt nahe, dass in dieser gesteigerten Komplexität einer der Gründe für das Bankensterben liegen könnte.³ Klar ist hingegen, dass das Finanzmarktrecht bis vor einigen Jahren noch überwiegend national geprägt war. Das Bankengesetz und einige Verordnungen reichten im Grunde genommen für eine angemessene Regulierung aus. Ebenso klar erscheint, dass vor dem Hintergrund (i) internationaler Bestrebungen, die Finanzmärkte resistenter zu machen und das Finanzmarktrecht zu vereinheitlichen, sowie (ii) der Notwendigkeit, den Schweizer Rechtsrahmen demjenigen der Europäischen Union anzupassen, die internationalen Einflüsse rezipiert werden mussten.⁴

² Gemäss einer Studie von KPMG haben seit dem Jahre 2010 56 Banken den Markt verlassen (<https://home.kpmg/ch/de/home/themen/2018/08/clarity-on-performance-of-swiss-private-banks.html> [zuletzt besucht am 8. Januar 2019]). Dieser Trend scheint sich gemäss einer Studie von EY fortzusetzen – die Banken selbst gehen davon aus, dass sich die Anzahl der Instituten reduzieren wird (EY, Bankenbarometer 2018, <https://www.ey.com/ch/de/Publications/20180111-EY-Bankenbarometer-2018/download> [zuletzt besucht am 31. Januar 2019]). Vgl. zum viel beschworenen Bankensterben auch <https://www.finews.ch/news/banken/32968-kpmg-privatbanken-performance-2017-konsolidierung> (zuletzt besucht am 8. Januar 2019) oder <https://www.cash.ch/news/top-news/finanzplatz-schweiz-das-bankensterben-geht-weiter-1097302> (zuletzt besucht am 8. Januar 2019).

³ EY (FN 2), 9 f., 30 sowie 50; <https://www.finews.ch/news/banken/21891-pwc-swiss-banking-konsolidierung-fintechs> (zuletzt besucht am 31. Januar 2019); Eidgenössisches Finanzdepartement («EFD»), Erläuternder Bericht zur Änderung der Eigenmittelverordnung (Besonders liquide und gut kapitalisierte Institute, Hypotheken für Wohnrenditeeigenschaften, TBTF – Parent-Banken), 5. April 2019 (zit. Erläuterungsbericht ERV), 4.

⁴ Statt vieler BEAT BRÄNDLI, Internationale Standards, in: Peter Sester et al. (Hrsg.), Finanzmarktinfrastrukturen und Finanzmarktaufsicht, St. Gallen 2018, 27–49, 27 ff.; vgl. für das Finanzdienstleistungsgesetz, welches beispielhaft für die Umsetzung von EU-Recht (namentlich die EU-Richtlinie 2014/65 vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente, kurz «MiFID II») steht, die Botschaft vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBl 2015 8901 ff., 8918.

* Dušan Ivanović, M.A. (HSG) in Law und Martin Sennrich, M.A. (HSG) in Law and Economics arbeiten und forschen an der Universität St. Gallen (HSG), schwerpunktmässig in den Bereichen Gesellschafts- und Finanzmarktrecht. Davor hatten beide Autoren parallel zum Studium verschiedene Tätigkeiten im Schweizer Finanzsektor ausgeübt. Die hier vertretene Ansicht steht in keinem Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit an der Universität St. Gallen und widerspiegelt die persönlichen Meinungen der Autoren.

¹ Namentlich rund 260 der knapp 300 Banken und Effektenhändler, vgl. FINMA, Liste der von der FINMA bewilligten Banken und Effektenhändler, 24. April 2019; <https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte/> (zuletzt besucht am 24. April 2019).

Peter Ch. Hsu* / Sandro Fehlmann**

Swiss Export Risk Insurance SERV, Project Finance and Capital Markets – a Challenging Combination

