



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Daniel Lütolf

Das Kollisionsrecht der internationalen Unternehmensübernahme

Das Kollisionsrecht der internationalen Unternehmensübernahme

Dissertation
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich
zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von
Daniel Lütolf
von Zürich

genehmigt auf Antrag von
Prof. Dr. Rolf Sethe
und
Prof. Dr. Leander D. Loacker



Das Kollisionsrecht der internationalen Unternehmensübernahme von Daniel Lütolf wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](#) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2022 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Autor: Daniel Lütolf

Verlag: EIZ Publishing

Produktion, Satz & Vertrieb: buch & netz (buchundnetz.com)

ISBN:

978-3-03805-482-5 (Print – Softcover)

978-3-03805-483-2 (Print – Hardcover)

978-3-03805-484-9 (PDF)

978-3-03805-485-6 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-483>

Version: 1.01 – 20220519

Die vorliegende Dissertation zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft wurde von Daniel Lütolf eingereicht und von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich, vertreten durch den Dekan Prof. Dr. Thomas Gächter, am 17. November 2021 abgenommen. Sie wurde von den Referenten Prof. Dr. Rolf Sethe und Prof. Dr. Leander D. Loacker betreut.

Die Dissertation wurde publiziert mit Unterstützung des Schweizerischen Nationalfonds zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung.

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/das-kollisionsrecht-der-internationalen-unternehmensuebernahme/>.

Die Publikation ist auch auf der Webseite der Zentralbibliothek Zürich abrufbar: <https://www.zb.uzh.ch/de/>

Vorwort und Dank

Die vorliegende Arbeit wurde im Herbstsemester 2021 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, Literatur und Rechtsprechung sind bis zum 31. März 2020 berücksichtigt.

Es ist eine Freude, an dieser Stelle ein herzliches Dankeschön an all die Menschen zu richten, welche zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben und für deren Unterstützung ich sehr dankbar bin:

Ein ausserordentlicher Dank gilt zuerst meinem Doktorvater Prof. Dr. Rolf Sethe für die Betreuung dieser Dissertation, aber insbesondere auch die bereichernde Assistenzzeit an seinem Lehrstuhl.

Prof. Dr. Leander D. Locker danke ich für die Übernahme und äusserst zügige Verfassung des Zweitgutachtens.

Für die Durchsicht des Manuskripts mit kritischem Blicke und die zahlreichen wertvollen Hinweise und Anregungen danke ich Roland Lüthy herzlich.

Meinen Doktoratskolleginnen und -kollegen, insbesondere Tobias Aggteleky, Florian Brunner, Meltem Steudler, Stefan Härtner und Rhea Specogna, danke ich herzlich für die interessanten und unterhaltsamen Gespräche akademischer und oft auch weniger akademischer Natur anlässlich zahlreicher Kaffeepausen. Sie haben massgeblich dazu beigetragen, dass meine Assistenzzeit unvergesslich bleiben wird.

Bei der Universität Zürich bedanke ich mich für die Förderung durch den mir gewährten Forschungskredit (Verfügung Nr. FK-17-011), welcher mir die Freiheit einräumte, mich intensiv auf die vorliegende Arbeit zu konzentrieren. Beim Schweizerischen Nationalfonds bedanke ich mich für die grosszügige Übernahme der Kosten der Open-Access-Publikation.

Schliesslich möchte ich meiner Familie und meinen Freunden danken. Der innigste Dank gilt meinen Eltern, die mir seit eh und je in allen Belangen mit aller Kraft zur Seite gestanden sind. Ihnen widme ich diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit.

Zürich, im November 2021

Daniel Lütolf

Inhaltsübersicht

Vorwort und Dank	V
Inhaltsübersicht	VII
Inhaltsverzeichnis	VIII
Abkürzungsverzeichnis	XVIII
Literaturverzeichnis	XXVI
Materialienverzeichnis	XLVIII
§ 1 Einleitung	1
Erster Teil: Grundlagen	11
§ 2 Die grenzüberschreitende Unternehmensübernahme	13
§ 3 Regelungsbereiche im materiellen Recht	31
§ 4 Kollisionsrechtliche Grundlagen	59
§ 5 Schlussfolgerungen aus dem Grundlagenteil	97
Zweiter Teil: Internationales Übernahmeprivatrecht	125
§ 6 Anknüpfung vertragsrechtlicher Vorschriften	127
§ 7 Anknüpfung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften	185
§ 8 Anknüpfung weiterer Vorschriften	225
§ 9 Fazit Übernahmeprivatrecht	253
Dritter Teil: Internationales Übernahmeaufsichtsrecht	257
§ 10 Grundlagen	259
§ 11 Regelung im FinfraG	265
§ 12 Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts	384
§ 13 Fazit Übernahmeaufsichtsrecht	474
Vierter Teil: Kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung	479
§ 14 Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht im internationalen Verhältnis	481
§ 15 Erkenntnisse bei kollisionsrechtlicher Gesamtbetrachtung der Übernahme	511
§ 16 Umgang mit Normenkonflikten	535
Fünfter Teil: Schlussbetrachtung	555
Abstract	566

Inhaltsverzeichnis

Vorwort und Dank	V
Inhaltsübersicht	VII
Inhaltsverzeichnis	VIII
Abkürzungsverzeichnis	XVIII
Literaturverzeichnis	XXVI
Materialienverzeichnis	XLVIII
§ 1 Einleitung	1
I. Übernahmepaxis in der Schweiz	1
II. Untersuchungsgegenstand	3
1. Problemstellung	3
2. Zielsetzung	5
3. Eingrenzung	6
4. Gang der Untersuchung	8
Erster Teil: Grundlagen	11
§ 2 Die grenzüberschreitende Unternehmensübernahme	13
I. Begriff der Unternehmensübernahme und Eingrenzung	13
1. Begriff der Übernahme	13
2. Formen der Übernahme	14
2.1. Anteilskauf vs. Betriebskauf	14
2.2. Beteiligungskauf vs. Kontrollübernahme	16
2.3. Private vs. öffentliche Transaktionen	17
2.4. Übernahmeangebot vs. Auktionsverfahren	19
2.5. Weitere Übernahmeformen und Abgrenzung zu Unternehmenszusammenschlüssen	20
3. Eingrenzung und Definition der Übernahme	22
II. Unternehmensübernahme im internationalen Verhältnis	23
1. Grenzüberschreitende Tatbestände	24
1.1. Sitz der Beteiligten in unterschiedlichen Staaten	25
1.2. Kotierung als Auslandbezug	26
1.3. Weitere Auslandbezüge	26
2. Interessenlage bei grenzüberschreitenden Übernahmen	27
3. Stadien einer grenzüberschreitenden Unternehmensübernahme	29
§ 3 Regelungsbereiche im materiellen Recht	31
I. Vertragsrecht	31
II. Gesellschaftsrecht	34
III. Übernahmeaufsichtsrecht	37
1. Übersicht über die aufsichtsrechtlichen Übernahmeregeln	38
2. Rechtsnatur des Übernahmeaufsichtsrechts	41

