



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII

Schulthess § 2019

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 2019
ISBN 978-3-7255-7881-8

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

| | |
|---|-----|
| European Capital Markets Union and the new Prospectus Regulation | 7 |
| <i>Dr. Dorothee Fischer-Appelt, Rechtsanwältin, Greenberg Taurig, LLP, London</i> | |
| Sicherheiten an Bucheffekten | 21 |
| <i>Theodor Härtsch, Rechtsanwalt, MBA(IE), Partner bei Walder Wyss AG, Zürich</i> | |
| Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften – Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Grossaktionäre | 67 |
| <i>Dr. Lorenzo Olgiati, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Schellenberg Wittmer AG, Zürich</i> | |
| Insiderstrafrecht – Update | 99 |
| <i>Dr. Olivier Thormann, ehemaliger Leitender Staatsanwalt des Bundes, Schweizerische Bundesanwaltschaft BA, Bern, sowie Lehrbeauftragter an der Universität Freiburg, und Matthias Portmann, Assistenz-Staatsanwalt des Bundes, Schweizerische Bundesanwaltschaft BA, Bern</i> | |
| Wandelanleihen | 127 |
| <i>Dr. Thomas U. Reutter, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich, und Annette Weber, Rechtsanwältin, LL.M., Bär & Karrer AG, Zürich</i> | |
| Neuerungen bei der (Re-)Finanzierung von Hypothekarkrediten | 161 |
| <i>Dr. Stefan Kramer, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich, und David Borer, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich</i> | |

Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften – Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Grossaktionäre

Lorenzo Olgiati*

Inhalt

| | | |
|------|---|----|
| I. | Ausgangslage und Fragestellung | 69 |
| II. | Rechtsstellung des Aktionärsvertreters | 71 |
| | 1. Anspruch des Grossaktionärs auf Vertretung im Verwaltungsrat? | 71 |
| | 2. Rechtsverhältnis zwischen Grossaktionär und Aktionärsvertreter | 71 |
| | 3. Rechtsverhältnis zwischen Aktionärsvertreter und Publikumsgesellschaft | 72 |
| | a) Grundsätzliches | 72 |
| | b) Recht auf Auskunft und Einsicht des Aktionärsvertreters im Verwaltungsrat | 73 |
| | c) Zwischenfazit | 73 |
| III. | Weisungen des Grossaktionärs an den Aktionärsvertreter | 74 |
| | 1. Aktionärsvertreter als Diener zweier Herren | 74 |
| | 2. Weisungsbefolgung und faktische Organstellung | 75 |
| | 3. Zwischenfazit | 76 |
| IV. | Möglichkeiten und Schranken der Informationsweitergabe an Grossaktionäre | 76 |
| | 1. Aktienrechtliche Aspekte | 77 |
| | a) Informationsrecht des Grossaktionärs versus Geheimhaltungspflicht des Aktionärsvertreters | 77 |
| | b) Umfang der Geheimhaltungspflicht und selektive Offenlegung | 78 |
| | c) Relative informationelle Gleichbehandlungspflicht | 79 |
| | d) Zwischenfazit | 81 |
| | 2. Kapitalmarktrechtliche Aspekte | 82 |
| | a) Kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz | 82 |
| | b) Zwischenfazit | 82 |
| | c) Informationsweitergabe versus Ad-hoc-Publizität | 83 |
| | d) Informationsweitergabe versus Insideraufsichtsrecht | 84 |
| | aa) Ausnahmen vom Mitteilungsverbot im Insideraufsichtsrecht | 85 |
| | bb) Safe Harbor Regelungen gemäss Art. 128 FinfraV | 86 |

* Der Autor dankt RA Marcel Jakob, M.A. HSG in Law, LL.M., und Miriam Kämpf M.A. HSG in Law and Economics, für ihre wertvolle Mitarbeit bei der Erstellung dieses Beitrags.

| | | |
|------|---|----|
| aaa) | Zulässige Mitteilung zur Ermöglichung der Erfüllung von gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten des Informationsempfängers (Art. 128 lit. a FinfraV)..... | 86 |
| bbb) | Zulässige Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages nach Art. 128 lit. b FinfraV | 88 |
| e) | Informationsweitergabe versus Insiderstrafrecht..... | 89 |
| 3. | Fazit: Zusammenwirken von Aktienrecht und Kapitalmarktrecht | 90 |
| 4. | Kartellrechtliche Informationsschranken..... | 91 |
| 5. | Informationsschranken in Übernahmesituationen | 91 |
| V. | Zusammenfassende Merkmale zur Umsetzung in der Praxis | 92 |
| 1. | Einflussnahme des Grossaktionärs durch unilaterale Weisungen zulässig | 92 |
| 2. | Informationsweitergabe an Grossaktionär möglich, aber eingeschränkt | 93 |
| a) | Gehalt der Information ausschlaggebend | 93 |
| b) | Über die selektive Offenlegung von Geschäftsgeheimnissen beschliesst der Gesamtverwaltungsrat..... | 93 |
| c) | Vereinbarung betreffend Umgang mit den erhaltenen Information treffen | 94 |
| d) | Vorbereitungsmassnahmen für den Fall eines Informationslecks treffen | 94 |
| e) | Kontrollprozesse definieren, dokumentieren und implementieren | 94 |
| f) | Information der übrigen Aktionäre und des Marktes sobald möglich | 95 |
| g) | Laufende Überprüfung des Set-ups bzw. der wesentlichen Faktoren..... | 95 |
| VI. | Schlussbemerkungen | 95 |
| | Literaturverzeichnis | 95 |
| | Materialienverzeichnis | 98 |

I. Ausgangslage und Fragestellung

Aktionärsvertreter von Grossaktionären, seien dies gewichtige Aktionäre oder gar kontrollierende Grossaktionäre, sind im Verwaltungsrat von Schweizer Publikumsgesellschaften¹ ein häufiges Phänomen.^{2,3} Der Begriff des *Grossaktionärs* ist dabei bestimmungsbedürftig. In diesem Beitrag werden darunter nicht nur kontrollierende Grossaktionäre⁴ verstanden, sondern auch andere gewichtige Aktionäre, die in einem Unternehmen regelmässig auch schon mit 3 bis 15% Aktienanteil zu den wesentlichen Aktionären gehören.

In jüngster Zeit drängen auch bisher in den Schweizer Führungsetagen wenig bekannte Players auf das Schweizer Spielfeld – *Aktionärsaktivisten* –, mit dem unmissverständlich geäusserten Anspruch, auf die Führung von Publikumsgesellschaften Einfluss zu nehmen. Aktionärsaktivisten verfügen oft über weniger als 3% der Aktien – aber potentiell über eine deutlich grössere Unterstützungsbasis an der Generalversammlung im Rahmen eines Proxy Fights. Typischerweise verlangen Aktionärsaktivisten, durch Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat Einsitz nehmen zu können, um dort ihren Einfluss geltend zu machen. Gerade auch bei dieser neuen Kategorie von „potentiellen“ und damit teilweise faktischen Grossaktionären stellt sich heute beiden Seiten – den shareholder activists und dem Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften – sehr aktuell die Frage nach den Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Aktionärsvertreter.⁵

¹ Publikumsgesellschaften unterscheiden sich von privat gehaltenen Aktiengesellschaften durch ihre Öffnung gegenüber dem Kapitalmarkt; VON DER CRONE, § 16 N 1. Der vorliegende Beitrag folgt der Abgrenzung nach Aktien- und Börsenrecht, wonach die Kotierung von Beteiligungsrechten einer Aktiengesellschaft an einer Börse das massgebliche formelle Abgrenzungskriterium bildet; zum Begriff siehe etwa VON DER CRONE, § 16 N 3.

² Grossaktionäre sind traditionell in der Schweiz und generell in Kontinentaleuropa bei Publikumsgesellschaften häufig vertreten; vgl. ENRIQUES LUCA/HERTIG GÉRARD/KANDA HIDEKI, 179. Ende 2010 waren an mehr als der Hälfte der schweizerischen Publikumsgesellschaften Grossaktionäre beteiligt. So hatten 156 (58%) der damals 268 Schweizer Publikumsgesellschaften einen Aktionär, der über mindestens 25% der Stimmen verfügte. In 131 Fällen (49%) betrug der Stimmenanteil mehr als 33 1/3%, siehe dazu HÄUSERMANN, 210 ff.

³ Aktionärsvertreter von Grossaktionären finden sich bei den grössten Schweizer Gesellschaften, die im Swiss Market Index (SMI) zusammengefasst sind, per Ende 2016 etwa bei den Gesellschaften Riche-
mont, Roche, SGS, Sika, Swatch, Swisscom, LafargeHolcim und Swiss Re (vgl. Geschäftsberichte).

⁴ Bei schweizerischen Publikumsgesellschaften mittlerer Grösse kann je nach Aktionariatsstruktur bereits eine Beteiligung von 25-30% faktisch die Kontrolle über die Gesellschaft verleihen. Bei den grössten Schweizer Gesellschaften wird der Prozentsatz für eine kontrollierende Position noch deutlich tiefer liegen, je nach Teilnahmequote an der Generalversammlung (GV); bei letzteren beträgt die Teilnahmequote regelmässig nur gerade 30 bis 40%; vgl. SCHENKER, 27; WATTER/DUBS, 2.

⁵ Im Jahr 2017 waren schweizerische Publikumsgesellschaften in bisher nicht gesehenem Ausmass Ziele von Hedge Fund Aktivisten, die meist auch eine Vertretung im Verwaltungsrat forderten. Beispiele sind etwa Cevian Capital/ABB (Vertretung gewählt), RBR/GAM (Vertretung abgelehnt), Corvex/

Die Ansicht, Grossaktionäre spielten eine nicht nur ökonomisch, sondern auch rechtlich besonders zu würdigende Rolle und hätten daher Anspruch auf „bessere“ Information, um auf die Geschicke der Gesellschaft einzuwirken, scheint in der Schweiz auch nach mehreren kapitalmarktrechtlichen Regulierungswellen noch recht verbreitet.⁶ In jüngerer Zeit sind zudem weitere wesentliche Gesetzesänderungen in Kraft getreten, welche den Informationsfluss und damit verbunden die Einflussnahme durch den Grossaktionär unmittelbar betreffen. Zu nennen sei hier insbesondere die Verschärfung des Insiderstrafrechts und noch einschneidender des Insideraufsichtsrechts.⁷

Ziel dieses Beitrages ist es, vor dem Hintergrund der aktuellen Rechtsentwicklungen eine Standortbestimmung zu folgender zweiteiliger Fragestellung vorzunehmen:

- Welche Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme bestehen für Grossaktionäre von Publikumsgesellschaften, die Aktionärsvertreter in den Verwaltungsrat entsenden? Und – damit unmittelbar verbunden –
- inwieweit ist der Informationsaustausch zwischen Aktionärsvertretern im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften und entsendenden Grossaktionären rechtlich möglich bzw. zulässig?

Hierzu wird nachstehend zunächst die Rechtsstellung des Aktionärsvertreters i.S.v. Art. 707 Abs. 3 OR beleuchtet (Kapitel II.). Gestützt darauf werden Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme des Grossaktionärs bzw. der Weisungsgebundenheit des Aktionärsvertreters erörtert (Kapitel II.3.a). Sodann wird der rechtliche Spielraum zur zulässigen Informationsweitergabe des Aktionärsvertreters an den Grossaktionär der Publikumsgesellschaft ausgelotet (Kapitel II.3.b). Zusammenfassende Merkpunkte zur Umsetzung in der Praxis gefolgt von Schlussbemerkungen schliessen den Beitrag ab (Kapitel II.3.c) und III.).⁸

Whitetail/Clariant (Vertretung gefordert/Beteiligung vorzeitig verkauft). Zu den aktuellen Entwicklungen des *Shareholder Activism* in der Schweiz siehe OLGIATI, 29 ff.

⁶ Vgl. dazu schon BÖCKLI/BÜHLER, 101 ff.

⁷ Vgl. dazu unten, Kapitel IV.2.

⁸ Dieser Beitrag fokussiert auf Grossaktionäre in Form von juristischen Personen, welche Vertreter i.S.v. Art. 707 Abs. 3 OR in den Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft entsenden (vorbehältlich deren Wahl durch die Generalversammlung). Nicht näher eingegangen wird auf die Sonderfälle der Vertretung gemäss Art. 656e OR (Partizipantenvertreter), Art. 709 Abs. 1 und 2 OR (Vertreter von Aktionärskategorien oder -gruppen aufgrund statutarischer Bestimmungen) und Art. 762 OR (Vertreter einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft).