Table of Contents

- I. Introduction
- II. Swiss Export Risk Insurance SERV
 - 1. SERV as a Facilitator for the Swiss Export Business
 - 2. From the Export Risk Guarantee (ERG) to the Swiss Export Risk Insurance SERV (SERV)
 - 3. Organisation
 - 4. Wide Scope of SERV Products
 - 5. SERV Funding and its Government Guarantee Protection
 - 6. Risks for ECAs Associated with ECA Financed Transactions
 - 7. Excursus: Exemption of ECAs from Supervision by FINMA as Insurance Undertakings
- III. Typical Set-up of a SERV Insured Project Finance Transaction
 - 1. Project Finance Transactions in General
 - 2. SERV Insurance in the Context of a Project Financing Transaction
 - 2.1 General Set-up
 - 2.2 Liability of SERV under a SERV Insurance Policy
 - 2.3 Termination Rights of SERV and the Duties of a Policyholder under a SERV Insurance Policy
 - 2.4 Cash Flow Waterfall Structure
 - 2.5 Payment Procedure under the SERV Insurance Policy
- IV. Structuring of combined SERV Insured Project Financing and Capital Market Financing Transaction
 - 1. Overview
 - 2. Challenges and Potential Solutions
 - 2.1 Contractual Set-up and the role of the Bank
 - 2.2 Allocation of Rights and Obligations under the SERV Insurance Policy
 - 2.3 Application of Swiss Administrative Law and the Jurisdiction of the Swiss Administrative Court
 - 2.4 Payment of the SERV Insurance Premium
 - 2.5 Differing Needs of (Project) Financing Transactions and Capital Market Transactions
- V. Conclusions and Outlook

I. Introduction

Insurance products of the Swiss Export Risk Insurance SERV («SERV»), the Export Credit Agency («ECA») of Switzerland, have become increasingly popular as a component of large project finance transactions. In Decem-

ber 2018, the significant increase of the coverage volume prompted the Swiss Federal Council to increase the coverage ceiling from CHF 14 billion to CHF 16 billion to ensure that SERV could continue to meet the needs of businesses across a wide range of sectors by protecting Swiss exporters from defaults of their clients and facilitating export financing through the provision of insurance to lenders. Moreover, large scale transactions have become more common. Outside of the exporting industry, still only a relatively narrow circle of bankers, experts and lawyers are familiar with ECA covered transactions, including SERV insured transactions. Furthermore, even though ECAs, including SERV and its predecessor organization Export Risk Guarantee («ERG») in Switzerland, have been in existence around the globe for decades, it appears – based on the number and type of as well as increasing demand for ECA covered transactions – that export businesses have not yet fully utilised their potential benefits.

In a recent large-scale transaction, a SERV insured project financing was combined with capital market financing. To reconcile the differing requirements of the two types of financing, the transaction had to be structured in a complex manner. It remains to be seen whether such an innovative combined capital market financed SERV insured project financing will become a new phenomenon and provide for an alternative way to promote export business in times of increasing regional first considerations.

This abstract revisits some of the basic principles of SERV and its product portfolio, illustrates typical structures and features of ECA covered project financing transactions and, finally, explores the challenges and potential solutions for combined capital market financed SERV insured project financing transactions.

II. Swiss Export Risk Insurance SERV

1. SERV as a Facilitator for the Swiss Export Business

SERV is an important facilitator for the Swiss export business: it issued 934 insurance policies and insurance

* Dr. iur. Peter Ch. Hsu, attorney-at-law and partner at Bär & Karrer AG.

** Sandro Fehlmann, attorney-at-law and associate at Bär & Karrer AG.

Damian A. Fischer*

Interessenkonfliktregeln im künftigen FIDLEG

Eine kritische Analyse mit Blick auf deren praktische Umsetzung

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Dogmatische Einordnung
 1. Finanzdienstleister als Interessenwahrer
 2. Interessenkonflikte unter dem FIDLEG
 - 2.1 Begriffsklärung und dogmatische Erfassung
 - 2.2 Definition in der E-FIDLEV
 3. Interessenkonfliktregeln
- III. Interessenkonfliktregeln im künftigen FIDLEG
 1. Sedes Materiae
 2. Identifikation von Interessenkonflikten
 3. Vermeidung von Interessenkonflikten
 - 3.1 Organisatorische Vorkehrungen
 - 3.2 Unzulässige Verhaltensweisen (Verbote)
 - 3.3 Kontrolle und Überwachung von Mitarbeitergeschäften
 4. Management von Interessenkonflikten
 - 4.1 Offenlegung
 - 4.2 Entschädigungen durch Dritte im Besonderen
 5. Sanktionsordnung
- IV. Kritische Würdigung dieser Regeln aus praktischer Sicht