IV.	Weitere Regelungsbereiche	47
V.	Das Verhältnis zwischen Übernahmemaufsichtsrecht und Privatrecht	50
1.	Problematik	50
2.	Übernahmemaufsichtsrecht und dispositives Vertragsrecht	51
3.	Übernahmemaufsichtsrecht und zwingendes Privatrecht	51
4.	Pflichtenkollisionen im Besonderen: Ausstrahlungstheorie	54
5.	Verhältnis international	56
VI.	Zwischenfazit	58
§ 4 Kollisionsrechtliche Grundlagen		59
I.	Dogmatische Grundlagen des traditionellen Kollisionsrechts	60
1.	Übersicht	60
2.	Einzelfragen bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts	61
2.1.	Berufung von Recht mit öffentlich-rechtlichem Charakter	62
2.2.	Grad der Differenzierung bei der Anknüpfung	64
a	Grundlagen	64
b	Sonderanknüpfung und Mehrfachqualifikation	66
c	Gesamt- und Einzelstatut	67
d	Zwischenfazit	68
2.3.	Ausnahmeklausel	68
3.	Normenkonflikte und Anpassung	69
3.1.	Das Problem der Normenkollisionen	69
3.2.	«Anpassung» zur Lösung von Normenkonflikten	70
a	Die Anpassung	70
b	Ausstrahlungstheorie als Konkretisierung der Anpassung	72
3.3.	Schlussfolgerung	73
4.	Eingriffsnormen	74
4.1.	Inländische Eingriffsnormen	74
a	Grundlagen	74
b	Wirkung der Eingriffsnorm	75
c	Übernahmerechtliche Regelungen als Eingriffsnormen?	76
4.2.	Ausländische Eingriffsnormen	79
a	Eingriffsnormen eines Drittstaats (Art. 19 IPRG)	79
b	Eingriffsnormen der ausländischen lex causae	80
c	Ausländische übernahmerechtliche Regelung als Eingriffsnormen?	81
II.	Wirtschaftskollisionsrecht	81
1.	Grundlagen	81
2.	Einordnung in der Dogmatik des internationalen Privatrechts	84
3.	Methodik des Wirtschaftskollisionsrechts	86
3.1.	Das Koordinationsproblem: Normenkonflikte	86
3.2.	Lösungsansätze	86
a	Koordination und Rechtsangleichung	87
b	Gebot der Zurückhaltung, flexibilisierte Anwendungsansprüche und Äquivalenz	88
c	Lösung mittels Anknüpfungsmethodik	91
4.	Abgrenzung zum Wirtschaftsstatut	93
5.	Wirtschaftskollisionsrecht und Übernahmerecht	94

§ 5 Schlussfolgerungen aus dem Grundlagenteil	97
I. Allgemeine Erkenntnisse	97
II. Methodik des Übernahmekollisionsrechts	99
1. Kollisionsrechtlicher Methodendualismus	100
2. Notwendigkeit der Gesamtbetrachtung von Zivil- und Aufsichtsrecht	101
2.1. Relevanz des Zivilrechts für Aufsichtsbehörden	101
2.2. Relevanz des Aufsichtsrechts für Zivilgerichte	104
2.3. Relevanz der Gesamtbetrachtung	104
3. Notwendigkeit der differenzierten Anknüpfung	107
3.1. Notwendigkeit der Differenzierung	108
3.2. Grad der Differenzierung?	111
a Differenzierung innerhalb eines Rechtsgebiets	113
b Rechtsgebietsübergreifende Anknüpfungen	114
4. Verhältnis der kollisionsrechtlichen Methodik	115
4.1. Verhältnis des internationalen Privatrechts und des Wirtschaftskollisionsrechts	116
4.2. Kongruenzen in der Methodik	119
5. Leitprinzip im Übernahmekollisionsrecht?	119
6. Erkenntnisse für das weitere Vorgehen	122
Zweiter Teil: Internationales Übernahmeprivatrecht	125
§ 6 Anknüpfung vertragsrechtlicher Vorschriften	127
I. Grundlagen des internationalen Vertragsrechts	128
1. Prinzipien	128
2. Rechtsquellen: IPRG oder Staatsverträge	129
II. Subjektive Anknüpfung beim Anteilskaufvertrag	132
1. Faktische Notwendigkeit einer Rechtswahl	132
2. Voraussetzungen und Schranken der Rechtswahl	133
2.1. Allgemeine Voraussetzungen	134
2.2. Schranken	135
2.3. Einschränkungen bei Konsumentenverträgen im Besonderen	137
3. Besonderheit bei öffentlichen Übernahmen	141
4. Sinnvolle Ausgestaltung der Rechtswahl	142
III. Objektive Anknüpfung beim Anteilskaufvertrag	145
1. Untergeordnete Rolle der objektiven Anknüpfung	145
2. Anknüpfung gemäss den gesetzlichen Vermutungen	145
2.1. Barabgeltung	146
2.2. Tauschangebot	147
2.3. Untauglichkeit der gesetzlichen Vermutungen bei Unternehmensübernahmen	149
3. Rückgriff auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs	150
3.1. Der engste Zusammenhang bei privaten Transaktionen	151
3.2. Öffentliche Übernahmeangebote im Besonderen	154
3.3. Fazit	159
IV. Umfang des Übernahmevertragsstatuts	159
1. Allgemein	159
2. Sonderanknüpfungen im Zusammenhang mit dem Übernahmevertragsstatut	161

3.	Formstatut im Besonderen	163
V.	Anknüpfung beim Betriebskauf	164
1.	Anknüpfung bei der Vermögensübertragung nach FusG	165
2.	Anknüpfung bei der «altrechtlichen» Übertragung	166
VI.	Transaktionsvereinbarungen und weitere relevante Verträge	170
1.	«Vorverträge»: Letter of Intent, Non Disclosure Agreement etc.	170
1.1.	Grundlagen	170
1.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	171
2.	Engagement Letter	172
2.1.	Grundlagen	172
2.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	173
3.	Transaktionsvereinbarungen	173
3.1.	Grundlagen	173
3.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	174
4.	Finanzierungsverträge	174
4.1.	Grundlagen	174
4.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	175
5.	Auktion	176
5.1.	Grundlagen	176
5.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	177
6.	Escrow-Verträge und andere Sicherungsinstrumente	178
6.1.	Grundlagen	178
6.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	179
7.	Aktionärbindungsverträge	179
7.1.	Grundlagen	179
7.2.	International-privatrechtliche Anknüpfung	180
8.	Zwischenfazit	182
VII.	Fazit	183
	§ 7 Anknüpfung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften	185
I.	Grundlagen des internationalen Gesellschaftsrechts	186
1.	Lehren zur Bestimmung des Gesellschaftsstatuts	186
2.	Regelung gemäss IPRG	189
2.1.	Grundsatz nach Art. 154 IPRG	189
2.2.	Umfang des Gesellschaftsstatuts nach Art. 155 IPRG	191
2.3.	Sonderanknüpfungen nach Art. 156 ff. IPRG	192
3.	Friktionen aus Sitz- und Inkorporationstheorie	192
II.	Umfang des Übernahmegesellschaftsstatuts	193
1.	Im Allgemeinen	193
2.	Zielgesellschaftsstatut	195
2.1.	Übertragung der Mitgliedschaftsrechte	195
2.2.	Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft	199
2.3.	Squeeze-out	202
2.4.	Spezialbestimmungen für börsenkotierte Gesellschaften	203
2.5.	Weitere Aspekte	206
3.	Übernehmergesellschaftsstatut	207
4.	Verkäufergesellschaftsstatut	209