II. Rechtsstellung des Aktionärsvertreters

1. Anspruch des Grossaktionärs auf Vertretung im Verwaltungsrat?

Bei der Analyse der Rechtsstellung des Aktionärsvertreters ist zunächst zu fragen, ob das Schweizer Aktienrecht für gewisse Aktionärskategorien einer Publikumsgesellschaft, hier insbesondere Grossaktionäre, einen unmittelbaren Anspruch auf Vertretung im Verwaltungsrat vorsieht.

Das Aktienrecht geht zwar in zahlreichen Bestimmungen von der Zulässigkeit der Vertretung und der Interessenswahrung der Aktionäre im Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft aus.⁹ Namentlich statuiert Art. 707 Abs. 3 OR die Zulässigkeit der Vertretung im Verwaltungsrat für juristische Personen und somit auch für Grossaktionäre. Einen Anspruch auf Vertretung im Verwaltungsrat sieht das Gesetz demgegenüber nur in wenigen speziellen Konstellationen zwingend oder dispositiv vor; zu Grossaktionären schweigt es. Ein eigentlicher gesetzlicher Anspruch auf Interessensvertretung durch einen Vertreter im Verwaltungsrat besteht somit nicht.¹⁰

Ist der Vertreter des Grossaktionärs einmal von der Generalversammlung gewählt, definiert sich seine Rechtsstellung aufgrund zweier Rechtsverhältnisse: des Rechtsverhältnisses mit dem Grossaktionär sowie desjenigen mit der Publikumsgesellschaft.

2. Rechtsverhältnis zwischen Grossaktionär und Aktionärsvertreter

Die Stellung des Aktionärsvertreters kann, muss aber nicht, an ein bereits bestehendes Rechtsverhältnis mit dem Grossaktionär geknüpft sein.¹¹ Vertreter sind häufig, z.B. durch einen vorbestehenden Arbeits- oder Mandatsvertrag oder aufgrund einer Organstellung an die entsendende juristische Person gebunden.¹² Ein bestehendes Rechtsverhältnis zwischen Vertreter und Grossaktionär wird bei der Wahl des Vertreters in den Verwaltungsrat um die Verpflichtung zur interessenswahrenden Ausübung des Verwaltungsratsmandates bei der Publikumsgesellschaft im Sinne des Grossaktionärs erweitert.¹³ Kann nicht auf ein bestehendes Rechtsverhältnis zurückgegriffen werden, so

⁹ So sieht Art. 709 Abs. 1 OR die Wahl eines Vertreters einer jeden Aktienkategorie vor und erlaubt Art. 709 Abs. 2 OR die Einführung eines Nominationsrechts „zum Schutz von Minderheiten oder einzelnen Gruppen von Aktionären“. Selbst den Partizipanten kann gestützt auf Art. 656e OR, obwohl diese auf Gesellschafterstufe keine Mitwirkungsrechte besitzen, ein Anspruch auf einen Vertreter im Verwaltungsrat eingeräumt werden. Schliesslich können gemäss Art. 762 OR Statuten der öffentlichen Hand das Recht einräumen, Vertreter in den Verwaltungsrat abzuordnen; ebenso GERICKE, 130 f.

¹⁰ Gl. M. BSK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 707 OR N 32.

¹¹ BK-WERNLI/RIZZI, Art. 707 OR N 37 mit Verweis auf SCHUCANY, 41, 65.

¹² Zu den einzelnen Vertragsverhältnissen mit Verwaltungsräten siehe etwa ROTH PELLANDA, 72 ff.

¹³ BK-WERNLI/RIZZI, Art. 707 OR N 37 mit Verweis auf PLÜSS, 79, der indessen die Entstehung eines zusätzlichen Rechtsverhältnisses konstatiert.

entsteht durch die Annahme der Wahl eine auftragsähnliche Beziehung des Vertreters zum entsendenden Grossaktionär.¹⁴ Der auch vom Gesetz verwendete Begriff des Vertreters verleitet allerdings in diesem Zusammenhang zu falschen Schlüssen, da der entsandte Verwaltungsrat insbesondere nicht als direkter Stellvertreter des Grossaktionärs fungiert.¹⁵

3. Rechtsverhältnis zwischen Aktionärsvertreter und Publikumsgesellschaft

a) Grundsätzliches

Aktienrechtlich sind Aktionärsvertreter als „Vertreter einer juristischen Person“ im Sinne von Art. 707 Abs. 3 OR zu qualifizieren. Solche Vertreter befinden sich in einer ähnlichen Position wie treuhänderisch tätige Verwaltungsratsmitglieder: Sie sind Organpersonen der Publikumsgesellschaft mit allen Rechten und Pflichten, stehen aber zugleich in einer Sonderbeziehung zu einem Aktionär.¹⁶ In der Lehre wird breit über die Rolle des Aktionärsvertreters gemäss Art. 707 Abs. 3 OR diskutiert. Die herrschende Lehre und auch das Bundesgericht erkennen ihm richtigerweise keine eigentliche Sonderrolle mit Sonderrechten im Verhältnis zum Grossaktionär oder zur Gesellschaft zu; demgegenüber wird eine allgemeine Interessenwahrungsfunktion anerkannt.¹⁷ Der Aktionärsvertreter ist somit grundsätzlich ein reguläres Verwaltungsratsmitglied wie alle anderen.¹⁸ Auch ihn treffen gleichermaßen die Pflichten des Verwaltungsrates, namentlich die Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht einschliesslich der Wahrung der Interessen der Gesellschaft.

¹⁴ BK-WERNLI/RIZZI, Art. 707 OR N 37 mit Verweis auf SCHUCANY, 64; ALBERS-SCHÖNBERG, 88.

¹⁵ Dies, zumal das Verwaltungsratsmandat persönlich zu erfüllen ist; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 18; weiterführend FORSTMOSER/KÜCHLER, 43 f.

¹⁶ FORSTMOSER/KÜCHLER, 44.

¹⁷ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ, Gesellschaftsrecht, § 24, N 51; BÖCKLI, § 13 N 477-478; GERICKE, 133; KRNETA, N 368; DE CAPITANI, 348; a.M. WATTER/DUBS, 31, die eine verminderte Treuepflicht des Aktionärsvertreter befürworten; differenzierend FORSTMOSER/KÜCHLER, 42, 47, die eine pauschale Gleichstellung mit den übrigen Verwaltungsratsmitgliedern nicht als im Sinne des Gesetzgebers erachten, da sonst die gesetzlich oder statutarisch verankerte oder aufgrund eines Generalversammlungsbeschlusses erfolgte explizite Wahl als Vertreter ohne Sinn sei.

¹⁸ Art. 717 OR. Im Rahmen der Aktienrechtsrevision soll im neuen Artikel Art. 707 E-OR explizit statuiert werden, dass ausschliesslich natürliche Personen Mitglieder des Verwaltungsrats sein dürfen; demgegenüber soll Art. 707 Abs. 3 OR aufgehoben werden, da er eine „Selbstverständlichkeit“ enthalte und die Problematik entsandter Mitglieder des Verwaltungsrates auch nicht löse; BOTSCHAFT zur Änderung des Obligationenrechts 2016, 556. Diese Begründung wirkt angesichts der in der Lehre geführten intensiven Diskussion etwas gar unbefangen. Es gibt keine triftigen Gründe, diese Konstante im Gesetz zu streichen.

b) *Recht auf Auskunft und Einsicht des Aktionärsvertreters im Verwaltungsrat*

Jedes Mitglied des Verwaltungsrates hat einen gesetzlichen Anspruch auf Auskunft über alle Angelegenheiten der Gesellschaft.¹⁹ Dabei ist gemäss herrschender Lehre das Recht auf Auskunft grundsätzlich umfassend zu verstehen und soll nicht mit dem Argument der Geheimhaltungsinteressen der Gesellschaft eingeschränkt werden, zumal jedes Mitglied der Geheimhaltungspflicht und der aktienrechtliche Verantwortlichkeit unterworfen ist.²⁰ Dieser Grundsatz hat auch für den Vertreter einer juristischen Person im Verwaltungsrat zu gelten,²¹ welchem zur gewissenhaften Ausübung seines Amtes die gleichen Informationsrechte zustehen müssen wie den übrigen Verwaltungsratsmitgliedern. Der Informationsanspruch lässt sich nur in Ausnahmefällen aus sachlichen Gründen beschränken, etwa wenn ein intensiver Interessenskonflikt²² des Verwaltungsratsmitglieds vorliegt, die Informationsbeschaffung missbräuchlich ist oder wenn besondere Geschäfts- und Fabrikationsgeheimnisse²³ betroffen sind.²⁴

c) *Zwischenfazit*

Die Vertretung und Interessenwahrung von Aktionären im Verwaltungsrat ist zulässig. Der Grossaktionär hat darauf aber keinen unmittelbaren gesetzlichen Anspruch, d.h. sein Vertreter muss, um im Verwaltungsrat vertreten zu sein, von der Generalversammlung gewählt werden. Dem Aktionärsvertreter kommt trotz der Sonderbindung an den Grossaktionär innerhalb des Verwaltungsrates keine rechtliche Sonderrolle zu; er ist reguläres Verwaltungsratsmitglied mit denselben Rechten und Pflichten. Insbesondere das Auskunfts- und Einsichtsrecht kann dementsprechend nur in seltenen Ausnahmefällen, beispielsweise bei Vorliegen eines qualifizierten, intensiven Interessenskonfliktes, verweigert werden.

¹⁹ Art. 715a Abs. 1 OR; BK-WERNLI/RIZZI, Art. 715a N 4.

²⁰ BÜRGI, Art. 713 N 2, 6 ff.; PLÜSS, 51; BAUEN/VENTURI, N 84; STAUBER, 86 f.

²¹ KÄCH, 153.

²² Zum Begriff BÖCKLI, § 13 N 635, 643 f. Befindet sich das auskunftersuchende Verwaltungsratsmitglied in einem intensiven Interessenskonflikt oder droht die Gefahr, dass die Information zur Verfolgung eigener oder fremder Interessen verwendet wird, relativiert die Mehrheit der Autoren den umfassenden Informationsanspruch; dazu BÖCKLI, § 13 N 172; VON DER CRONE, § 4 N 130; ebenso KRNETA, N 982; LAZOPOULOS, 140 f.

²³ Dies betrifft lediglich den „harten Kern“ der Geschäftsgeheimnisse, der einem einzelnen Verwaltungsratsmitglied nur in besonders begründeten Fällen zu eröffnen ist; BÖCKLI, § 13 N 174.

²⁴ BÖCKLI, § 13 N 169-174.

III. Weisungen des Grossaktionärs an den Aktionärsvertreter

1. Aktionärsvertreter als Diener zweier Herren

Aktionärsvertreter befinden sich naturgemäss in einer speziellen Interessenlage, indem „zwei Herren zugleich gedient werden muss“.²⁵ Zunächst hat jeder Aktionärsvertreter als reguläres Verwaltungsratsmitglied der Publikumsgesellschaft die verwaltungsrätlichen Rechte und Pflichten zu beachten und entsprechend deren Gesellschaftsinteressen zu wahren. Sodann ist der Vertreter gemäss Art. 707 Abs. 3 OR an die Weisungen der delegierenden juristischen Person, hier des Grossaktionärs, gebunden. In diesem Spannungsfeld ist in Analogie zur Praxis beim fiduziarischen Verwaltungsratsmitglied gemäss herrschender Lehre und Rechtsprechung auch beim Aktionärsvertreter die Theorie des doppelten Pflichtenexus heranzuziehen:²⁶

„Danach gehen zwar die Pflichten des Verwaltungsrates gegenüber der Gesellschaft, wie sie sich aus seiner Sorgfalts- und Treuepflicht gemäss Art. 717 OR und aus dem Katalog der übertragbaren und unentziehbaren Aufgaben von Art. 716a Abs. 1 OR ergeben, den Interessen eines Dritten als Auftraggeber vor. Drittweisungen dürfen aber vom Aktionärsvertreter insofern befolgt werden, als dies im Rahmen des oft weiten Ermessensbereiches eines Verwaltungsrates möglich ist. Rechtlich wirksam ist die Bindung durch Drittinteressen deshalb nur im Rahmen der Ermessensausübung und hier nur insoweit, als Dritt- und Gesellschaftsinteresse gleich gerichtet sind und denselben Entscheid erfordern, niemals aber im Sinne einer eigentlichen Instruktionsbefolgungspflicht“.²⁷

Weisungen können dem Vertreter folglich gültig erteilt werden, sind aber immer dann unbeachtlich, wenn deren Beachtung nicht vom Gesellschaftsinteresse der Publikumsgesellschaft gedeckt ist.²⁸ Eine rechtliche Durchsetzung solcher Weisungen gegenüber dem Vertreter (z.B. durch vertragliche Sanktionen wie Konventionalstrafen oder gerichtlich angeordnete Realvollstreckung auf Begehren des Grossaktionärs hin) ist daher nicht möglich.²⁹

Die Sonderinteressen des Grossaktionärs können vom Aktionärsvertreter, sofern gleichlaufend, im Rahmen der Interessen der Gesellschaft vertreten werden. Das Gesellschaftsinteresse wird allerdings vom Gesetz nicht näher definiert. In der Lehre werden zur Frage, wem eine Unternehmung dienen soll, bekanntlich namentlich der

²⁵ FORSTMOSER/KÜCHLER, 44.