I. Einleitung

Das vom Schweizer Parlament am 15. Juni 2018 verabschiedete Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) wird auf den 1. Januar 2020 in Kraft treten. Als «regulatorisches Nebenprodukt» der Finanzkrise von 2008 bezweckt das FIDLEG neben dem Schutz von Kundinnen und Kunden von Finanzdienstleistungen (Kundenschutz) mitunter auch die Stärkung des Ansehens und der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz.¹ Mit Blick auf diese Schutzziele erachtete es der Gesetzgeber als angebracht, im Zuge der neuen Schweizer Finanzmarktarchitektur im künftigen FIDLEG ebenfalls den Umgang mit Interessenkonflikten zentral zu regeln, welche bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen entste-

hen können.² Interessenkonflikte stellen bekanntlich eine Gefahrenquelle dar, deren adäquate Regelung nicht nur zum Schutz der einzelnen Kundinnen und Kunden geboten ist (Individualschutz), sondern auch aus Vertrauensschutzüberlegungen zur Stärkung eines wettbewerbsfähigen Finanzplatzes Schweiz erforderlich ist. Der vorliegende Beitrag verfolgt das Ziel, die neuen Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten im künftigen FIDLEG, einschliesslich der dazugehörigen Finanzdienstleistungsverordnung (E-FIDLEV)³, kritisch zu analysieren und mit Blick auf ihre Zweckmässigkeit in der praktischen Umsetzung zu bewerten.

II. Dogmatische Einordnung

1. Finanzdienstleister als Interessenwahrer

«Finanzdienstleister» sind nach der Legaldefinition von Art. 3 lit. d) FIDLEG Personen, die gewerbsmässig⁴ Finanzdienstleistungen in der Schweiz oder für Kundinnen und Kunden in der Schweiz erbringen. Dazu gehören zum einen beaufsichtigte Marktteilnehmer wie z.B. Banken, Wertpapierhäuser, Fondsleitungen sowie neu alle Vermögensverwalter, und zum anderen auch nicht beaufsichtigte Marktteilnehmer, sofern diese für ihre Kunden Finanzdienstleistungen im Sinne von Art. 3 lit. c) FIDLEG erbringen.⁵

* PD Dr. iur. Damian A. Fischer, LL.M. (Stanford), Rechtsanwalt bei RUOSS VÖGELE in Zürich sowie Privatdozent und Lehrbeauftragter an der Universität Zürich. Er hat zum Thema «Interessenkonflikte» habilitiert.

¹ Art. 1 Abs. 1 FIDLEG; vgl. auch Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl. 2015, 8901 ff., 8912.

² Systematisch ist der Abschnitt mit den Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten im FIDLEG im 2. Titel (Anforderungen für das Erbringen von Finanzdienstleistungen) im 3. Kapitel zur Organisation eingegliedert (Art. 25 ff. FIDLEG).

³ Der Bundesrat hat an seiner Sitzung vom 24. Oktober 2018 die Vernehmlassung zu den drei Verordnungen eröffnet, welche die Ausführungsbestimmungen zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) enthalten. Das Vernehmlassungsverfahren dauerte bis zum 6. Februar 2019. Die bereinigten Versionen werden gemäss telefonischer Auskunft erst auf Herbst 2019 erwartet (daher: E-FIDLEV).

⁴ Gewerbsmässigkeit ist immer dann gegeben, wenn eine selbstständige, auf dauernden Erwerb ausgerichtete wirtschaftliche Tätigkeit vorliegt. Vgl. Art. 3 lit d) FIDLEG.

⁵ Vgl. dazu Botschaft (FIDLEG/FINIG) (FN 1), 8946.

Urs Kägi / Annina Hammer*

Vintage Rodeo Parent, LLC v. Rent-a-Center, Inc.

Den Letzten beißen die Hunde – oder wieso man nicht leichtfertig vergessen sollte, Vollzugsfristen formell korrekt zu verlängern

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Klage und Verfahren
- III. Wesentliche Erwägungen
 1. Vertragsverlängerung durch Joint Timing Agreement?
 2. Kein Kündigungsrecht wegen Vertragsverletzung?
 3. Kein Kündigungsrecht wegen Verletzung des Prinzips von Treu und Glauben, des Fairnessgebots und des Estoppel-Grundsatzes?
 4. Reverse Break-up Fee
- IV. Würdigung
 1. Auslegung von Vertrag und Willenserklärung
 2. *Commercially Reasonable Efforts* und das Prinzip von Treu und Glauben als Grundlagen für eine Aufklärungspflicht?
 3. Reverse Break-up Fee
 - 3.1 Anwendbarkeit der Reverse Break-up Fee
 - 3.2 Herabsetzbarkeit der Reverse Break-up Fee