III.	Gesellschaftsrechtliche Sonderanknüpfungen bei Übernahmen	210
1.	Prospekthaftung – analoge Anwendung auf den Angebotsprospekt?	210
2.	Beschränkung der Vertretungsbefugnis	213
3.	Haftung für ausländische Gesellschaften	214
4.	Grenzüberschreitende Umstrukturierungen	215
5.	Vermögensübertragung nach FusG im Besonderen	219
6.	Allgemeine Gründe für eine Sonderanknüpfung bei Übernahmen?	221
7.	Zwischenfazit	222
IV.	Fazit	223
	§ 8 Anknüpfung weiterer Vorschriften	225
I.	Anknüpfung sachen- und wertpapierrechtlicher Vorschriften	225
1.	Grundlagen	225
2.	Wertpapiersachstatut bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen	228
2.1.	Wertpapiersachstatut bei nicht intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen	228
a	Verbriefte Aktien	228
b	Unverbrieft Aktien	231
c	Stammanteile	233
2.2.	Wertpapiersachstatut bei intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen	234
2.3.	Abstimmung durch Rechtswahl	238
3.	Betriebskäufe	239
4.	Realsicherheiten bei der Akquisitionsfinanzierung	241
5.	Fazit	242
II.	Anknüpfung von Haftungsvorschriften	243
1.	Abgrenzung delikts- und gesellschaftsrechtliche Haftung	244
2.	Anknüpfung deliktsrechtlicher Ansprüche	245
3.	Anknüpfung bei vorvertraglicher Haftung	250
	§ 9 Fazit Übernahmeprivatrecht	253
	Dritter Teil: Internationales Übernahmehaufsichtsrecht	257
	§ 10 Grundlagen	259
I.	Übernahmehaufsichtsstatut	259
II.	Anknüpfungsprinzipien im Übernahmehaufsichtsrecht	261
	§ 11 Regelung im FinfraG	265
I.	Historischer Abriss	265
1.	Überblick	265
2.	Die Regelung von Art. 22 aBEHG und die «Tag Heuer»-Praxis	267
3.	Revision von Art. 22 aBEHG und Überführung ins FinfraG	272
II.	Art. 125 FinfraG	275
1.	Übersicht über die Regelung	275
2.	Einordnung aus (wirtschafts-)kollisionsrechtlicher Sicht	278
2.1.	Kollisionsnormcharakter von Art. 125 FinfraG	278
2.2.	Wirtschaftskollisionsrechtliche Eigenschaften von Art. 125 FinfraG	280
a	Einseitigkeit der Kollisionsnorm und Gleichlauf	280
b	Kollisionsrechtsmethodische Doppelnatur der Anknüpfung	282

	c	Zwingende Natur der Kollisionsnorm	282
III.		Anwendungsbereich gemäss Art. 125 Abs. 1 FinfraG	283
	1.	Kombinierte Anknüpfung an Sitz und Kotierung	283
	2.	Anknüpfungselement Sitz der Zielgesellschaft	285
	2.1.	Begriff der Gesellschaft	286
	2.2.	Begriff des Sitzes	288
	3.	Anknüpfungselement Kotierung	291
	3.1.	Börse in der Schweiz	292
	3.2.	Begriff der Kotierung	293
	3.3.	Begriff der Hauptkotierung	295
	a	Grundlagen	295
	b	Einordnung der Definition nach geltendem Recht	296
	c	Einordnung unter den Börsenregularien	298
	d	Allgemeine Verortung des Begriffspaars Haupt- und Primärkotierung	300
	e	Liste der hauptkотиerten Gesellschaften	302
	4.	Gesamtbetrachtung der Anknüpfungskriterien	303
	4.1.	Irrelevanz des Sitzes unter der geltenden Regelung?	303
	4.2.	(Heimlicher) Konzeptionswechsel zu Marktanknüpfung?	306
	4.3.	Loslösung von der Übereinstimmung mit dem anwendbaren Gesellschaftsrecht	308
	4.4.	Vergleich des Anwendungsbereichs bei der Meldepflicht	309
	4.5.	Kollisionsrechtliche Bedeutung des Opting-out	310
	4.6.	Exkurs: freiwillige Unterstellung	313
	5.	Zwischenfazit	315
IV.		Anwendungsverzicht gemäss Art. 125 Abs. 2 FinfraG	316
	1.	Übersicht über die Regelung	316
	2.	Hintergrund: Positive Normenkonflikte des Übernahmemaufsichtsrechts	317
	2.1.	Gefahr von positiven Normenkonflikten	317
	2.2.	Praxis der Übernahmekommission unter altem Recht	320
	3.	Erste Voraussetzung: Vorliegen eines Normenkonfliktes	321
	3.1.	Begriff des ausländischen Rechts	322
	3.2.	Begriff des Konflikts	323
	3.3.	Mögliche Normenkonflikte	326
	4.	Zweite Voraussetzung: Gleichwertiger Anlegerschutz durch ausländisches Recht	329
	4.1.	Begriff des Anlegerschutzes	329
	4.2.	Gleichwertigkeit	332
	4.3.	Überprüfung anhand der Praxis der Übernahmekommission	333
	5.	Kriterien für die Ausübung des Anwendungsverzichts	336
	5.1.	Kompetenz für die Vornahme des Anwendungsverzichts	336
	5.2.	Ermessensspielraum	337
	5.3.	Praxis der Übernahmekommission	338
	5.4.	Relevanz des Prinzips des engsten Zusammenhangs?	340
	5.5.	Zwischenfazit: Subsidiarität des Schweizer Rechts?	344
	6.	Umfang des Anwendungsverzichts und Wirkung der Freistellung	345
	6.1.	Genereller Anwendungsverzicht	346
	6.2.	Partieller Anwendungsverzicht?	347
	a	Grundlage des Art. 4 UEV?	347
	b	Zulässigkeit des partiellen Anwendungsverzichts	348