²⁶ FORSTMOSER/KÜCHLER, 46; BUOB, N 305 m.w.H.; zum fiduziarischen Verwaltungsrat im Allgemeinen siehe LAZOPOULOS und LIPS-RAUBER.

²⁷ Urteil des Eidg. Versicherungsgerichts H217/02 vom 23. Juni 2003 E. 5.2.1 m.w.H. auf die herrschende Lehre; BK-WERNLI/RIZZI, Art. 707 OR N 37.

²⁸ So auch BGE 130 III 213 E. 2.1, wonach Weisungen der entsendenden juristischen Person nur im Rahmen der gesetzlichen und statutarischen Treue- und Sorgfaltspflicht des Vertreters als Verwaltungsratsmitglied zulässig sind und der Vertreter primär die Interessen der Gesellschaft zu wahren hat.

²⁹ BK-WERNLI/RIZZI, Art. 707 OR N 37.

shareholder-value-Ansatz und der stakeholder-Ansatz vertreten.³⁰ Eine abstrakte Definition des Gesellschaftsinteresses erscheint als wenig praktikabel, aus strikt rechtlicher Sicht jedenfalls soweit als sinnvoll, als dessen Verletzung mit Rechtsfolgen bewehrt ist. Bei Geschäftsentscheiden, welche korrekt vorbereitet und unter adäquater Adressierung allfälliger Interessenskonflikte³¹ gefällt werden, dürfte eine spezifische Haftung des entsandten Verwaltungsrates gemäss Art. 754 OR nach Massgabe der Business Judgement Rule³² jedoch i.d.R. ausgeschlossen sein.

An die Sorgfaltspflicht sind gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung höhere Anforderungen zu stellen, wenn ein Verwaltungsrat im Eigeninteresse, im Interesse eines Aktionärs oder eines Dritten handelt, d.h. wenn potentiell Interessenskonflikte im Spiel sind.³³ Diese erhöhte Sorgfaltspflicht besteht allerdings nicht bei jeder Tätigkeit generell, sondern primär in Bezug auf die heikle Abgrenzung zwischen zulässiger Interessenswahrung und dem vorgehenden Gesellschaftsinteresse.³⁴

2. Weisungsbefolgung und faktische Organstellung

Die Erteilung von Weisungen kann, insbesondere wenn sie vom Aktionärsvertreter regelmässig und mechanisch befolgt werden, zu einer faktischen Organstellung des entsendenden Grossaktionärs bei der Publikumsgesellschaft führen.³⁵ Das hätte in einem solchen Fall zur Konsequenz, dass auch auf den weisungserteilenden Grossaktionär die Bestimmungen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit Anwendung finden. Selbstverständlich vermag aber nicht jede Einflussnahme eine faktische Organstellung

³⁰ Zum shareholder-value-Ansatz im schweizerischen Recht siehe DAENIKER, 436; BÄR, 369 ff., VON DER CRONE, § 1 N 23 f.; für den stakeholder-Ansatz in der Schweiz eintretend SCHLUEP, 137 ff.; FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL, § 3 N 17 und § 28 N 26; generell zum Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates siehe LAMBERT, passim.

³¹ Betreffend Interessenkonflikte ist auf die im Zuge der Aktienrechtsrevision neu aufzunehmende Bestimmung von Art. 717a E-OR hinzuweisen. Diese will die Mitglieder des Verwaltungsrats künftig verpflichten, den Verwaltungsratspräsidenten bei Interessenkonflikten unverzüglich und vollständig über die Konfliktsituation zu informieren. Soweit erforderlich hat der Verwaltungsratspräsident bzw. dessen Stellvertreter dann den Gesamtverwaltungsrat zu informieren und es sind die notwendigen Massnahmen zur Wahrung der Gesellschaftsinteressen durch das Gremium zu treffen, wobei das vom Konflikt betroffene Mitglied bei der Beschlussfassung über die Massnahme in den Ausstand treten kann. Auf eine zwingende Ausstandspflicht des betroffenen Verwaltungsratsmitglieds wird jedoch verzichtet (BOTSCHAFT zur Änderung des Obligationenrechts 2016, 571 f.). Die meisten Organisationsreglemente von Publikumsgesellschaften enthalten bereits Regelungen im Hinblick auf Interessenskonflikte (vgl. auch WATTER, Aktienrechtsrevision, 293 f.).

³² Vgl. dazu GRASS, passim; BK-GERICKE/WALLER, Art. 754 OR N 31a m.w.H.

³³ BGE 113 II 52 E. 3a; hinsichtlich des Rechts auf Auskunft und Einsicht in Gesellschaftsunterlagen des sich in einem Interessenskonflikt befindenden Aktionärsvertreter, siehe vorstehend FN 22.

³⁴ GERICKE, 137.

³⁵ BK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 716a OR N 3a.

des weisungserteilenden Grossaktionärs zu begründen. Richtschnur ist gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung das Kriterium, ob die potentiell faktischen Organe

„Personen sind, die tatsächlich Organen vorbehaltene Entscheide treffen oder die eigentliche Geschäftsführung besorgen und so die Willensbildung der Gesellschaft massgebend mitbestimmen.“³⁶

Risikomindernd wirkt sich auch aus, dass eine Haftung kumulativ einen Schaden, eine diesbezüglich adäquat-kausale Pflichtverletzung sowie ein Verschulden des Grossaktionärs voraussetzt. Schliesslich können geschädigte Gesellschaftsgläubiger bekanntermassen Haftungsansprüche erst in einem Konkurs geltend machen; währenddem nicht direkt geschädigte Aktionäre zwar auch ausserhalb des Konkurses aktivlegitimiert sind, oft jedoch faktisch kein Interesse an einer Klage auf Leistung an die Gesellschaft haben, bei deren Erfolg ein (signifikanter) Teil des zu leistenden Schadenersatzes indirekt dem schadenersatzpflichtigen Grossaktionär selbst zukommen würde.³⁷

3. Zwischenfazit

Aktionärsvertreter sind Diener zweier Herren. Sie haben der Erfüllung ihrer Pflichten gegenüber der Gesellschaft den Vorrang vor den Interessenswahrungspflichten gegenüber dem Grossaktionär zu geben. Dies bedeutet auch, dass der Aktionärsvertreter die Weisungen des Grossaktionärs im Rahmen seines Ermessens dann befolgen kann, sofern dies mit dem Gesellschaftsinteresse vereinbar ist. Befolgt der Vertreter die Weisungen des Grossaktionärs hingegen mechanisch und regelmässig, kann dies unter Umständen zu einer faktischen Organstellung des entsendenden Grossaktionärs bei der Publikumsgesellschaft führen.

IV. Möglichkeiten und Schranken der Informationsweitergabe an Grossaktionäre

Im Anschluss an die Erörterung der Weisungsgebundenheit des Aktionärsvertreters ist nunmehr der Frage nachzugehen, inwieweit zwischen Aktionärsvertretern im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften und entsendenden Grossaktionären ein Informa-

³⁶ BGE 107 II 349 E. 5; BGE 117 II 432 E. 2; so hat das Bundesgericht im Falle eines fiduziarischen Verwaltungsrats eine faktische Organstellung angenommen, weil der Vertreter sein Mandat ausschliesslich nach den mündlichen und schriftlichen Weisungen der entsendenden juristischen Person ausübte und deshalb als bloss vorgeschoben zu betrachten war (BGE 78 IV 28, 30 ff.); gemäss BGE 76 II 164 E. 2 war sodann massgebend, dass die entsendende juristische Person „*als intellektueller Urheber von Rechtshandlungen anzusehen*“ war.

³⁷ Eingehend hierzu HANDSCHIN, 246 ff.; vorbehalten bleiben die seltenen Klagen aufgrund direkter Schädigung von Aktionären.

tionsaustausch rechtlich möglich bzw. zulässig ist. Hierbei sind vorab aktienrechtliche und kapitalmarktrechtliche Vorgaben zu berücksichtigen.

1. Aktienrechtliche Aspekte

a) *Informationsrecht des Grossaktionärs versus Geheimhaltungspflicht des Aktionärsvertreters*

Konzeptionell gilt das Informationsrecht der entsendenden juristischen Person, hier des Grossaktionärs, als Korrelat zum Weisungsrecht,³⁸ dies, zumal (zumindest fallspezifische) Weisungen nur erteilt werden können, wenn der Weisungsgeber über den massgebenden Sachverhalt informiert ist.³⁹

Erwartet der entsendende Grossaktionär von seinem Aktionärsvertreter kraft Sonderbindung die Weitergabe von Informationen,⁴⁰ so steht dem entgegen, dass die Mitglieder des Verwaltungsrates im Rahmen der Treuepflicht gemäss Art. 717 OR grundsätzlich der Schweige- und Geheimhaltungspflicht unterworfen und zudem an das Gleichbehandlungsgebot aller Aktionäre gebunden sind.

Ob und inwiefern die Geheimhaltungspflicht des Vertreters von juristischen Personen gegenüber dem Vertretenen gelockert wird, insbesondere also, ob der vertretene Aktionär einen Anspruch auf Informationen hat, der über den üblichen Informationsanspruch der Aktionäre hinaus geht, wird in der Lehre kontrovers diskutiert. Im Schrifttum wird von einigen Autoren die Auffassung vertreten⁴¹, die Geheimhaltungspflicht sei bei Vertretern gemäss Art. 707 Abs. 3 OR zu lockern bzw. funktional aufgehoben, da das Weisungsrecht nur mit hinreichender Informationsgrundlage sinnvoll

³⁸ Siehe dazu LAZOPOULOS, 104 ff.; WENNINGER, 168 ff.

³⁹ Relativierend ist immerhin festzuhalten, dass nicht jede Weisungserteilung zwingend eine umfassende Information bedingt. So bedürfen generelle strategische Weisungen keiner umfassenden Information; z.B. kann der Grossaktionär die Weisung erteilen, dass die Gesellschaft die aktuelle Strategie in Unabhängigkeit weiterverfolgen soll; er ist hier nicht auf ständige Information angewiesen. Anders ist es bei fallspezifischen Weisungen, welche der Grossaktionär nur erteilen kann, wenn er diesbezüglich informiert ist. Zu denken ist hier etwa an eine konkrete Finanzierung via Fremd- oder Eigenkapital oder eine laufende Übernahme.

⁴⁰ Z.B. gestützt auf Auskunfts- oder gegebenenfalls gar Anzeigepflichten aus Art. 400 Abs. 1 OR oder Art. 321a Abs. 1 OR.

⁴¹ Dass es sich bei dieser Lehrmeinung um die herrschende Lehre oder zumindest quantitativ klar überwiegende Meinung handelt, wie von einigen Autoren behauptet, lässt sich aufgrund unserer Sichtung des Schrifttums nicht bestätigen.

ausgeübt werden könne^{42, 43}. Namhafte Autoren halten diese Ansicht allerdings für unzutreffend oder zumindest problematisch.⁴⁴

Zusammenfassend überzeugt die These der Zulässigkeit einer generell gelockerten Geheimhaltungspflicht des Vertreters gemäss Art. 707 Abs. 3 OR gegenüber dem entsendenden (Gross-)Aktionär rechtlich nicht und kann auch nicht hinreichend abgestützt werden. Einschlägige höchstrichterliche Rechtsprechung fehlt. Aus Art. 707 Abs. 3 OR lässt sich somit kein Recht auf informationelle Bevorzugung einzelner Aktionäre ableiten. Der Aktionärsvertreter ist daher an die Schweige- und Geheimhaltungspflicht und die übrigen aktienrechtlichen Grundsätze gebunden, wie jedes andere Verwaltungsratsmitglied.

b) *Umfang der Geheimhaltungspflicht und selektive Offenlegung*

Jedes Verwaltungsratsmitglied ist gegenüber der Gesellschaft gemäss Art. 717 OR geheimhaltungsverpflichtet.⁴⁵ Ein Aktionärsvertreter ist daher aus eigenem Recht nicht befugt, vertrauliche Informationen der Gesellschaft an den Grossaktionär weiterzugeben. Hierüber hat der Gesamtverwaltungsrat zu entscheiden.