In *Vintage Rodeo Parent, LLC v. Rent-a-Center, Inc.*¹ bestätigte der Delaware Court of Chancery, dass die Beklagte, Rent-a-Center, Inc., eine börsenkotierte Gesellschaft mit Sitz in Delaware («**Rent-A-Center**» oder «**Zielgesellschaft**») ein Merger Agreement zu Recht gekündigt hatte, nachdem das im Vertrag festgelegte Enddatum verstrichen war, ohne dass die Klägerin ihr Recht zur Vertragsverlängerung mittels schriftlicher Anzeige ausgeübt hatte. Die Klägerin, Vintage Rodeo Parent, LLC und deren Gruppengesellschaften Vintage Rodeo Acquisition, Inc. und Vintage Capital Management, LLC, alle mit Sitz in Delaware («**Vintage**» oder «**Erwerberin**»²), musste damit nicht nur auf die Transaktion verzichten; darüber hinaus machte die kündende Partei, Rent-a-Center, auch noch eine Reverse Break-up Fee in Höhe von USD 126.5 Millionen gegen sie geltend. Auch wenn das Gericht diese Vertragsstrafe als «*enor-*

mous» bezeichnete und eine Entscheidung darüber vertagte, bezahlte Vintage in einem Vergleich schliesslich rund drei Viertel davon, obwohl ihr in der Sache nichts vorzuwerfen war – ausser dass sie dummerweise vergessen hatte, die Vollzugsfrist formell korrekt zu verlängern.

In den USA wurden aus diesem Fall namentlich folgende Lehren gezogen:

- Ein Gericht hat den eindeutigen Wortlaut nicht zu hinterfragen.
- Die Pflicht, sämtliche wirtschaftlich angemessenen Anstrengungen (*commercially reasonable efforts*) zu unternehmen, beinhaltet keine Pflicht, die Gegenpartei an ihre vertraglichen Rechte zu erinnern oder vor einer drohenden Kündigung zu warnen.
- Der Grundsatz von Treu und Glauben und das Fairnessgebot sind restriktiv anzuwenden.³

In der Schweiz dürfte man im Wesentlichen zu ähnlichen Ergebnissen kommen, auch wenn methodisch die «*texte claire*»-Doktrin zu Recht überholt ist. Immerhin dürfte die Konventionalstrafe tendenziell strenger beurteilt werden. So kann man sich fragen, ob sie vorliegend nach Art. 163 Abs. 3 OR herabgesetzt oder aufgrund der (dispositiven) Regel von Art. 163 Abs. 2 OR, der eine Konventionalstrafe bei unverschuldeter Unmöglichkeit ausschliesst, gar dahingefallen wäre.

Aus *praktischer Sicht* erinnert das Urteil einerseits daran, ein wirksames Fristen-Management bei M&A-Verträgen aufzusetzen und formelle Erfordernisse strikt einzuhalten. Selbst wenn die andere Seite bei der Vorbereitung des Vollzugs voll kooperiert, bedeutet das noch lange nicht, dass sie nicht die Gelegenheit ergreifen und aus dem Vertrag aussteigen kann, wenn sich die Gelegenheit dazu ergibt. Andererseits ist in Bezug auf die Vertragsgestaltung zu erwägen, ob man statt Regelungen mit Verlängerungsoptionen durch jede Partei lieber gleich ein

* Dr. iur. Urs Kägi, LL.M. (Berkeley), und MLaw Annina Hammer sind beide Rechtsanwältinnen bei Bär & Karrer AG, Zürich.

¹ *Vintage Rodeo Parent, LLC v. Rent-a-Center, Inc.*, C.A. No. 2018-0927-SG (Del. Ch. Mar. 14, 2019), abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=287110> (zuletzt besucht am 31. Mai 2019), nachfolgend «Entscheid, S.».

² Auf die Rolle von Vintages Finanzdienstleister und Nebenintervenienten im Verfahren, B. Riley Financial, Inc. mit Sitz ebenfalls in Delaware, wird in diesem Artikel nicht weiter eingegangen.

³ Vgl. auch <https://www.clearymawatch.com/2019/03/targets-termination-of-merger-agreement-approved-based-on-plain-contract-language/> (zuletzt besucht am 31. Mai 2019); <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/23/strict-interpretation-of-merger-agreement-vintage-rodeo-parent-llc-v-rent-a-center-inc/> (zuletzt besucht am 31. Mai 2019).