c	Anwendungsverzicht unter Auflagen	349
d	Modifizierung einzelner Bestimmungen?	350
e	Verzicht auf die Anwendung von Privatrecht?	350
f	Zwischenfazit	351
6.3.	Verhältnis zur Befreiung von der Angebotspflicht	352
7.	Vorgehensweise im Übernahmeverfahren	355
7.1.	Vorbemerkung: Vorhersehbarkeit der Normenkollision	355
7.2.	Verfahren vor der Übernahmekommission	356
7.3.	Feststellungsverfügung oder rechtsgestaltende Verfügung	357
7.4.	Abstrakte Überprüfung der Anwendbarkeit?	359
7.5.	Aufsichtskoordination vs. Legal Opinion	361
7.6.	Konsequenz: faktische Rechtswahlmöglichkeit?	363
8.	Exkurs: Zulässigkeit von Angebotsrestriktionen	364
9.	Einordnung des Anwendungsverzichts aus wirtschafts-kollisionsrechtlicher Sicht	370
9.1.	Wirtschaftskollisionsrechtliche Methodik des Anwendungsverzichts	370
a	Flexibilisierung des Anwendungsanspruchs	370
b	Vergleich der Schutzzwecke	371
c	Fehlende Anforderung an Sachverhaltsnähe?	372
9.2.	Mittelbare Durchbrechung von Gleichlauf und Einseitigkeit?	373
9.3.	Rückgriff auf das internationale Privatrecht auf Ebene des Anwendungsverzichts	374
9.4.	Kumulative Anwendbarkeit bei Nichterfüllung der Anwendungsverzichtsvoraussetzungen	377
V.	Fazit: Anknüpfungssystem der Übernahmeregeln des FinfraG	377
	§ 12 Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts	384
I.	Grundproblematik	384
II.	Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Aufspaltung?	386
1.	Diskussion in der Lehre und Aufsichtspraxis	386
1.1.	Streitpunkt: einheitliche Anknüpfung oder Differenzierung?	386
1.2.	Neuere Literatur	391
1.3.	Aufsichtspraxis	395
1.4.	Würdigung	397
2.	Rechtsvergleichende Betrachtung	398
2.1.	Vorgaben der Übernahmerichtlinie	399
2.2.	Umsetzung am Beispiel des WpÜG	401
2.3.	Vergleichende Würdigung	403
2.4.	Erkenntnisse für die Problematik im Schweizer Recht	409
3.	Zwischenfazit: Grundzüge eines eigenen Ansatzes	411
3.1.	Regelanknüpfung: Übereinstimmung von Übernahmeaufsichts- und Gesellschaftsstatut	411
3.2.	Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort	412
a	Ablehnung einer konsequent einheitlichen Anknüpfung	412
b	Ablehnung einer konsequenten Aufspaltung	413
c	Eigener Ansatz	414

III.	Kollisionsrechtlicher Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten des FinfraG	414
1.	Qualifikationskriterien zur Unterscheidung der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Natur	415
2.	Die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG	417
2.1.	Normen rein gesellschaftsrechtlicher Natur	418
2.2.	Kapitalmarktrechtliche Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten	424
3.	Umgang mit rein gesellschaftsrechtlichen Normen	426
3.1.	Kollisionsrechtliche Konsequenz: Anknüpfung nach Art. 154 IPRG	426
3.2.	Exkurs: Anwendung von (ausländischem) Gesellschaftsrecht durch die Übernahmekommission	433
4.	Umgang mit gemischten Normen	436
4.1.	Problematik im Allgemeinen	436
4.2.	«Spaltung» durch (partiellen) Anwendungsverzicht	437
4.3.	Verhältnis zu kollidierenden gesellschaftsrechtlichen Normen	440
a	Eingriffsnormen	440
b	Überlagerungs- und Differenzierungslehre	442
c	Anpassung und Ausstrahlung	443
4.4.	Beispiel der Abwehrmassnahmen	445
4.5.	Beispiel der Angebotspflicht	451
4.6.	Zwischenfazit: Regelanknüpfung und Korrektur im Einzelfall	454
5.	Fazit: Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten des FinfraG	455
IV.	Umfang des Übernahmemaufsichtsstatus	456
1.	Eigener Ansatz: dynamischer Umfang des Übernahmemaufsichtsstatus	457
1.1.	Umfassender Umfang bei Übereinstimmung mit Gesellschaftsstatut	457
1.2.	Dynamischer Umfang bei Auseinanderfallen von Aufsichts- und Gesellschaftsstatut	457
2.	Abgrenzung	460
3.	Hinweis: praktische Durchsetzung im Ausland	464
V.	Hinweis: Anknüpfung zwingender Normen weiterer Rechtsbereiche	466
1.	Emissionsprospektrecht bei Tauschangeboten	466
2.	Zwingendes Arbeitsrecht und Datenschutzrecht	468
3.	Regelungen für Immobiliengesellschaften	469
4.	Verwaltungsrecht und regulierte Branchen	470
5.	Investitionskontrolle im künftigen Recht?	471
§ 13 Fazit Übernahmemaufsichtsrecht		474
Vierter Teil: Kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung		479
§ 14 Übernahmemaufsichtsrecht und Privatrecht im internationalen Verhältnis		481
I.	Einleitung: Einordnung aus Sicht des internationalen Privatrechts	481
II.	Verhältnis bei gleichz. Anwendbarkeit von Übernahmemaufsichts- und Privatrecht	483
1.	Vorfrageweise Anwendung	484
2.	Wirkung als Eingriffsnormen	485
2.1.	Inländische Eingriffsnormen	485
a	Eingriffscharakter trotz gesellschaftsrechtlicher Aspekte?	485
b	Eingriffscharakter trotz Opting-out-Möglichkeit?	487
c	Würdigung	487

2.2.	Ausländische Eingriffsnormen	488
2.3.	Gleichzeitige Anwendbarkeit von in- und ausländischen Eingriffsnormen	491
2.4.	Der Anwendungsverzicht aus international-privatrechtlicher Sicht	492
2.5.	Kollisionsrechtliche Beeinflussung des Privatrechtsstatuts?	494
2.6.	Rechtsfolgenfragen	495
3.	Verhältnis Aufsichtsrecht und Vertragsrecht im Besonderen	496
3.1.	Einschränkung der Vertragsfreiheit	496
3.2.	Eingriffe ins Vertragsrecht	498
4.	Verhältnis Aufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht im Besonderen	499
4.1.	Überlagerung des Gesellschaftsrechts	499
4.2.	Rechtsfolgen des Eingriffs	500
4.3.	Kumulative Anwendbarkeit	502
4.4.	Pflichtenkollisionen und Verantwortlichkeit im Besonderen	503
III.	Fazit	505
1.	Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht	505
2.	Methodendualistische Vorgehensweise	508
§ 15 Erkenntnisse bei kollisionsrechtlicher Gesamtbetrachtung der Übernahme		511
I.	Allgemeine Erkenntnisse aus einer Gesamtperspektive	511
1.	Kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung	511
2.	Grenzziehung und Bildung von Rechtsfragenbereichen aus einer Gesamtperspektive	514
3.	Gesamtbetrachtung der Rechtswahlfreiheit	518
3.1.	Beurteilung der Rechtswahlfreiheit	518
3.2.	Praktische Herangehensweise	519
II.	Besonderheiten bei den verschiedenen Übernahmekonstellationen	520
1.	Private Transaktionen	521
2.	Übereinstimmung von Inkorporation und Kotierungsort bei kotierten Gesellschaften	523
2.1.	Zielgesellschaft mit Inkorporation und Kotierung im Inland	523
2.2.	Zielgesellschaft mit (statutarischem) Sitz und Kotierung im Ausland	524
3.	Auseinanderfallen von Inkorporation und Kotierungsort bei kotierten Gesellschaften	525
3.1.	Zielgesellschaft mit Inkorporation im Inland und Kotierung im Ausland	525
3.2.	Zielgesellschaft mit Inkorporation im Ausland und Kotierung im Inland	526
3.3.	Exkurs: Auseinanderfallen von Sitz- und Inkorporationsstaat	526
4.	Mehrfachkotierungen	528
4.1.	Kotierung (auch) im Inkorporationsstaat	528
4.2.	Mehrfachkotierung ausserhalb des Inkorporationsstaates	530
5.	Weitere Konstellationen	532
5.1.	Öffentliche Tauschangebote	532
5.2.	Grosser Aktionärskreis im Ausland	533
6.	Fazit	533
§ 16 Umgang mit Normenkonflikten		535
I.	Positive Normenkonflikte	535
1.	Normenkonfliktfelder	535