Ein Geheimnis liegt allgemein umschrieben immer dann vor, wenn eine in Frage stehende Tatsache weder offenkundig noch allgemein zugänglich ist, ein Geheimhaltungswille der Geheimnisherrin besteht und das Geheimhaltungsinteresse berechtigt ist.⁴⁶ Entsprechend stellen alle jene Tatsachen Geheimnisse dar, deren Bekanntgabe die Gesellschaft materiell oder immateriell schädigen können.⁴⁷

Die Geheimhaltungspflicht betrifft einerseits *relative Geheimnisse*, bezüglich derer die Gesellschaft selbst Geheimnisherrin ist und deshalb auch selbst über eine Entbindung bzw. (selektive) Offenlegung verfügen kann.⁴⁸ Sie betrifft andererseits die *absoluten*

⁴² KRNETA, N 193 ff.; LAZOPOULOS, 105 f.; WENNINGER, 165 f., mit einer Übersicht über die wichtigsten Schweigepflichten im Zivilrecht.

⁴³ Bisweilen wird im Gegenzug dazu gefordert, der Vertretene müsse seinerseits zur Geheimhaltung verpflichtet werden; siehe LAZOPOULOS, 107; WENNINGER, 166.

⁴⁴ BÖCKLI, § 13 N 477b, N 625; FORSTMOSER/KÜCHLER, 48 f.; FORSTMOSER, *Interessenkonflikte*, 17; ebenfalls sehr zurückhaltend BÄRTSCHI, 268; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 28 N 46; BK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 21; kritisch auch LIPS-RAUBER, 90 f.; wohl offen gelassen in BGE 133 III 133 E. 3.3.

⁴⁵ Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass das Strafrecht weitere Schranken für den Austausch zwischen entsandtem Verwaltungsrat und Grossaktionär vorsieht. So steht insbesondere die vorsätzliche Weiterleitung von Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnissen ohne Einwilligung der Geheimnisherrin gemäss Art. 162 StGB unter Strafe.

⁴⁶ SOMMER, 182.

⁴⁷ SOMMER, 181; des weiteren unterliegen der sog. Schweigepflicht auch diejenigen Informationen aus der Verwaltungsratsstätigkeit, deren Bekanntgabe die Gesellschaft weder materiell noch immateriell schädigen können, jedoch nicht allgemein bekannt sind.

⁴⁸ SOMMER, 183.

Geheimnisse, zu deren Wahrung eine gesetzliche (z.B. Bankgeheimnis⁴⁹) oder vertragliche Verpflichtung gegenüber Dritten (z.B. Geheimhaltungsvereinbarung) besteht und bezüglich derer die Gesellschaft deshalb nicht alleinige Geheimnisherrin ist.⁵⁰ Die Gesellschaft kann in diesem Bereich nicht, oder nicht alleine, über die Offenlegung des Geheimnisses entscheiden, weshalb dessen Offenlegung durch das entsendende Verwaltungsratsmitglied grundsätzlich selbst bei Zustimmung des Gesamtverwaltungsrates gegen die aktienrechtliche Treuepflicht sowie die relevanten Bestimmungen des Gesetzes bzw. des Vertrags verstossen würde.

Ob ein relatives Geheimnis im Einzelfall offengelegt werden kann, hat der Gesamtverwaltungsrat der Publikumsgesellschaft mit Blick auf (i) das Gesellschaftsinteresse, (ii) den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre sowie (iii) das Bestehen weiterer, insbesondere kapitalmarktrechtlicher Informationsschranken⁵¹ zu entscheiden.

c) *Relative informationelle Gleichbehandlungspflicht*

Der Aktionärsvertreter hat kraft doppeltem Pflichtenexus auch das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre zu beachten, denn jedes Mitglied des Verwaltungsrates sowie der Gesamtverwaltungsrat sind gehalten, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.⁵² Der Gleichbehandlungsgrundsatz gilt auch bezüglich der Versorgung von Aktionären mit Informationen. In diesem Zusammenhang wird in der Lehre intensiv diskutiert, ob und in welchem Umfang Grossaktionäre bzw. vertretene juristische Personen weitergehende Informationen erhalten dürfen. Anerkannt ist diesbezüglich, dass nicht eine absolute, sondern eine relative, den Verhältnissen Rechnung tragende Gleichbehandlung massgebend ist.⁵³

Eine Ungleichbehandlung von (z.B. Gross- und Klein-) Aktionären kann somit aktienrechtlich gerechtfertigt sein, sofern (i) das überwiegende Gesellschaftsinteresse dies gebietet, (ii) ein sachlicher Grund dafür besteht und (iii) der Eingriff für sich alleine verhältnismässig ist.⁵⁴ Gemäss Bundesgericht können Aktionäre mindestens dann unterschiedlich behandelt werden, wenn „*Abweichungen unumgänglich nötig sind, um im Interesse aller den Gesellschaftszweck zu verfolgen*“⁵⁵. Daher muss der sachliche Grund für eine Ungleichbehandlung im Gesellschaftsinteresse gründen.⁵⁶ Die Stellung

⁴⁹ Art. 47 BankG.

⁵⁰ WENNINGER, 13; BK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 OR N 20a.

⁵¹ Vgl. dazu nachstehend, IV.2.

⁵² Art. 717 Abs. 2 OR.

⁵³ WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 22 f.

⁵⁴ Vgl. BGE 117 II 290 E. 6.

⁵⁵ BGE 102 II 267 E. 1; BGE 99 II 58 E. 2; BGE 95 II 162 E. 9.

⁵⁶ DETTWILER, 117 ff.

als Grossaktionär bzw. seine massgebliche Beteiligung an der Gesellschaft ist *per se* allerdings noch nicht als sachlicher Grund zu betrachten, sondern bedarf einer Einzelfallprüfung.⁵⁷ Die Verhältnismässigkeit wird durch die Elemente der Geeignetheit und Erforderlichkeit und durch das Übermassverbot konkretisiert.⁵⁸ Dies bedingt im Einzelfall Massnahmen, wie beispielsweise die Beschränkung einer Vorabinformation und des zeitlichen Vorsprungs des Grossaktionärs auf das absolut Notwendige, sowie die Verminderung des Risikos des Missbrauchs durch den bevorzugten Grossaktionär zu Ungunsten der übrigen Aktionäre (z.B. mittels vertraglichen Handelsverbots).⁵⁹

Der Grossteil der Lehre ist der auch hier vertretenen Meinung, dass aus aktienrechtlicher Sicht gegenüber Informationsprivilegien von Grossaktionären Zurückhaltung geboten ist. So sehen BÖCKLI und auch WATTER/ROTH PELLANDA und DETTWILER⁶⁰ in der informationellen Bevorzugung des Grossaktionärs zwar grundsätzlich einen Verstoss gegen das Gleichbehandlungsprinzip, welche nur, aber immerhin, in Ausnahmekonstellationen zulässig sei. Darunter fiele gemäss BÖCKLI beispielsweise die Schlussphase der Vorbereitung einer grossen Transaktion, die ohne Einbezug des Grossaktionärs nicht über die Bühne gehen kann.⁶¹ Für WATTER/ROTH PELLANDA soll bei einer Informationsweitergabe das Gesellschaftsinteresse im Vordergrund stehen, welches in gewissen Situationen, wie beispielsweise im Falle einer Krisensituation, eine informationelle Ungleichbehandlung rechtfertige. Falls Informationen an den Grossaktionär weitergeleitet werden, so müsse diese Weitergabe verhältnismässig sein und es müsse sichergestellt werden, dass diese Informationen nicht zum Nachteil der anderen Aktionäre verwendet werden können.⁶² Eine ähnliche Ansicht vertritt auch KÄCH, der eine unterschiedliche Behandlung der Aktionäre dort als zulässig erachtet, wo sie verhältnismässig und nicht unsachlich, sondern ein angemessenes Mittel zur Erreichung eines gerechtfertigten Zweckes ist.⁶³ Auch FORSTMOSER/KÜCHLER sehen in der Privilegierung der Grossaktionäre eine heikle Gratwanderung, die sich nur begründen lässt, wenn ungleiche Voraussetzungen eine Privilegierung rechtfertigen.⁶⁴ Auch kann es sich nach FORSTMOSER rechtfertigen, im Rahmen der Veräusserung eines grossen Pakets zusätzliche Informationen der Gesellschaft offenzulegen, um so

⁵⁷ DETTWILER, 121 ff.; a.M. HOFSTETTER, 221 ff.

⁵⁸ BÖCKLI, § 16 N 112.

⁵⁹ Vgl. auch DETTWILER, 129.

⁶⁰ DETTWILER, 106, 129.

⁶¹ BÖCKLI, § 13 N 704.

⁶² BSK-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 OR N 21, 30; DETTWILER, 129; WATTER/DUBS, 28 f.; vgl. aber deren Befürwortung von Informationsprivilegien für den Aktionärsvertreter nachstehend.

⁶³ KÄCH, 165.

⁶⁴ FORSTMOSER/KÜCHLER, 53 f.

die Suche nach einem für die Gesellschaft geeigneten neuen Grossaktionär zu unterstützen.⁶⁵

Nach hier vertretener Auffassung zu weitgehend sind die Ansichten von WATTER/DUBS und HOFSTETTER⁶⁶. Wird gemäss WATTER/DUBS ein VR-Mitglied entsprechend dem Wahlantrag ausdrücklich und mithin für alle Aktionäre transparent als Vertreter eines Grossaktionärs gewählt, soll eine verminderte Treuepflicht des Aktionärsvertreters gegenüber der Gesellschaft bestehen, weshalb „Informationen aus dem Verwaltungsrat an den (entsendenden) Ankeraktionär ohne Verletzung der Treuepflicht gelangen können“. Nach HOFSTETTER ist eine informationelle Privilegierung des Grossaktionärs mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsprinzip im Grundsatz vereinbar; die Ungleichbehandlung sei sachgerecht, da eine intensiviertere Kommunikation mit dem Grossaktionär plausibel eine Mehrung des langfristigen Unternehmenswerts verspreche. Ein Teil der Lehre vertritt schliesslich die entgegengesetzte Ansicht – u.E. zu absolut und je nach Situation kaum im Gesellschaftsinteresse liegend –, wonach Informationsprivilegien per se als unzulässig zu erachten seien.⁶⁷

d) Zwischenfazit

Eine informationelle Bevorzugung eines Aktionärs bei geheim zu haltenden Informationen ist nur (aber immerhin) soweit möglich, als (i) es sich bei den offenzulegenden Informationen um relative Geheimnisse handelt, (ii) deren Offenlegung nach Einschätzung des Gesamtverwaltungsrats im Interesse der Gesellschaft liegt und (iii) sich die Offenlegung mit dem Grundsatz der relativen informationellen Gleichbehandlung vereinbaren lässt. Dies lässt z.B. ohne weiteres die Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung bereits bekannter Informationen auf Anfrage des entsendenden Grossaktionärs zu, sofern dies auf Anfrage auch anderen Aktionären gewährt wird.⁶⁸ Nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt ist sie dann, wenn dem Grossaktionär im Einzelfall oder dauerhaft Informationsvorteile gewährt werden, etwa durch Offenlegung strategisch wesentlicher Informationen oder kursrelevanter Tatsachen⁶⁹.

Im Gegensatz zu den relativen Geheimnissen können absolute Geheimnisse grundsätzlich nicht offengelegt werden.⁷⁰

⁶⁵ FORSTMOSER, Informationsrechte, 107.

⁶⁶ WATTER/DUBS, 31, mit Verweisen auf BBI 2008, 1685; HOFSTETTER, 230 f.

⁶⁷ HUGUENIN JACOBS, 244; KUNZ, § 8 N 77 ff.

⁶⁸ Die in Kapitel IV.2. dargestellten Schranken des Kapitalmarktrechts vorbehalten.

⁶⁹ Zu den kapitalmarktrechtlichen Schranken siehe unten, Kapitel IV.2.