Kevin M. Hubacher*

Legitimationsrechtliche Natur der Kraftloserklärung eines Inhaberpapiers

Besprechung des Urteils 4A_501/2018 des schweizerischen Bundesgerichts vom 3. Dezember 2018

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und vorinstanzliches Verfahren
- II. Erwägungen und Entscheid
- III. Bemerkungen
 1. Überblick
 2. Wirkung der Kraftloserklärung
 3. Einwendung der nicht vorhandenen Aktionärsstellung der Gesuchstellerin
 4. Nichtigkeit der Generalversammlungsbeschlüsse bei Nichteinladung und Nichtteilnahme einer Inhaberk Aktionärin
 5. Bedeutung des Verzeichnisses über die Inhaberk Aktionäre
- IV. Bedeutung für die Praxis

Kernsätze

1. Die Kraftloserklärung eines Wertpapiers gemäss Art. 971 f. OR trennt das Recht vom Papier.
2. Die Kraftloserklärung ist rein legitimationsrechtlicher Natur und berührt die materielle Rechtslage nicht.
3. Die Gesellschaft behält alle Einwendungen, die sie der berechtigten Person (Inhaberk Aktionärin) entgegenhalten konnte, als diese das Inhaberpapier noch besass; sie ist dafür beweisbelastet.

I. Sachverhalt und vorinstanzliches Verfahren

Die A. AG (nachfolgend «A») ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht. Ihr Aktienkapital besteht aus zwanzig Inhaberk Aktien. Die B. B.V. (nachfolgend «B») stellte sich auf den Standpunkt, Inhaberin der Inhaberk Aktien Nr. 11–20 zu sein. A bestritt die Aktionärsstellung der B. Am 30. Juni 2015 hielt A eine ausserordentliche Generalversammlung ab, zu der B weder eingeladen noch an dieser vertreten war.¹

Mit Klage vom 19. September 2016 beim Zivilkreisgericht Basel-Landschaft West beantragte B die Feststellung, dass die Beschlüsse der ausserordentlichen Generalversammlung der A vom 30. Juni 2015 nichtig seien. B reichte sodann mit Eingabe vom 1. Dezember 2016 beim gleichen Gericht ein Gesuch um Kraftloserklärung der Inhaberk Aktien Nr. 11–20 ein.²

Das Zivilkreisgericht erklärte die Inhaberk Aktien Nr. 11–20 mit Entscheid vom 22. August 2017 als kraftlos. Der Entscheid ist am 4. September 2017 in Rechtskraft erwachsen. In der Folge hiess das Zivilkreisgericht mit Entscheid vom 7. September 2017 die Klage um Feststellung der Nichtigkeit gut. Das Zivilkreisgericht stellte fest, dass die Beschlüsse der ausserordentlichen Generalversammlung der A vom 30. Juni 2015 nichtig seien.³

A erhob dagegen Berufung an das Kantonsgericht Basel-Landschaft, das mit Entscheid vom 3. Juli 2018 die Berufung in Bestätigung des Entscheids des Zivilkreisgerichts abwies.⁴ Daraufhin gelangte A mit Beschwerde in Zivilsachen an das Bundesgericht und beantragte, den Entscheid des Kantonsgerichts aufzuheben und die Gelegenheit zur Neu beurteilung an das Kantonsgericht zurückzuweisen.⁵

II. Erwägungen und Entscheid

Im kantonalen Verfahren rügte A, das Zivilkreisgericht habe die Aktivlegitimation von B zu Unrecht bejaht.⁶ Die Kraftloserklärung entbinde B nicht vom Nachweis ihrer Aktionärsstellung. Das Kantonsgericht erwog, dass bei Inhaberk Aktien der Nachweis der Aktionärsstel-

* Dr. iur. Kevin M. Hubacher, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich.

¹ BGer 4A_501/2018 (3. Dezember 2018), Sachverhalt A.

² BGer 4A_501/2018 (3. Dezember 2018), Sachverhalt B.a.

³ BGer 4A_501/2018 (3. Dezember 2018), Sachverhalt B.b.

⁴ BGer 4A_501/2018 (3. Dezember 2018), Sachverhalt B.c.

⁵ BGer 4A_501/2018 (3. Dezember 2018), Sachverhalt C.

⁶ Die Frage der Aktivlegitimation ist nach Auffassung der wohl überwiegenden Lehre keine Frage der Prozessvoraussetzung und deshalb nicht unter dem Titel Prozessuales abzuhandeln. Fehlt die Aktivlegitimation der klagenden Partei, ist die Klage durch Sachurteil als unbegründet abzuweisen (statt vieler THOMAS SUTTER-SOMM, Die Verfahrensgrundsätze und die Prozessvoraussetzungen, ZZZ 2007, 301–326, 317).