2.	Konfliktlösungsansätze	536
2.1.	Anwendungsverzicht als Hauptinstrument	537
2.2.	Subsidiarität und Äquivalenz	538
2.3.	Gestaltung durch Rechtswahl	539
2.4.	Anpassung, Flexibilisierung, Ausnahmegewährung	539
2.5.	Ausstrahlungswirkung	541
2.6.	Praktische Gestaltungsinstrumente: Angebotsrestriktionen, Mehrfachangebote etc.	542
2.7.	Fazit	544
II.	Negative Normenkonflikte	545
1.	Ausgangslage	545
2.	Konstellationen	547
3.	Lösungsmöglichkeiten	548
	Fünfter Teil: Schlussbetrachtung	555
	Abstract	566

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
aBEHG (1998)	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand bis 1. Januar 2013; SR 954.1)
aBEHG (2013)	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand bis 1. Juli 2015; SR 954.1)
aBEHV (2013)	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung, BEHV) vom 2. Dezember 1996 (Stand bis 1. Juli 2015; SR 954.1)
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für deutsches, europäisches und internationales Aktien-, Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (Köln)
a[Gesetz]	frühere Fassung des betreffenden Gesetzes
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (St. Gallen)
AktG	Aktiengesetz der Bundesrepublik Deutschland vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089)
a. M.	anderer Meinung
Amtl. Bull.	Amtliches Bulletin der Bundesversammlung, Bern
aOR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand bis 31. Dezember 2019)
Art.	Artikel
AS	Amtliche Sammlung der Bundesgesetze und Verordnungen (Eidgenössische Gesetzessammlung)
Aufl.	Auflage
BBl	Bundesblatt der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Bern)
Bd.	Band
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz) vom 3. Oktober 2008 (SR 957.1)
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; in Kraft bis 31. Dezember 2019; SR 954.1)

BEHV	Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung; in Kraft bis 31. Dezember 2019; SR 954.11)
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht vom 25. Oktober 2008 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA; in Kraft bis 31. Dezember 2019; SR 954.193)
betr.	betreffend
BewG	Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (Bewilligungsgesetz) vom 16. Dezember 1983 (SR 211.412.41)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch der Bundesrepublik Deutschland vom 18. August 1896 (BGBI. I S. 42, 2909)
BGBB	Bundesgesetz über das bürgerliche Bodenrecht vom 4. Oktober 1991 (SR. 211.412.11)
BGBI.	Bundesgesetzblatt der Bundesrepublik Deutschland (Berlin)
BGE	Bundesgerichtsentscheid; Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts (Lausanne)
BGer	Schweizerisches Bundesgericht
BGH	Bundesgerichtshof der Bundesrepublik Deutschland
BJM	Basler Juristische Mitteilungen (Basel)
BK	Berner Kommentar (Bern)
BSK	Basler Kommentar (Basel)
bspw.	beispielsweise
Bst.	Buchstabe
BT	Besonderer Teil
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (SR 101)
BVGer	Schweizerisches Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CHF	Schweizer Franken
CHK	Handkommentar zum Schweizer Privatrecht (Zürich)
CISG	Übereinkommens der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf vom 11. April 1980 (SR 0.221.211.1)

Abkürzungsverzeichnis

CO	Loi fédérale complétant le Code civil Suisse (Livre cinquième: Droit des obligations) du 30 mars 1911 (SR 220)
CR	Commentaire Romand (Basel)
d. h.	das heisst
Diss.	Dissertation
E	Entwurf
E.	Erwägung
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EG	Europäische Gemeinschaft
et al.	et alii / et aliae
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuZ	Zeitschrift für Europarecht (Zürich)
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f./ff.	folgende/folgende (Seite/Seiten, Note/Noten)
FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz) vom 15. Juni 2018 (SR 950.1)
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz) vom 19. Juni 2015 (SR 958.1)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung) vom 25. November 2015 (SR 958.11)
FinfraV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturverordnung-FINMA) vom 3. Dezember 2015 (SR 958.111)
FINIG	Bundesgesetz über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz) vom 15. Juni 2018 (SR 954.1)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz) vom 22. Juni 2007 (SR 956.1)
Fn	Fussnote

FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz) vom 3. Oktober 2003 (SR 211.301)
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen (Zürich)
GmbHR	Die GmbH-Rundschau, Zeitschrift für Gesellschafts-, Unternehmens- und Steuerrecht der GmbH und GmbH & Co. KG (Köln)
Grosskomm.	Grosskommentar
GV	Generalversammlung
Habil.	Habilitation
HaWi	Handels- und Wirtschaftsrecht
h. L.	herrschende Lehre
Hrsg.	Herausgeber/in
HWpÜ	Haager Übereinkommen betreffend das auf internationale Kaufverträge über bewegliche körperliche Sachen anzuwendende Recht (Haager Wertpapierübereinkommen) vom 15. Juni 1955 (SR 0.221.211.4).
i. c.	in casu
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
int.	international
IPR	Internationales Privatrecht
IPRG	Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (SR 291)
i. S.	in Sachen
i. S. d.	im Sinne der/des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
KG	Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz) vom 6. Oktober 1995 (SR 251)
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen

Komm.	Kommentar
KR	Kotierungsreglement des SIX Swiss Exchange AG vom 25. Oktober 2018
L'EC	L'Expert-Comptable suisse (Lausanne)
lit.	litera
Ltd.	Limited
M&A	Mergers & Acquisitions
m. E.	meines Erachtens
MüKo	Münchener Kommentar (München)
m. w. H.	mit weiteren Hinweisen
N	Randnote(n)
NatR	Nationalrat
No.	Number
Nr.	Nummer
NZZ	Neue Zürcher Zeitung (Zürich)
OFK	Orell Füssli Kommentar (Zürich)
OPA	offres publiques d'achat
OR	Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht; SR 220)
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (Tübingen)
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RLAG	Richtlinie der SIX betr. Kotierung von ausländischen Gesellschaften (Richtlinie Ausländische Gesellschaften) vom 20. März 2018
RLCG	Richtlinie der SIX betr. Informationen zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance) vom 20. März 2018
RLRMP	Richtlinie betr. Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren), Anleihen, Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen (Richtlinie Regelmeldepflichten) vom 20. März 2018
Rom I-VO	Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Juni 2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht

Rom II-VO	Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über das auf ausservertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht
Rz.	Randziffer
S.	Seite(n)
S.A.	Société Anonyme
SAG	Schweizerische Aktiengesellschaft: Zeitschrift für Handels- und Wirtschaftsrecht (Zürich)
SchIT	Schlusstitel
SEC	Securities and Exchange Commission
SGK	St. Galler Kommentar (St. Gallen)
SHK	Stämpflis Handkommentar (Bern)
SIX	SIX Swiss Exchange AG (Zürich)
SJZ	Schweizer Juristenzeitung (Zürich)
SK	Schulthess Kommentar (Zürich)
SMI	Swiss Market Index
sog.	sogenannt
S.p.A.	Società per Azioni
SPR	Schweizerisches Privatrecht (Basel/Genf/München)
SR	Systematische Rechtssammlung des Bundesrechtes (Bern)
ST	Der Schweizer Treuhänder (Zürich), heute EF
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (SR 331.0)
str.	strittig
SZIER	Schweizerische Zeitschrift für internationales und europäisches Recht (Zürich)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (Zürich/Basel/Genf)
u. a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung) vom 21. August 2001 (SR 954.195.1)
Univ.	Universität