⁷⁰ SOMMER, 199. Ausnahmsweise können absolute Geheimnisse offengelegt werden, wenn die Zustimmung der relevanten Dritten (Geheimnisherren) eingeholt wurde. Allgemein ist auch zu prüfen, ob Geheimnissen durch Anonymisierung gegebenenfalls ihr Geheimnischarakter genommen werden kann.

2. Kapitalmarktrechtliche Aspekte

a) Kapitalmarktrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz

Eine wesentliche Prämisse des Schweizer Kapitalmarktrechts ist die Sicherstellung eines *level playing field* für sämtliche Anleger, was insbesondere eine informationelle Gleichbehandlung voraussetzt. Der Zweckartikel des FinfraG statuiert den Gleichbehandlungsgrundsatz explizit: „[Dieses Gesetz] (...) bezweckt die Gewährleistung der (...) Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger“.⁷¹

Aus dem kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebot ergibt sich eine striktere Regulierung des Informationsflusses von Publikumsgesellschaften als bei nicht-kotierten Aktiengesellschaften. Dies rechtfertigt sich, zumal Informationsvorteile bei kotierten Beteiligungspapieren unmittelbar ausgenützt werden können. Es erscheint daher als sachgerecht, das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip grundsätzlich strenger zu interpretieren als das aktienrechtliche;⁷² auch werden die sich aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot ergebenden Anforderungen um zusätzliche kapitalmarktrechtliche Regelungen erweitert. In Bezug auf eine privilegierte Informationsversorgung von Grossaktionären bei Publikumsgesellschaften ist somit ein strengerer Massstab anzuwenden. Daraus eine *absolute* informationelle Gleichbehandlungspflicht im Kapitalmarktrecht herzuleiten, wäre aber verfehlt. Eine absolute informationelle Gleichbehandlungspflicht ist, einmal abgesehen vom ausgewiesenen Bedürfnis zur adäquaten selektiven Information in Einzelfällen, schon deshalb abzulehnen,⁷³ weil das Kapitalmarktrecht selber explizite gesetzgeberische Ausnahmen hierzu vorsieht.

Es gilt demnach für kotierte Aktiengesellschaften ein relatives, wenn auch relativ striktes kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsprinzip, welches die privilegierte Informationsversorgung des Grossaktionärs nicht ausschliesst, aber weiter einschränkt.

b) Zwischenfazit

Eine informationelle Ungleichbehandlung bzw. Privilegierung des Grossaktionärs einer Publikumsgesellschaft ist in engen Schranken im Einzelfall möglich. Eine Informationsweitergabe des Aktionärsvertreters an den Grossaktionär der Publikumsgesellschaft muss somit in Übereinstimmung mit (i) dem aktienrechtlichen relativen Gleichbehandlungsprinzip und (ii) dem durch explizite Normen konkretisierten, kapitalmarktrechtlichen (relativen) Gleichbehandlungsprinzip erfolgen. Konkrete Schran-

⁷¹ Art 1 Abs. 2 FinfraG.

⁷² So auch DAENIKER/DETTWILER, 64 f.; BÖCKLI/BÜHLER, 101 ff.; HARTMANN/SINGER, 539 ff.; WATTER, Informationsversorgung des Aktionärs, 42.

⁷³ So auch BÖCKLI/BÜHLER, 110; DAENIKER/DETTWILER, 31 f.; a.M. EUGSTER/MARTINEZ, 43.

ken der Informationsweitergabe ergeben sich aus den einzelnen kapitalmarktrechtlichen Normen. Einschlägig sind insbesondere die kotierungsrechtlichen Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität sowie die aufsichtsrechtlichen und strafrechtlichen Bestimmungen des Insiderrechts, wie nachfolgend dargelegt wird.

c) *Informationsweitergabe versus Ad-hoc-Publizität*

Die Ad-hoc-Publizität⁷⁴ ist direkter Ausfluss des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsprinzips und will die wahre, klare und vollständige Information aller gegenwärtigen und potentiellen Marktteilnehmer chancengleich mit potentiell kursrelevanten Informationen sicherstellen. Als potentiell kursrelevant gelten Tatsachen, die nicht öffentlich bekannt sind und die (basierend auf einer *ex ante* Betrachtungsweise) die Eignung aufweisen, zu einer erheblichen Kursänderung zu führen.⁷⁵ Das Gleichbehandlungsgebot ist in Art. 53 Abs. 3 KR explizit verankert⁷⁶; eine selektive Information von Marktteilnehmern verstösst somit prinzipiell dagegen.⁷⁷

Eine kapitalmarktrechtliche Ausnahme von der strikten Bekanntgabepflicht stellt der Bekanntgabeaufschub gemäss Art. 54 KR dar. Der Emittent kann die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben, wenn die Tatsache auf einem Plan oder Entscheid des Emittenten beruht,⁷⁸ deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen und der Emittent die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache gewährleistet. Diese Voraussetzungen können beispielsweise geplante Kapitalerhöhungen, geplante Übernahmen oder Verhandlungen zwecks Finanzierungen erfüllen. Kursrelevante Tatsachen können somit, falls die Voraussetzungen für einen Bekanntgabeaufschub vorliegen, grundsätzlich ohne Verstoß gegen das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange von der Gesellschaft (direkt oder via Aktionärsvertreter) selektiv an einen Grossaktionär weitergeleitet werden.⁷⁹

⁷⁴ Vgl. Art. 53 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange.

⁷⁵ Vgl. <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/issuer/obligations/ad-hoc-publicity.html>>.

⁷⁶ Art. 53 Abs. 3: „Die Bekanntmachung ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist.“

⁷⁷ Vgl. SIX Exchange Regulation, Kurzkomentar RLAhP zu Art. 6 RLAhP 2011, N 117. Ein Verstoß des Emittenten gegen diese Bekanntgabepflicht kann mit einer Busse der SIX Sanktionskommission von bis zu CHF 1 Mio. bei Fahrlässigkeit und von bis zu CHF 10 Mio. bei Absicht bestraft (Art. 60 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange).

⁷⁸ Wesentlich ist die Unterscheidung zum Eintritt eines Ereignisses, das seinen Ursprung nicht in einem Plan oder Entscheid des Emittenten hat, wobei auch Finanzkennzahlen nicht als auf einem Plan oder Entschluss der Gesellschaft beruhend betrachtet werden (vgl. SIX Exchange Regulation, Kurzkomentar RLAhP 2011, N 186).

⁷⁹ Vorbehalten bleibt die Beachtung der weiteren, insbesondere aktien- und kapitalmarktrechtlichen Anforderungen.

d) *Informationsweitergabe versus Insideraufsichtsrecht*

Wesentliche kapitalmarktrechtliche Schranken der Informationsweitergabe ergeben sich aufgrund des aufsichtsrechtlichen und strafrechtlichen Insiderverbots.

Bis im Jahr 2013 gab es in der Schweiz – im Unterschied zur EU – keinen gesetzlich normierten verwaltungsrechtlichen Insidertatbestand.⁸⁰ Um diese Lücke zu schliessen, wurde im Rahmen der Revision „Börsendelikte und Marktmissbrauch“ im Jahr 2013 mit Art. 33e aBEHG ein aufsichtsrechtliches Verbot der Ausnutzung von Insiderinformationen in das Gesetz aufgenommen, das erstmals für sämtliche Marktteilnehmer galt.⁸¹ Mit Inkrafttreten des Finanzmarktinfrastukturgesetzes am 1. Januar 2016 wurde das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot mit geringfügigen Änderungen in Art. 142 FinfraG überführt.⁸² In der Praxis zeigt sich des Öfteren, dass Vorschriften und Tragweite des aufsichtsrechtlichen Insiderverbots auch fünf Jahre nach dessen Einführung wenig bekannt sind.

Das Aufsichtsrecht ist im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Sanktionierung eines individuellen Fehlverhaltens, sondern auf den Schutz der Anleger und die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ausgerichtet.⁸³ Im Unterschied zur strafrechtlichen Insidernorm sind die Tatbestandsmerkmale Vermögensvorteil, Bereicherung und subjektives Verschulden nicht Gegenstand der sonst weitgehend gleich formulierten aufsichtsrechtlichen Norm.⁸⁴

Wenig Beachtung findet die Tatsache, dass bei einer Verletzung von Art. 142 FinfraG die FINMA auch gegen nicht beaufsichtigte (natürliche und juristische) Personen vorgehen kann.⁸⁵ Im vorliegenden Kontext ist es also für das Insideraufsichtsrecht nicht relevant, ob Grossaktionär, Aktionärsvertreter oder Publikumsgesellschaft der Aufsicht der FINMA unterstellt sind.

⁸⁰ Der Insiderhandel war aufsichtsrechtlich gestützt auf das frühere EBK-RS 08/1 “Marktverhaltensregeln“ (Rundschreiben der Eidg. Bankenkommission: Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel (Marktverhaltensregeln) vom 19. März 2008) nur für der Aufsicht der EBK und später der FINMA (FINMA-Rundschreiben FINMA-RS 08/38 „Marktverhaltensregeln“) unterstehende Finanzintermediäre verboten (vgl. FinfraG-Komm. SETHE/FAHRLÄNDER, Art. 142 FinfraG, N 5 ff.; zum alten Recht siehe KÖNIG, 97 ff.).

⁸¹ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes 2011, 6888.

⁸² Botschaft zum Finanzmarktinfrastukturgesetz 2014, 7584 f.

⁸³ WEBER, Börsenrecht Kommentar, Art. 33e N 1 ff.

⁸⁴ Art. 142 Abs. 1 FinfraG hält explizit fest: „Unzulässig handelt, wer eine Insiderinformation, von der er weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist, oder eine Empfehlung, von der er weiss oder wissen muss, dass sie auf einer Insiderinformation beruht (...) einem anderen mitteilt“.

⁸⁵ Art. 145 FinfraG. Der FINMA stehen dabei die folgenden Aufsichtsinstrumente des FINMAG zur Verfügung: Einforderung von Auskunft (Art. 29 Abs. 1 FINMAG), Anzeige der Eröffnung eines Verfahrens (Art. 30 FINMAG), Feststellungsverfügung (Art. 32 FINMAG), Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung (Art. 34 BEHG) sowie die Einziehung von Gewinnen (Art. 35 FINMAG).

Gemäss Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG stellt bereits die (blosse) *Mitteilung* bzw. Offenlegung von Insiderinformationen⁸⁶ ein aufsichtsrechtlich unzulässiges Marktverhalten dar, das von der FINMA sanktioniert werden kann. Ausreichend ist blosses Wissenmüssen (insbes. des mitteilenden Aktionärsvertreter), dass es sich um Insiderinformationen handelt; die Verschaffung eines Vermögensvorteils wird nicht vorausgesetzt. Damit ist im Grundsatz *jede Weitergabe* von Insiderinformationen verboten, insbesondere auch von der Publikumsgesellschaft bzw. vom Aktionärsvertreter an den Grossaktionär. Es ist daher nach gesetzlichen Ausnahmen zu fragen.

aa) Ausnahmen vom Mitteilungsverbot im Insideraufsichtsrecht

Vorliegend interessiert, unter welchen Bedingungen gegebenenfalls Insiderinformationen trotz insiderrechtlichen Mitteilungsverbots legal vom Aktionärsvertreter an den entsendenden Grossaktionär fliessen können.

Art. 128 FinfraV nennt die Voraussetzungen, unter denen die Mitteilung von Insiderinformationen nicht unter das Mitteilungsverbot von Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG fällt und damit aufsichtsrechtlich (und strafrechtlich⁸⁷) zulässig ist.⁸⁸ Die Ausnahmen von Art. 128 FinfraV gelten absolut. Es handelt sich um „*Safe Harbors*“, die unter keinen Umständen aufsichtsrechtlich geahndet werden. Die Lehre⁸⁹ wie auch der Bericht des EFD zur aBEHV⁹⁰ gehen von einer abschliessenden Aufzählung der Ausnahmen vom Mitteilungsverbot nach Art. 128 FinfraV bzw. Art. 55g aBEHV aus.

Es ist jedoch zu beachten, dass die Ausnahmen nur Verhaltensweisen betreffen, die überhaupt unter die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels fallen. Verhaltensweisen, welche gar nicht unter Art. 142 Abs. 1 FinfraG subsumiert werden können,

⁸⁶ Als Insiderinformation gilt gemäss Art. 2 lit. j FinfraG eine „*vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen*“.

⁸⁷ Siehe dazu die Ausführungen unter Kapitel IV.2.d)bb).