Alain Friedrich*

Venture Capital Gesellschaften und die Bewilligungspflicht als kollektive Kapitalanlage

Besprechung des Urteils 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 des Bundesgerichts vom 9. Oktober 2018

Inhaltsübersicht

- I. Vorinstanzliches Verfahren und Sachverhalt
- II. Erwägungen und Entscheid
 1. Zur Qualifikation als Emissionshaus
 2. Zur Qualifikation als bewilligungspflichtige kollektive Kapitalanlage
 - 2.1 Beurteilung der FINMA
 - 2.2 Erwägungen des Bundesgerichts
- III. Erläuterungen
 1. Die Abgrenzung zwischen kollektiven Kapitalanlagen und operativen Gesellschaften im Bereich von Venture Capital Finanzierungen
 - 1.1 Begriff der kollektiven Kapitalanlage
 - 1.2 Begriff der operativen Gesellschaft
 - 1.3 Venture Capital Unternehmen
- IV. Bedeutung für die Praxis

Kernsätze

1. Bei Venture Capital Finanzierungen wird die Wertschöpfung üblicherweise durch eine aktive Mitwirkung beim gehaltenen Jungunternehmen erzielt. Die Erzielung von Erträgen während laufender Investitionsdauer ist üblicherweise nicht vorgesehen.
2. Hält eine Venture Capital Gesellschaft eine (Minderheits-) Beteiligung an einem Jungunternehmen und wirkt sie aktiv bei diesem Unternehmen mit, scheidet die Qualifikation als kollektive Kapitalanlage wegen der fehlenden, dafür vorausgesetzten Fremdverwaltung bzw. wegen aktiver unternehmerischer Tätigkeit aus.
3. Bei der Beurteilung, ob eine Venture Capital Gesellschaft aktiv beim Jungunternehmen mitwirkt, ist die effektiv ausgeübte Mitwirkung massgebend und nicht bloss die allenfalls vertraglich bestehenden Mitwirkungsrechte.

I. Vorinstanzliches Verfahren und Sachverhalt

Dem bundesgerichtlichen Verfahren ging eine aufsichtsrechtliche Verfügung der FINMA vom 4. September 2015 voraus. Der Verfügung lag folgender Sachverhalt zugrunde:¹

Die B. AG, eine nicht-kotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich bezweckt u.a. den Erwerb, die dauernde Verwaltung, die Bewirtschaftung und die Veräusserung von Beteiligungen. Die Geschäftstätigkeit der B. AG besteht im Wesentlichen darin, sich als ein Venture Capital Unternehmen an privat gehaltenen, operativen Unternehmen zu beteiligen, Investoren an diese Unternehmen zu vermitteln und (Start-up) Gesellschaften vorwiegend in der Gründungs- und Aufbauphase durch Kapital und Know-How zu unterstützen, dafür einen Teil der Aktien dieser Jungunternehmen zu erwerben und zu versuchen, diese nach einer Haltefrist von drei bis fünf Jahren zu veräussern.

Im Jahr 2012 erwarb die B. AG über ihre Tochtergesellschaft, die E. Ltd. die Hälfte des Aktienkapitals der F. AG von deren damaligen Alleinaktionärin, der G. AG. Die Aktien der F. AG wurden daraufhin im Jahr 2013 von der E. Ltd. auf die Depots der B. AG übertragen.

In den Jahren 2013 und 2014 veräusserte die B. AG die Aktien der F. AG im eigenen Namen und unter Einsatz von Werbeinstrumenten und professionellen Vermittlern an Dritte. Als Gegenleistung erhielt die B. AG Gelder im Umfang von etwa CHF 580'000.00.

Daneben investierte die B. AG in diverse Jungunternehmen. Ihre Investitionen finanzierte sie u.a. über Verkäufe eigener Aktien. In den Jahren 2013 und 2014 flossen der B. AG durch den Verkauf eigener Aktien an mindestens 71 Investoren total CHF 2.7 Mio. zu.

In ihrer Verfügung vom 4. September 2015 stellte die FINMA u.a. fest, dass die B. AG (i) durch den Verkauf der F. AG-Aktien als gewerbsmässige Effektenhändler-

* Alain Friedrich, MBA (London Business School), Rechtsanwalt und Notar bei Lex Futura AG.

¹ Urteil des BGer 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 vom 9. Oktober 2018, E. A bis C.