ÜRL	Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerrichtlinie)
USA	United States of America
u. U.	unter Umständen
v. a.	vor allem
VegüV	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013 (SR 221.331)
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkungen
vs.	versus
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren (Verwaltungsverfahrensgesetz) vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021)
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Frankfurt am Main)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz der Bundesrepublik Deutschland vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (Köln)
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (Bern)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (SR 210)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (Berlin)
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht (Heidelberg)
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
ZK	Zürcher Kommentar (Zürich)
ZRSWA	Zeitschrift für Rechts-, Steuer- und Wirtschaftsfragen der Aktiengesellschaften (Zürich)
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht (Basel)

zugl.	zugleich
ZVglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft (Frankfurt am Main)

Literaturverzeichnis

- ACKERMANN SONJA, Das internationale Privatrecht der Unternehmensübernahme, Deutsches und europäisches Übernahmekollisionsrecht im Spannungsfeld zwischen internationalem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Diss. Baden-Baden 2008.
- AHA CHRISTOF, Die Cross-Border Rules der SEC und ihre Bedeutung für das deutsche Kapitalmarktrecht, Die AG 2002, S. 313 ff.
- ALISTAIR LINDSAY, The EU merger regulation, substantive issues, 5. Aufl., London 2017.
- ALLEMANN RICHARD / VON DER CRONE HANS CASPAR, M&A-Transaktionsberatung im Grenzbereich von Auftrag und Mäklervertrag, SZW 4/2018, S. 432 ff.
- ALTENBURGER PETER R. / CALDERAN MASSIMO / LEDERER WERNER, Schweizerisches Umstrukturierungsrecht, Ein Handbuch zum Fusionsgesetz, zur Handelsregisterverordnung und zum Steuerrecht, Zürich 2004.
- ANGERER LUTZ / GEIBEL STEPHAN / SÜSSMANN RAINER (Hrsg.), Kommentar Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 3. Aufl., München 2017 (zit.: Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-BEARBEITER/IN).
- APPENZELER HANSJÜRG, Stimmbindungsabsprachen in Kapitalgesellschaften, Rechtsvergleichung und Internationales Privatrecht, Diss. Zürich 1996 (zit.: APPENZELER, Stimmbindungsabsprachen).
- APPENZELER HANSJÜRG, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 4/2009, S. 463 ff. (zit.: APPENZELER, Ad hoc-Publizität).
- ASSMANN HEINZ-DIETER, Einleitung, in: Hopt Klaus J. / Wiedemann Herbert (Hrsg.), Grosskommentar zum Aktiengesetz, Erster Band, Einleitung, §§ 1–53, 4. Aufl., Berlin 2004, S. 1 ff. (zit.: ASSMANN, Grosskomm. AktG).
- ASSMANN HEINZ-DIETER, Das Verhältnis von Aufsichtsrecht und Zivilrecht im Kapitalmarktrecht, in: Burgard Ulrich / Hadding Walther et al. (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 37 ff.
- ASSMANN HEINZ-DIETER / BOZENHARDT FRIEDRICH, Übernahmeangebote als Regelungsproblem zwischen gesellschaftsrechtlichen Normen und zivilrechtlich begründeten Verhaltensangeboten, ZGR Sonderheft 9, 1990, S. 1 ff.
- ASSMANN HEINZ-DIETER / PÖTZSCH THORSTEN / SCHNEIDER UWE H. (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2. Aufl., Köln 2013 (zit.: Assmann/Pötzsich/Schneider, WpÜG-BEARBEITER/IN).
- AUBART ANDREA, Die Behandlung der dépeçage im europäischen internationalen Privatrecht, Diss. Trier, Tübingen 2013.
- AUER CHRISTOPH / MÜLLER MARKUS / SCHINDLER BENJAMIN (Hrsg.), VwVG, Kommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, 2. Aufl., Zürich 2018 (zit.: Auer et al., VwVG-Komm.-BEARBEITER/IN).
- BACHMANN ROLF / PLETSCHER RALPH, Asiatische Investoren in M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014, S. 173 ff.
- BAHAR RASHID, Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions, Diss. Genf, Zürich 2004.
- BAHAR RASHID, Derivative Trading under the Federal Act on Financial Markets Infrastructure, GesKR 4/2015, S. 479 ff. (zit.: BAHAR, Derivative Trading).
- BAINBRIDGE STEPHEN M., Director Primacy in Corporate Takeovers, Preliminary Reflections, Stanford Law Review, Vol. 55, No. 3, 2002, S. 791 ff.

- BÄR ROLF, Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft, ZBJV 1959, S. 387 ff. (zit.: BÄR, Minderheitenschutz).
- BÄR ROLF, Kartellrecht und internationales Privatrecht, Die kollisionsrechtliche Behandlung wirtschaftsrechtlicher Eingriffe, dargestellt am Beispiel der Gesetze gegen Wettbewerbsbeschränkungen, Habil. Bern 1965 (zit.: BÄR, Kartellrecht und IPR).
- BÄR ROLF, Das Auswirkungsprinzip im schweizerischen und europäischen Wettbewerbsrecht, in: von Büren Roland / Cottier Thomas (Hrsg.), Die neue schweizerische Wettbewerbsordnung im internationalen Umfeld, Bern 1997, S. 87 ff. (zit.: BÄR, Auswirkungsprinzip).
- BARRY SEBASTIAN, Informationelle Gleichbehandlung konkurrierender Bieter bei öffentlichen Übernahmen, Diss. Münster, Baden-Baden 2013.
- BÄRTSCHI HARALD, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001.
- BASEDOW JÜRGEN, Wirtschaftskollisionsrecht, Theoretischer Versuch über die ordnungspolitischen Normen des Forumstaates, RabelsZ 1988, S. 8 ff.
- BAUER CHRISTOPH, Parteiwechsel im Vertrag, Vertragsübertragung und Vertragsübergang, Diss. Zürich 2010.
- BAUMANN DANIEL, Unzulässige Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 Abs. 3 BEHG i. V. m. Art. 37 UEV, Jusletter 11. Oktober 2010.
- BEELER LUKAS, Bucheffekten, Übertragung, Stornierung und gutgläubiger Erwerb, Diss. Zürich 2013.
- BEHRENS PETER, Konzernsachverhalte im internationalen Recht, SZIER 2002, S. 79 ff.
- BEISEL WILHELM / KLUMPP HANS-HERMANN et al., Der Unternehmenskauf, Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge einschliesslich der gesellschafts-, arbeits- und kartellrechtlichen Fragen bei der Übertragung eines Unternehmens, 7. Aufl., München 2016 (zit.: Beisel/Klumpp, Unternehmenskauf-BEARBEITER/IN).
- BERDING BENJAMIN, Anlegerschutz im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Übernahmerecht, Diss. Köln, Lohmar 2006.
- BERETTA PIERA, Strukturanpassungen: Fusion, Spaltung, Umwandlung, Vermögensübertragung, SPR Bd. VIII/8, Basel 2006.
- BERNASCONI CHRISTOPHE, Der Qualifikationsprozess im internationalen Privatrecht, Diss. Freiburg, Zürich 1997.
- BERNER OLAF, Interdependenz von Primär- und Kollisionsrecht im europäischen Gesellschaftsrecht, Rechtsrahmen für im Inland ansässige EU-Auslandsgesellschaften, Diss. Göttingen, Berlin 2015.
- BERNET ROBERT, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Diss. Basel, Bern 1998.
- BERTSCHINGER URS, Anmerkungen zum Geltungsbereich eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, SZW 1/1993, S. 17 f. (zit.: BERTSCHINGER, Geltungsbereich).
- BERTSCHINGER URS, Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen, Art. 29 Abs. 2 BEHG, SJZ 15/1998, S. 329 ff.
- BESSENICH BALTHASAR, Die grenzüberschreitende Fusion nach den Bestimmungen des IPRG und des OR, Diss. Basel 1991 (zit.: BESSENICH, Grenzüberschreitende Fusion).
- BESSENICH BALTHASAR, Das neue Fusionsgesetz: internationale Aspekte, AJP 7/2004, S. 851 ff. (zit.: BESSENICH, Fusionsgesetz).
- BIAGGINI GIOVANNI, Aufsichtsrecht, in: Biaggini Giovanni / Häner Isabelle / Saxer Urs / Schott Markus (Hrsg.), Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Zürich 2015, S. 781 ff.
- BIAGGINI GIOVANNI / LIENHARD ANDREAS / SCHOTT MARKUS / UHLMANN FELIX, Wirtschaftsverwaltungsrecht des Bundes, 6. Aufl., Basel 2016.