⁸⁸ Art. 128 FinfraV lautet wie folgt: „*Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 142 Absatz 1 Buchstabe b FinfraG, wenn: diese Person zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist [lit. a]; oder die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist und die Informationsinhaberin oder der Informationsinhaber die Informationsempfängerin oder den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf, und die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis nach Ziffer 1 dokumentiert [lit. b]*“.

Der Inhalt von Art. 128 FinfraV wurde nahezu unverändert von Art. 55g aBEHV (Fassung der Börsenverordnung vom 1. Januar 2015) übernommen, weshalb ebenfalls auf die Materialien zu Art. 55g aBEHV abgestellt werden kann. Darunter fallen der Erläuterungsbericht EFD zur Börsenverordnung 2013, 11 f. sowie die BOTSCHAFT zur Änderung des Börsengesetzes 2011, 6902.

⁸⁹ FinfraG-Komm. SETHE/FAHRLÄNDER, vor Art. 142 FinfraG, N 19; WEBER, New Swiss Rules on Insider Dealing, 7.

⁹⁰ Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 11 f.

werden (konsequenter Weise) nicht aufgezählt; diese sind ohne weiteres zulässig.⁹¹ Als Beispiel kann die Publikation einer Ad-hoc-Mitteilung gemäss Art. 53 KR genannt werden, welche keine Verletzung des Insideraufsichtsrechts darstellt, weil aus teleologischen Überlegungen die Mitteilung von kursrelevanten Informationen gleichzeitig an die gesamte Öffentlichkeit nicht unter Art. 142 FinfraG subsumiert werden kann. Demzufolge hat der Gesetzgeber für Ad-hoc-Mitteilungen in Art. 128 FinfraV auch keine Ausnahmeregelung vorgesehen. Potentielle Mitteilungshandlungen des Aktionärsvertreters sind denn auch vorweg darauf zu prüfen, ob diese im Einzelfall überhaupt vom Anwendungsbereich des Art. 142 FinfraG erfasst werden. Dies ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn es nur um die Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung von bereits bekannten Insiderinformationen geht, ohne dass dabei *primeurs*, also neue Insiderinformationen, bekannt gegeben werden.

bb) Safe Harbor Regelungen gemäss Art. 128 FinfraV

Die Mitteilung einer Insiderinformation kann aufsichtsrechtlich kraft Art. 128 FinfraV nur, aber immerhin dann zulässig sein, wenn

- die Informationsempfängerin entweder „zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist“ (lit. a), oder
- „wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist“ (lit. b).

Gemäss Wortlaut liegt der Fokus der Ausnahme nach lit. a ausschliesslich auf der *Informationsempfängerin*, welche Insiderinformation benötigt, um eine gesetzliche oder vertragliche Pflicht zu erfüllen; bei lit. b hingegen steht generell die *Publikumsgesellschaft* bzw. ihr Bedürfnis zum Vertragsabschluss im Mittelpunkt.

Erläuterungen des Regulators zu Art. 128 FinfraV gibt es kaum, was angesichts der Tragweite der Bestimmungen ein Manko darstellt; ebenso wenig besteht eine konkretisierende veröffentlichte Praxis oder FAQ.

aaa) Zulässige Mitteilung zur Ermöglichung der Erfüllung von gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten des Informationsempfängers (Art. 128 lit. a FinfraV)

Die ausnahmebegründenden *gesetzlichen Pflichten* können in einem Gesetz im formellen oder materiellen Sinne enthalten sein.⁹² Gestützt auf gesetzliche Pflichten dürfen Insiderinformationen demnach beispielsweise innerhalb der Geschäftsleitung und von

⁹¹ Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 3 f.

⁹² Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 11 f.

der Geschäftsleitung an den Verwaltungsrat weitergegeben werden.⁹³ Auch die Mitteilung von Insiderwissen an die Revisionsstelle ist erlaubt, soweit die Empfängerpersonen für die Erfüllung ihrer gesetzlichen Prüfpflichten darauf angewiesen sind.⁹⁴ Ebenfalls erfasst ist die Mitteilung von Insiderinformationen zur Erfüllung von gesetzlichen Konsolidierungspflichten⁹⁵ oder zwecks Überprüfung der Einhaltung von regulatorischen Vorgaben des öffentlichen Rechts durch eine Behörde (z.B. Weiterleitung von Insiderinformationen an eine Wettbewerbsbehörde im Rahmen einer entsprechenden Untersuchung). Dass auch Reporting- oder Konsolidierungspflichten des Grossaktionärs kraft in- oder ausländischem Recht (z.B. des Grossaktionärs als Fonds gegenüber den Anteilshabern)⁹⁶ Grundlage für die Berufung auf die Ausnahme bieten können, ist nicht gesichert und im Einzelfall zu prüfen; ein Ausweg in der Praxis wird vielfach ein zeitlich gestaffelter Reporting-Rhythmus sein, bei dem zunächst die Schweizer Publikumsgesellschaft ihre Zahlen veröffentlicht und erst danach der Grossaktionär seinen Reporting-Pflichten nachkommt.

Für eine Informationsweitergabe aufgrund *vertraglicher Pflichten* gemäss Art. 128 lit. a FinfraV ist zentrale Voraussetzung, dass der Informationsempfänger auf die Informationen zur Erfüllung seiner vertraglichen Pflichten angewiesen ist und somit Informationen lediglich auf einer strikten *need to know basis* weiter gegeben werden dürfen.

Unter diesen Voraussetzungen zulässig ist beispielsweise die Weitergabe von Insiderinformationen an einen Berater der Publikumsgesellschaft, der zur pflichtgemässen Erfüllung seines Auftrages auf die Kenntnis der Insiderinformationen angewiesen ist (z.B. Insiderwissen, welches mit einer beauftragten Investmentbank oder Anwaltskanzlei im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen geteilt wird).⁹⁷

Praktisch relevant ist auch die Frage, ob ein Beratungsvertrag zwischen dem mittels Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat vertretenen Grossaktionär und der Publikumsgesellschaft, namentlich hinsichtlich strategischer Fragestellungen (einschliesslich der Entwicklung neuer Geschäftsfelder oder strategischer Investitionsgelegenheiten), eine Informationsweitergabe rechtfertigen könnte. So sehen z.B. Hedge Fund-Aktivisten, als faktische Grossaktionäre, in der Entsendung von Aktionärsvertretern in den Ver-

⁹³ Zulässig ist ausserdem die Weitergabe von Insiderinformationen von einem abgeordneten Verwaltungsratsmitglied an die ihn abordnende Körperschaft des öffentlichen Rechts; Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 11 f.

⁹⁴ SETHE, § 8 N 129.

⁹⁵ Diese sind in Art. 963 OR festgehalten.

⁹⁶ So GERICKE, 165 f.; danach soll die Safe Harbor Regel zusätzlich auch kraft gesetzlicher Pflichten des Informierenden, nicht nur des Informationsempfängers in Anspruch genommen werden können, etwa aufgrund einer Pflicht des entsandten Verwaltungsratsmitglieds zum Reporting gegenüber einem Fonds. Dies widerspricht u.E. sowohl dem Wortlaut als auch einer systematischen Auslegung der Bestimmung.

⁹⁷ Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 11 f.

waltungsrat der Zielgesellschaft einen Schlüsselfaktor zur Entwicklung und Durchsetzung ihrer kurz- oder langfristigen Unternehmensziele zwecks Erschliessung des Wertpotentials der Unternehmung („*unlocking value*“).⁹⁸ Soweit der Gesamtverwaltungsrat einen echten Strategieberatungs- bzw. Strategieentwicklungs-Dialog mit dem Grossaktionär oder Aktivisten wünscht, kann auf Basis eines effektiv gelebten Beratungsvertrags und vorbehältlich der Beachtung der aktienrechtlichen Prinzipien⁹⁹ und weiterer rechtlicher Anforderungen, einschliesslich Geheimhaltungs- und Standstill-Abreden, eine Weitergabe von insiderrelevanten Informationen zulässig sein. Zu betonen ist aber, dass sich die Zulässigkeit der Informationsweitergabe aufgrund vertraglicher Pflichten i.S.v. Art. 128 Bst. a FinfraG nur aus gültigen Verträgen ergeben kann. Dementsprechend darf keine Simulation vorliegen.

bbb) Zulässige Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages nach Art. 128 lit. b FinfraV

Sodann ist die Mitteilung einer Insiderinformation erlaubt, wenn diese im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist und (i) der Informationsinhaber den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenutzt werden darf, und (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und der Hinweis gemäss (i) dokumentiert ist.¹⁰⁰

Der Gesetzgeber erlaubt damit die Weitergabe von Insiderinformationen in gewissen, nicht näher definierten Situationen auch ohne gesetzliche oder vertragliche Pflicht des Informationsempfängers. Unter diesen Voraussetzungen ist beispielsweise das Mitteilen von Informationen während einer Due-Diligence-Prüfung im Hinblick auf eine Akquisition oder Kapitalmarkttransaktion zulässig.¹⁰¹ Ein Beispiel einer zulässigen Offenlegung an Grossaktionäre, via entsandter Vertreter oder direkt, wäre die Konstellation einer geplanten M&A-Transaktion der Gesellschaft, in welche die Hauptaktionäre vorzeitig einbezogen und entsprechend informiert werden müssen (z.B. zur Abklärung, ob der Grossaktionär bei einer zwecks Finanzierung der M&A-Transaktion durchzuführenden Kapitalerhöhung seine Bezugsrechte ausüben würde).

In diesem Fall hat die Gesellschaft oder der Aktionärsvertreter namens der Gesellschaft (i) den Grossaktionär zumindest darauf hinzuweisen, dass die Information nicht ausgenutzt werden darf und zudem (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis des Verbots des Ausnützens geeignet zu dokumentieren (z.B. in Form von Insiderlisten). In solchen Konstellationen ist allerdings die zusätzliche Vereinbarung eines Geheimhaltungs- und Handelsverbots (Standstill) üblich und empfehlenswert.

⁹⁸ OLGIATI, 32.

⁹⁹ Siehe dazu die Ausführungen zu IV.1.

¹⁰⁰ Art. 128 lit. b FinfraV (siehe Wortlaut in FN 92).

¹⁰¹ Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 12.

Zu beachten ist nach Art. 128 FinfraV lit. b, dass die Bemühungen zum Vertragsabschluss ernsthaft sein müssen und keinesfalls nur simuliert werden dürfen. Ebenfalls müssen auch bei der Frage der Zulässigkeit der Weitergabe die bereits dargelegten aktienrechtlichen Grundprinzipien eingehalten werden.¹⁰²

e) *Informationsweitergabe versus Insiderstrafrecht*

Die Offenlegung von Insiderinformationen ist unter gewissen Voraussetzungen nicht nur aufsichtsrechtlich unzulässig, sondern auch strafbar.¹⁰³ Immerhin gelten gestützt auf Art. 14 StGB die Ausnahmen vom aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbot nach Art. 128 FinfraV auch für den Straftatbestand gemäss Art. 154 FinfraG.¹⁰⁴ Im Gegensatz zur aufsichtsrechtlichen Bestimmung von Art. 142 FinfraG verlangt Art. 154 FinfraG zudem, (i) dass durch die Weitergabe einer kursrelevanten Tatsache ein Vermögensvorteil erzielt wird¹⁰⁵ bzw. zumindest, dass die Absicht besteht, einen Vermögensvorteil zu erzielen¹⁰⁶ und, (ii) dass dem Handelnden subjektiv ein Verschulden zur Last gelegt werden kann.¹⁰⁷ Daraus folgt, dass die Offenlegung von kursrelevanten Tatsachen an einen Grossaktionär, welche nicht unter die aufsichtsrechtlichen Safe Harbors fällt, dann unter Strafe¹⁰⁸ steht, wenn mindestens die Absicht besteht, einen Vermögensvorteil zu erzielen.

Als Primärinsider im Sinne der Strafbestimmung qualifizieren zunächst die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung einer Publikumsgesellschaft.¹⁰⁹ Dazu zählt der Aktionärsvertreter aufgrund des mit der Organstellung bestimmungsgemäss

¹⁰² Im Hinblick auf die aktienrechtliche Zulässigkeit siehe IV.1.; Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013, 11.

¹⁰³ Art. 154 Abs. 1 FinfraG lautet: „Mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer als Organ oder Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten oder einer den Emittenten beherrschenden oder von ihm beherrschten Gesellschaft oder als eine Person, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen hat, sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation [Abs. 1]: (...) einem anderen mitteilt [lit. b]“.