- BINDER ANDREAS, Weshalb sehen wir tatenlos zu, wie pflichtenlose Investoren unsere Wirtschaft attackieren? Eine Grundsatzdiskussion über die Rolle der Aktionäre bei Publikumsgesellschaften ist notwendig, GesKR 3/2017, S. 263 ff.
- BIRCHER-ZIMMERMANN BRIGITTE, Finanzielle Strukturierung von Unternehmensübernahmen unter steuerlichen Aspekten, Diss. Zürich 1999.
- BK Aktienrecht, NOBEL PETER, Berner Kommentar, Das Aktienrecht, Systematische Darstellung, Bern 2017 (zit.: BK Aktienrecht-NOBEL).
- BK Fahrnispfand, ZOBL DIETER / THURNHERR CHRISTOPH, Berner Kommentar, Schweizerisches Zivilgesetzbuch, Das Sachenrecht, Die beschränkten dinglichen Rechte, Das Fahrnispfand, Systematischer Teil und Art. 884–887 ZGB, 3. Aufl., Bern 2010 (zit.: BK Fahrnispfand-ZOBL/THURNHERR).
- BLAAS SONIA, Entstehung und Nachweis der angebotspflichtigen Gruppe, Diss. Bern 2016.
- BLAAS SONIA / BOVEY PASCAL, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 3/2009, S. 208 ff.
- BLAAS SONIA / PETER HENRY / ROOS LUKAS, Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: sneaking tactics, level playing field und Auktionspflicht, SZW 3/2010, S. 173 ff.
- BÖCKLI PETER, Zum Börsengesetz von 1995, neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, S. 225 ff. (zit.: BÖCKLI, Börsengesetz von 1995).
- BÖCKLI PETER, Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskäufen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, S. 62 ff. (zit.: BÖCKLI, Gewährleistungen).
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009.
- BOHRER ANDREAS, Unfriendly Takeovers, Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht, Diss. Zürich 1997.
- BOHRER ANDREAS / HARSCH SEBASTIAN / REHM CHRISTIAN / HUGENBERGER ERIC / SPIEGEL DIRK, Finanzmarktrecht, Entwicklungen 2013, njus.ch Band Nr. 2013, Bern 2014.
- BÖNI FRANZ / WASSMER ALEX, Weiterentwicklung der Zusammenschlusskontrolle zur Vermeidung unerwünschter Firmenübernahmen durch chinesische Investoren, RIW 11/2019, S. 707 ff.
- BÖSCH RENÉ, Das neue Schweizer Prospektrecht gemäss E-FIDLEG – eine Bestandesaufnahme und erste Würdigung, ZSR 2016 I, S. 81 ff.
- BRAUHLIN CHRISTIAN, Die grenzüberschreitende Fusion von Aktiengesellschaften, dargestellt am Beispiel Schweiz – England, Diss. St. Gallen, Lachen 2004.
- BRÜGGER URS / DUBS DIETER, Zum internationalen Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Übernahmeordnung bei freiwilligen Übernahmeangeboten, Zugleich Anmerkungen zur Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission vom 30. September 1999 i. S. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (Paris) und TAG Heuer International SA (Luxemburg), SZW 2/2000, S. 69 ff. (zit.: BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich).
- BRÜGGER URS / DUBS DIETER, Fragen der internationalen Anwendbarkeit des Übernahmerechts, in: Nobel Peter (Hrsg.), Internationales Gesellschaftsrecht, Schriften zum internationalen Gesellschaftsrecht (Heft 3), Bern 2001, S. 35 ff. (zit.: BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht).
- BRUNNER ALEXANDER, Der Konsumentenvertrag im schweizerischen Recht, AJP 5/1992, S. 591 ff. (zit.: BRUNNER A., Konsumentenvertrag).
- BSK BEHG, WATTER ROLF / VOGT NEDIM PETER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis} und 305ter Strafgesetzbuch, 2. Aufl., Basel 2011 (zit.: BSK BEHG-BEARBEITER/IN).
- BSK FinfraG, WATTER ROLF / BAHAR RASHID (Hrsg.), Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz, Finanzmarktinfrastukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019 (zit.: BSK FinfraG-BEARBEITER/IN).
- BSK FusG, WATTER ROLF / VOGT NEDIM PETER / TSCHÄNI RUDOLF / DAENIKER DANIEL (Hrsg.), Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, 2. Aufl., Basel 2015 (zit.: BSK FusG-BEARBEITER/IN).