¹⁰⁴ Vgl. auch FAHRLÄNDER, N 637, zur Anwendbarkeit der (altrechtlichen) aufsichtsrechtlichen Safe Harbors (Art. 55a ff. BEHV) auf die strafrechtlichen Bestimmungen gemäss Art. 40 BEHG.

¹⁰⁵ BOTSCHAFT zur Änderung des Börsengesetzes 2011, 6906, wonach das Delikt erst mit Verschaffung des Vermögensvorteils vollendet ist.

¹⁰⁶ BOTSCHAFT zur Änderung des Börsengesetzes 2011, 6906, wonach Strafbarkeit wegen eines versuchten Delikts in Frage kommt, wenn der Täter mit der Absicht handelte, einen Vermögensvorteil zu erzielen, dieser aber nicht eintritt.

¹⁰⁷ WEBER, Börsenrecht Kommentar, Art. 40, N 11.

¹⁰⁸ Das Ausnützen von Insiderinformationen wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft, wenn ein Vermögensvorteil von unter einer Million Franken erzielt wird (Art. 154 Abs. 1 FinfraG) oder bis zu fünf Jahren Freiheitsstrafe oder Geldstrafe, wenn durch die Handlung ein Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt wird (Art. 154 Abs. 2 FinfraG).

¹⁰⁹ FinfraG-Komm. SETHE/FAHRLÄNDER, Art. 154 FinfraG, N 11 ff.

verbundenen Zugangs zu etwaigen Insiderinformationen. Wird die Grossaktionärin aufgrund ihres (intensiven) Einflusses als faktisches Organ¹¹⁰ eingestuft, so sind die Einfluss ausübenden natürlichen Personen bei der Grossaktionärin ebenfalls als Primärinsider zu qualifizieren.¹¹¹ Die Informationsempfänger beim Grossaktionär qualifizieren je vorgehend dargestellter Fallkonstellation als Beteiligungsinsider (Primärinsider)¹¹² oder Tippnehmer (Sekundärinsider).¹¹³ Der Grossaktionär als juristische Person selbst ist (nur, aber immerhin) subsidiär strafbar.¹¹⁴

3. Fazit: Zusammenwirken von Aktienrecht und Kapitalmarktrecht

Eine selektive Information des Grossaktionärs einer Publikumsgesellschaft durch dessen Vertreter oder direkt ist dann erlaubt, wenn sie in Übereinstimmung mit (i) dem aktienrechtlichen relativen Gleichbehandlungsprinzip und (ii) dem durch explizite Normen konkretisierten, kapitalmarktrechtlichen (relativen) Gleichbehandlungsprinzip erfolgt. Konkrete Schranken der Informationsweitergabe ergeben sich aus den einzelnen kapitalmarktrechtlichen Normen

Aktienrechtlich ist eine selektive Informationsweitergabe an einen Grossaktionär zulässig, wenn diese im überwiegenden Gesellschaftsinteresse liegt, an einen sachlichen Grund knüpft und verhältnismässig ist. Der Gesamtverwaltungsrat als Geheimnisherr muss der selektiven Weitergabe von Informationen zustimmen.

Zusätzlich hat die Weitergabe von Informationen auch dem strengeren Massstab des relativen kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebotes zu entsprechen. Insbesondere dürfen Insiderinformationen gemäss Insideraufsichtsrecht grundsätzlich weder vom Aktionärsvertreter noch von der Gesellschaft gegenüber einzelnen (Gross-) Aktionären offengelegt werden. Immerhin wird sich in Ausnahmefällen eine selektive Offenlegung von Insiderinformationen gestützt auf Safe Harbor-Bestimmungen rechtfertigen lassen – unter Berücksichtigung zusätzlicher verhältnismässiger Vorkehrungen.

Alternativ – in der Praxis aber oft schwierig zu bewerkstelligen – könnte sich die Publikumsgesellschaft und damit der Aktionärsvertreter von den kapitalmarktrechtlichen Schranken auch dadurch befreien, dass der relevanten Insiderinformation ihre Kursrelevanz und damit ihre Insiderqualität genommen wird, indem sie in geeigneter Form dem gesamten Markt offen gelegt wird. Dies ermöglichte dem Vertreter sodann, sich

¹¹⁰ Zur faktischen Organschaft siehe die Ausführungen zu Kapitel III.2.

¹¹¹ FinfraG-Komm. SETHE/FAHRLÄNDER, Art. 154 FinfraG, N 18 ff.

¹¹² Art. 154 Abs. 1 FinfraG (Primärinsider); unterstehen einem Handels-, Mitteilungs- und Empfehlungsverbot.

¹¹³ Art. 154 Abs. 3 FinfraG (Sekundärinsider); unterstehen (nur) einem Handelsverbot.

¹¹⁴ Vgl. Art. 102 StGB.

mit dem Grossaktionär auszutauschen, also die nun öffentlichen Informationen im Rahmen des Erlaubten näher zu erläutern oder zu verdichten, oder zumindest dessen Meinung zum bisher vertraulichen Vorhaben oder Ereignis einzuholen.

Schliesslich zu beachten sind allenfalls weitere Informationsbarrieren, insbesondere kraft Bestimmungen des Kartell- und Übernahmerechts; dies ist im Folgenden kurz darzulegen.

4. Kartellrechtliche Informationsschranken

Bei Informationsflüssen zwischen Aktionärsvertreter und Grossaktionär gilt es zudem, etwaige kartellrechtliche Informationsschranken zu beachten. Informationen könnten dazu verwendet werden, das Marktverhalten der beteiligten Unternehmen aufeinander abzustimmen. Dies insbesondere, wenn die Grossaktionärin die Publikumsgesellschaft (aktuell oder potentiell) konkurrenziert. Findet ein Austausch sensibler Geschäftsinformationen statt oder werden gar Verhaltensweisen direkt oder indirekt koordiniert, kann dies als kartellrechtlich unzulässige und sanktionierbare horizontale Wettbewerbsabsprache gemäss Art. 5 KG betrachtet werden. Im Falle einer Abrede kann eine Intervention der WEKO unabhängig von einer konkreten Umsetzung oder einer Auswirkung auf den Markt erfolgen.¹¹⁵ Selbst der einseitige Informationsfluss kann unter Umständen für die Begründung einer unzulässigen abgestimmten Verhaltensweise nach Art. 5 KG genügen, sofern ein Mindestmass an Koordination zwischen den Gesellschaften bezüglich ihres Marktverhaltens und ein Parallelverhalten besteht.¹¹⁶ Entsprechend ist bei einer ein- oder zweiseitigen Offenlegung von Informationen bei sich konkurrenzierenden Unternehmen – selbst bei Zulässigkeit nach aktien- und kapitalmarktrechtlichen Kriterien – eine Offenlegung von sensiblen Geschäftsinformationen, insbesondere über Preise, Preiskomponenten, Produktionsmengen, Kunden, Märkte usw. zu vermeiden. Diese Informationen dürfen vom Aktionärsvertreter weder an den potentiell konkurrenzierenden Grossaktionär weitergeleitet werden, noch dürfen sie in entgegengesetzter Richtung an den Verwaltungsrat der Publikumsgesellschaft fliessen.

5. Informationsschranken in Übernahmesituationen

Das Übernahmerecht regelt die Lauterkeit und die Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger.¹¹⁷ In Situationen, in denen der entsendende Grossaktionär ein öffentliches Kaufangebot zum Erwerb von Beteili-

¹¹⁵ BGE 143 II 297 E. 5.4.2.

¹¹⁶ So die Praxis des Bundesverwaltungsgerichts zu abgestimmten Verhaltensweisen (RPW 2017/4 686 E.4.5, Urteil vom 14. November 2017, X AG gegen Wettbewerbskommission wegen unzulässiger Wettbewerbsabrede).

¹¹⁷ Art. 1 Übernahmeverordnung (UEV).

gungspapieren der Publikumsgesellschaft unterbreitet, gilt es hinsichtlich der Informationsweitergabe der Zielgesellschaft an den Grossaktionär (via Aktionärsvertreter oder direkt) zusätzlich das Gebot der übernahmerechtlichen informationellen Gleichbehandlung zu beachten.

In einer Übernahmesituation ist die Zielgesellschaft gut beraten, von einer informationellen Privilegierung des anbietenden Grossaktionärs abzusehen:

So hat jeder Anbieter, und somit auch ein Grossaktionär, im Angebotsprospekt zu bestätigen, dass er weder direkt noch indirekt von der Zielgesellschaft nicht-öffentliche Informationen über die Zielgesellschaft erhalten hat, die die Entscheidung der Empfänger massgeblich beeinflussen könnten.¹¹⁸ Andernfalls hätte er und auch die Zielgesellschaft solche privilegierten Informationen auch aus insiderrechtlichen Gründen vorab offenzulegen.

Liegen zudem mehrere öffentliche Kaufangebote vor, so hat die Zielgesellschaft allen Anbietern die gleichen Informationen zur Verfügung zu stellen; eine Ungleichbehandlung bedarf der Bewilligung der Übernahmekommission.¹¹⁹ Die Publikumsgesellschaft darf den als Anbieter auftretenden Grossaktionär somit auch nicht mit privilegierten Informationen via Vertreter versorgen. Verschafft sie diesem Zugang zu bestimmten Informationen, dann muss sie diese in gleichem Umfang und Qualität auch anderen Anbietern gewähren.¹²⁰

Schliesslich bestehen für Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft spezielle Transparenzvorschriften, insbesondere auch zu Interessenskonflikten aufgrund von Sonderbeziehungen zu Anbietern.¹²¹

V. Zusammenfassende Merkpunkte zur Umsetzung in der Praxis

Gestützt auf die vorstehend gewonnenen Erkenntnisse sollen nachstehend summarisch einige Merkpunkte zur Umsetzung in der Praxis skizziert werden.

1. Einflussnahme des Grossaktionärs durch unilaterale Weisungen zulässig

- Der entsendende Grossaktionär kann dem Aktionärsvertreter einseitig seine Erwartungen kundtun und allgemeine Weisungen erteilen. Diese Weisungen können

¹¹⁸ Art. 22 Abs. 2 UEV.

¹¹⁹ Art. 49 UEV.

¹²⁰ BGE 133 II 232 E. 3.3.3.

¹²¹ Vgl. zum Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bezüglich Interessenskonflikten Art. 32 UEV.

die konkreten Interessen des jeweiligen Grossaktionärs (z.B. Dividendenpolitik) oder auch weitere Bereiche, wie z.B. die Unternehmensstrategie, betreffen.

- Weisungen können durch den Vertreter zulässig befolgt werden, wenn deren Befolgung nicht dem Gesellschaftsinteresse widerspricht und in seinem Ermessensbereich liegt. Ein übermässiger Druck gegenüber dem Vertreter und dessen „mechanisches“ regelmässiges Befolgen der Weisungen birgt allerdings für den Grossaktionär die Gefahr der faktischen Organschaft.

2. Informationsweitergabe an Grossaktionär möglich, aber eingeschränkt

a) *Gehalt der Information ausschlaggebend*

- Grundsätzlich unproblematisch ist der Informationsfluss vom Grossaktionär an die Publikumsgesellschaft, ob via Aktionärsvertreter oder direkt.¹²²
- Der entsendende Grossaktionär kann zudem seinen Vertreter zu bereits bekannten Tatsachen befragen und von ihm Erläuterungen und Verdichtungen von öffentlich bekannten Informationen erhalten. Hinsichtlich nicht öffentlich verfügbarer Informationen ist die Befragung und Informationsweitergabe demgegenüber heikel; entsprechend hat der Aktionärsvertreter bspw. die Weiterleitung der VR-Dokumentation für Verwaltungsratssitzungen an den entsendenden Grossaktionär ohne Einwilligung des Gesamtverwaltungsrates zu unterlassen.
- Bei potentiell kursrelevanten Informationen ist hinsichtlich Informationsweitergabe in jedem Fall Vorsicht und rechtliche Prüfung geboten.
- Möglich und von praktischer Relevanz sind zudem periodische Treffen zwischen den Organen der Grossaktionäre und einer Delegation der Publikumsgesellschaft zum strategischen Gedankenaustausch; dabei können durchaus auch wichtige Aktionärsinteressen zur Sprache gebracht werden.

b) *Über die selektive Offenlegung von Gesellschaftsgeheimnissen beschliesst der Gesamtverwaltungsrat*

- Sollen Informationen, die über eine reine Informationsverdichtung hinausgehen, durch den Aktionärsvertreter an den Grossaktionär weitergeleitet werden, so hat der Gesamtverwaltungsrat als Geheimnisherr darüber Beschluss zu fassen. Dieser Beschluss kann einen Einzelfall der Informationsweitergabe betreffen oder generelle Konstellationen regeln.

¹²² Vorbehältlich des Informationsaustausches unter Konkurrenten; vgl. zu den kartellrechtlichen Schranken oben, Kapitel IV.4.

- Der Verwaltungsrat hat unter Berücksichtigung des Gesellschaftsinteresses sowie des aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsgebots zu entscheiden, ob und inwieweit er einen Aktionärsvertreter zur Informationsweitergabe an den Grossaktionär ermächtigt. Der VR-Beschluss soll dem Aktionärsvertreter unter Setzung von klaren Leitplanken erlauben, spezifizierte Informationen an den Grossaktionär weiterzuleiten.
- Bei der Fassung des VR-Beschlusses sind auch etwaige Interessenskonflikte der Verwaltungsratsmitglieder zu beachten und unter Beizug der Regelungen des Organisationsreglements der Gesellschaft zu adressieren.

c) *Vereinbarung betreffend Umgang mit den erhaltenen Information treffen*

- Mit dem entsendenden Grossaktionär ist vorab eine schriftliche Geheimhaltungsvereinbarung für den Einzelfall oder für generelle Konstellationen zu treffen. Als Mindestinhalt sollten sämtliche involvierte Personen (i) zur Geheimhaltung verpflichtet, wie auch (ii) auf das Verbot, allfällig offengelegte Insiderinformationen auszunützen, hingewiesen werden; weiter sind als Vertragsinhalt Handelsverbote bzw. Stillhaltevereinbarungen zu prüfen.
- Ergänzend und parallel zur Geheimhaltungsvereinbarung können sodann je nach Konstellation weitere Verträge oder Vertragsabreden zwischen den Parteien getroffen werden (z.B. Beratungsvertrag). Damit stellt die Publikumsgesellschaft kraft vertraglicher Vereinbarung ihre Compliance und die Beachtung des aktienrechtlichen Verhältnismässigkeitsprinzips hinsichtlich selektiver Information an einzelne Aktionäre sicher.

d) *Vorbereitungsmassnahmen für den Fall eines Informationslecks treffen*

- Im Falle des Bestehens und der Weiterleitung von kursrelevanten Informationen muss von Seiten Publikumsgesellschaft geprüft werden, ob die kotierungsrechtlichen Bedingungen für den Bekanntgabeaufschub erfüllt sind. Ist dem so, ist ein Notfallplan für den Fall eines Lecks vorzusehen.

e) *Kontrollprozesse definieren, dokumentieren und implementieren*

- Die Weitergabe von nicht-öffentlichen Informationen der Publikumsgesellschaft ist zu kontrollieren. So ist sicherstellen, dass der (i) Umfang der weitergegebenen Information und der (ii) Kreis der Informationsempfänger möglichst klein gehalten wird (*need to know basis*). Alle Informationsempfänger sollen in einer (Insider-) Liste erfasst werden und sind vertraglich zur Geheimhaltung zu verpflichten. Unternehmensintern ist schliesslich jede Weitergabe von sensitiven Informationen zu dokumentieren.

- Ebenso ist der Aktionärsvertreter hinsichtlich der rechtlich heiklen Informationsoffenlegung an den Grossaktionär zu sensibilisieren bzw. allenfalls individuell zu schulen.
- f) *Information der übrigen Aktionäre und des Marktes sobald möglich*
- Gestützt auf das Verhältnismässigkeitsprinzip muss die Offenlegung der Information gegenüber den übrigen Aktionären und gegenüber dem Kapitalmarkt baldmöglichst erfolgen. Die zeitliche Dauer des Informationsvorsprungs des Grossaktionärs ist dementsprechend so kurz wie möglich zu halten.
- g) *Laufende Überprüfung des Set-ups bzw. der wesentlichen Faktoren*
- Ein solcher Set-up muss laufend überprüft und gegebenenfalls an neue faktische oder rechtliche Entwicklungen angepasst werden.

VI. Schlussbemerkungen

Wie vorstehend dargelegt, besteht in der Schweiz – entgegen sich teilweise hartnäckig haltender Meinung – kein „*abweichender Landesbrauch*“¹²³, demzufolge der Grossaktionär rechtlich eine Sonderrolle mit privilegiertem Informationsstatus gegenüber der Publikumsgesellschaft beanspruchen könnte. Im Gegenteil: Grossaktionäre von Publikumsgesellschaften und deren Aktionärsvertreter sehen sich heute einer neuen komplexen Realität gegenüber – insbesondere aufgrund deutlich dichterere kapitalmarkt-rechtlicher Regulierung.

Literaturverzeichnis

- ALBERS-SCHÖNBERG MAX, Haftungsverhältnisse im Konzern, Diss. Zürich 1980.
- BÄR ROLF, Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, ZBJV 1959, 369 ff.
- BÄRTSCHI HARALD, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001.
- BAUEN MARC/VENTURI SILVIO, Der Verwaltungsrat. Organisation. Kompetenzen. Verantwortlichkeit. Corporate Governance, Zürich/Basel/Genf 2007.
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009.

¹²³ BÖCKLI/BÜHLER, 111.

- BÖCKLI PETER/BÜHLER CHRISTOPH B., Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 2005, 101 ff.
- BUOB FRANZISKA, Aktiengesellschaften mit staatlicher Beteiligung, Diss. Zürich 2008.
- DAENIKER DANIEL, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?, SZW 2016, 434 ff.
- DAENIKER DANIEL/DETTWILER EMANUEL, Selektive Information von Grossaktionären. Aktien-, kapitalmarkt- und strafrechtliche Aspekte, in: SETHE et al. (Hrsg.), Kommunikation. Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 19 ff.
- DE CAPITANI WERNER, Der delegierte Verwaltungsrat, SJZ 1994, 347 ff.
- DETTWILER EMANUEL MAX, Informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre, Basel 2002.
- ENRIQUES LUCA/HERTIG GÉRARD/KANDA HIDEKI, Related-Party Transactions, in: KRAAKMAN et al. (Hrsg.), *The Anatomy of Corporate Law*, 2. Aufl., Oxford 2009.
- EUGSTER KARIN/MARTINEZ LARISSA MAROLDA, Informationsasymmetrie im Vorfeld von Umstrukturierungen, GesKR 2007, 39 ff.
- FAHLÄNDER LUKAS, Der revidierte schweizerische Insiderstrafatbestand, Zürich 2015.
- FORSTMOSER PETER, Interessenkonflikte von Verwaltungsratsmitgliedern, in: VOGT et al. (Hrsg.), *Der Allgemeine Teil und das Ganze. Liber Amicorum für Hermann Schulin*, Basel 2009, 9 ff. (zit. FORSTMOSER, Interessenkonflikte).
- FORSTMOSER PETER, Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs, in: HIRSCH/NOBEL/BÖCKLI/FORSTMOSER/DRUEY (Hrsg.), *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zürich 1997, 85 ff. (zit. FORSTMOSER, Informationsrechte).
- FORSTMOSER PETER/KÜCHLER MARCEL, „Vertreter“ im Verwaltungsrat und ihr Recht auf Weitergabe von Information, in: SETHE et al. (Hrsg.), *Kommunikation. Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag*, Bern 2011, 35 ff.
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, Bern 2012 (zit. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ, Gesellschaftsrecht).
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, *Schweizerisches Aktienrecht*, Bern 1996.
- GERICKE DIETER, Entsandter Verwaltungsrat – Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des „Ménage à Trois“, in: GERICKE (Hrsg.), *Private Equity IV*, Zürich 2014, 125 ff.
- GRASS ANDREA R., Management-Entscheidungen vor dem Richter – Schranken der richterlichen Überprüfbarkeit von Geschäftsentscheidungen in aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsprozessen, SZW 2000, 1 ff.
- HÄUSERMANN DANIEL M., Minderheitenschutz in der Aktionärsdemokratie, GesKR 2014, 210 ff.
- HANDSCHIN LUKAS, Die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates ausserhalb des Konkurses seiner Gesellschaft, in: Aargauischer Anwaltsverband (Hrsg.), *Festschrift 100 Jahre Aargauischer Anwaltsverband*, Zürich 2005, 237 ff.
- HARTMANN JÜRGEN/SINGER ILONA, Gross- und Ankeraktionäre von kotierten und nichtkotierten Publikums-Aktiengesellschaften, GesKR 2012, 539 ff.
- HOFSTETTER KARL, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 1996, 222 ff.
- HUGUENIN JACOBS CLAIRE, *Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht*, Zürich 1994.
- KÄCH SIMON, Die Rechtsstellung des Vertreters einer juristischen Person im Verwaltungsrat der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 2001.

- KÖNIG DANIELA, Das Verbot von Insiderhandel, eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Zürich 2006.
- KRNETA GEORG, Praxiskommentar Verwaltungsrat. Art. 707-726, 754 OR und Spezialgesetze, 2. Aufl., Bern 2005.
- KUNZ PETER, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Bern 2001.
- LAMBERT CLAUDE, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Bern 1992.
- LAZOPOULOS MICHAEL, Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates, Diss. Zürich 2004.
- LIPS-RAUBER CHRISTINA, Die Rechtsbeziehung zwischen dem beauftragten fiduziarischen Verwaltungsrat und dem Fiduzianten, Diss. Zürich 2005.
- OLGIATI LORENZO, Shareholder Activism in der Schweiz – aktuelle Entwicklungen und Rechtsfragen, SJZ 114/2018, 29 ff.
- PLÜSS ADRIAN, Die Rechtsstellung des Verwaltungsratsmitgliedes, Diss. Zürich 1990.
- ROTH PELLANDA KATJA, Vertragsverhältnisse mit Verwaltungsräten, GesKR 2012, 72 ff.
- SCHENKER URS, Schweizerisches Übernahmerecht, St. Gallen/Bern 2009.
- SCHLUEP WALTER, Schutz des Aktionärs auf neuen Wegen?, SAG 1960/61, 137 ff.
- SCHUCANY GIOVANNI, Die Vertreter juristischer Personen im Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1949.
- SETHE ROLF, Insiderrecht, in: ASSMANN/SCHÜTZE (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, München 2015, § 8.
- SOMMER CHRISTA, Die Treuepflicht des Verwaltungsrates gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, SSHW Bd. 298, Zürich/St. Gallen 2010.
- STAUBER ERIC F., Das Recht des Aktionärs auf gesetz- und statutenmässige Verwaltung und seine Durchsetzung nach schweizerischem Recht, SSHW Bd. 79, Zürich 1985.
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Aktienrecht, Zürich 2014.
- WATTER ROLF, Neuerungen im Bereich des Verwaltungsrates, in: WATTER (Hrsg.), Die „grosse“ Schweizer Aktienrechtsrevision. Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zürich 2010, 85 ff. (zit. WATTER, Aktienrechtsrevision).
- WATTER ROLF, Die Informationsversorgung des Aktionärs, insbesondere die SWX-Richtlinie betreffend Information zur Corporate Governance, in: BÜHLER (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, 33 ff. (zit. WATTER, Informationsversorgung des Aktionärs).
- WATTER ROLF/DUBS DIETER, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 1 ff.
- WEBER PHILIPPE, New Swiss Rules on Insider Dealing and Market Manipulation entered into force on 1 May 2013, CapLaw-2013-9 (zit. WEBER, New Swiss Rules on Insider Dealing).
- WEBER ROLF H., Börsenrecht Kommentar, 2. Aufl., Zürich 2013 (zit. WEBER, Börsenrecht Kommentar).
- WENNINGER RENATE M., Die aktienrechtliche Schweigepflicht, Diss. Zürich 1983.

Materialienverzeichnis

Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- und Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2008, 1589 ff. (zit. Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts 2007).

Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 399 ff. (zit. Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts 2016).

Botschaft zum Finanzmarktinfrakturgesetz (FinfraG), vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff. (zit. Botschaft zum Finanzmarktinfrakturgesetz 2014).

Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873 ff. (zit. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes 2011).

Erläuterungsbericht des Eidgenössischen Finanzdepartements EFD zur Änderung der Börsenverordnung vom 10. April 2013 (zit. Erläuterungsbericht EFD Börsenverordnung 2013).

FINMA Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln (zit. FINMA-RS 08/38).

SIX Exchange Regulation, Kurzkomentar RLahP vom 1. November 2011 (zit. SIX Exchange Regulation, Kurzkomentar RLahP 2011).