- BSK IPRG, HONSELL HEINRICH / VOGT NEDIM PETER / SCHNYDER ANTON / BERTI STEPHEN (Hrsg.), Basler Kommentar zum Internationalen Privatrecht, 3. Aufl., Basel 2013 (zit.: BSK IPRG-BEARBEITER/IN).
- BSK KG, AMSTUTZ MARC / REINERT MANI (Hrsg.), Basler Kommentar zum Kartellgesetz, Basel 2010 (zit.: BSK KG-BEARBEITER/IN).
- BSK OR I, WIDMER LÜCHINGER CORINNE / OSER DAVID (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1-529 OR, 7. Aufl., Basel 2019 (zit.: BSK OR I-BEARBEITER/IN).
- BSK OR II, HONSELL HEINRICH / VOGT NEDIM PETER / WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 5. Aufl., Basel 2016 (zit.: BSK OR II-BEARBEITER/IN).
- BSK VegüV, WATTER ROLF / VOGT HANS-UELI (Hrsg.), Basler Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Basel 2015 (zit.: BSK VegüV-BEARBEITER/IN).
- BSK Wertpapierrecht, HONSELL HEINRICH / VOGT NEDIM PETER / WATTER ROLF (Hrsg.), Basler Kommentar zum Wertpapierrecht, Art. 965-1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a-108d IPRG, Basel 2012 (zit.: BSK Wertpapierrecht-BEARBEITER/IN).
- BÜHLER CHRISTOPH B., Die grenzüberschreitende Fusion von Kapitalgesellschaften in der Europäischen Union, gesellschafts- und steuerrechtliche Rahmenbedingungen mit rechtsvergleichenden Exkursen zum schweizerischen Recht, Diss. Basel, Zürich 2000 (zit.: BÜHLER, Grenzüberschreitende Fusion).
- BÜHLER CHRISTOPH B., Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten, nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Zürich/Basel/Genf 2003 (zit.: BÜHLER, Neutralitätspflicht).
- BÜHLER SIMON / VON DER CRONE HANS CASPAR, Trennung zwischen dem Zivilverfahren und dem Verfahren der Finanzmarktaufsicht, Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts [BGE 139 II 279](#) i. S. X. (Beschwerdeführer) gegen Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Beschwerdegegnerin), SZW 6/2013, S. 563 ff.
- CADUFF JLONA, Die Feststellung des anwendbaren Rechts im Prozess (Art. 16 IPRG), Ein Leitfadens für die Abwicklung von Verfahren mit internationalen Sachverhalten, Diss. St. Gallen 2000.
- CHK IPRG, FURRER ANDREAS / GIRSBERGER DANIEL / MÜLLER-CHEN MARKUS (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Internationales Privatrecht, Art. 1-200 IPRG, 3. Aufl., Zürich 2016 (zit.: CHK IPRG-BEARBEITER/IN).
- CHK VegüV, ROBERTO VITO / TRÜEB HANS RUDOLF (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft (Art. 530-771 OR), inkl. VegüV, 3. Aufl., Zürich 2016 (zit.: CHK VegüV-BEARBEITER/IN).
- COSTANTINI RENATO, Die drei Anknüpfungsgegenstände des internationalen Effektenrechts, Eine Strukturtheorie der Effektenverwahrung im Hinblick auf die Bestimmung des relevanten Intermediärs im Sinne des Haager Wertpapierübereinkommens (HWpÜ), Diss. Luzern, Zürich 2008.
- COSTANTINI RENATO, Kollisionsrechtliche Aspekte des Bucheffektengesetzes, Zur Praktikabilität stufenweiser Anknüpfung unter dem Haager Wertpapierübereinkommen, SJZ 15/2010, S. 366 ff. (zit.: COSTANTINI, Bucheffektengesetz).
- COSTANTINI RENATO, Effektenkommission heute, SJZ 2/2013, S. 25 ff. (zit.: CONSTANTINI, Effektenkommission).
- COURVOISIER MATTHIAS / SCHNYDER MARION, Öffentliche Übernahmen von Publikumsgesellschaften: Möglichkeiten und Schranken des Einsatzes von Mitteln der zivilrechtlichen Rechtsdurchsetzung, SZW 3/2016, S. 269 ff.

- CR CO II, TERCIER PIERRE / AMSTUTZ MARC / TRIGO TRINDADE RITA (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des Obligations II, Code des Obligations Art. 530–1186, Art. 120–141 LIMF, ORAb, Avec des introductions à la LFus et à la LTI, Basel 2017 (CR CO II-BEARBEITER/IN).
- DAENIKER DANIEL, Die zwei Hüte des Verwaltungsrates: Handhabung von Interessenkonflikten bei M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 114 ff. (zit.: DAENIKER, Interessenkonflikte).
- DAENIKER DANIEL, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich 2010, S. 93 ff. (zit.: DAENIKER, Angebotspflicht).
- DAENIKER DANIEL, Wer kontrolliert die Aktiengesellschaft?, SZW 5/2016, S. 434 ff. (zit.: DAENIKER, Kontrolle).
- DAENIKER DANIEL, Good Governance bei M&A-Transaktionen – Rückblick auf 20 Jahre, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich 2018, S. 75 ff. (zit.: DAENIKER, Good Governance).
- DAENIKER DANIEL / HASLER DANIEL, M&A und Governance bei Familiengesellschaften, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIX, Zürich 2017, S. 105 ff.
- DAVID LUCAS / JACOBS RETO, Schweizerisches Wettbewerbsrecht, Eine systematische Darstellung des Gesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb und des Kartellgesetzes, sowie der wettbewerbsrechtlichen Nebengesetze und der Grundsätze der Schweizerischen Kommission für die Lauterkeit in der Werbung, 5. Aufl., Bern 2012.
- DECKER MATTHIAS, Öffentlich-rechtlicher Rechtsschutz der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre in Übernahmesituationen, Eine materiell- und prozessrechtliche Analyse, Diss. Osnabrück, Frankfurt am Main 2009.
- DICKE ANDREA ISABELL, Kapitalmarktgeschäfte mit Verbrauchern unter der Rom I-VO, Diss. Hamburg, Tübingen 2013.
- DIETZI HANSPETER / LATOUR SANDRA, Schweizerisches Börsenrecht, Ein Grundriss mit ausgewählten Ausführungserlassen, Basel 2002.
- DOMENICONI ALEX, Letter of Intent, Diss. Zürich 2013.
- DORNIS TIM W., Die Theorie der local data: dogmatische Bruchstelle im klassischen IPR, SZIER 2015, S. 183 ff.
- DROBNIG ULRICH, Das Profil des Wirtschaftskollisionsrechts, Einführende Bemerkungen zum Symposium «Extraterritoriale Anwendung von Wirtschaftsrecht» in Hamburg 1986, RabelsZ 1988, S. 1 ff.
- DRUEY JEAN NICOLAS, Die Übernahmeaktion und ihre Abwehr nach schweizerischem Recht, in: Dufour Alfred / Hertig Gérard (Hrsg.), Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genf/Lausanne 1990, S. 157 ff.
- DRUEY JEAN NICOLAS / DRUEY JUST EVA / GLANZMANN LUKAS, Gesellschafts- und Handelsrecht, 11. Aufl., Zürich 2015.
- DUBS DIETER, Das Lauterkeitsstatut nach schweizerischem Kollisionsrecht, zugleich ein Beitrag zur Materialisierung des Internationalprivatrechts, Diss. St. Gallen 2000 (zit.: DUBS, Lauterkeitsstatut).
- DUBS DIETER, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 1/2006, S. 43 ff. (zit.: DUBS, Abwehrmassnahme).
- DUCREY PATRIK, Unternehmenszusammenschlüsse im Kartellrecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, S. 127 ff.
- DÜRIG MARKUS, Der grenzüberschreitende Unternehmenskauf, Diss. Köln, Baden-Baden 1998.
- EBENROTH CARSTEN T. / MESSER ULRICH, Das Gesellschaftsrecht im neuen schweizerischen IPRG, ZSR 1989 I, S. 49 ff.

- EBENROTH CARSTEN T. / SCHRUPKOWSKI REINER, Die Abwehr von Unternehmensübernahmen in der Schweiz im Lichte europäischer Herausforderungen, ZVglRWiss 1991, S. 319 ff.
- EBENROTH CARSTEN T. / WILKEN OLIVER, Kollisionsrechtliche Einordnung transnationaler Unternehmensübernahmen, ZVglRWiss 1991, S. 235 ff.
- EBERT MICHAEL, Die Haftung des Verkäufers beim Share Deal im deutschen und schweizerischen Recht, Diss. Passau, Frankfurt am Main 2011.
- ECKERT FABRICE, Überwachungs- und Warnpflichten im Kapitalanlagegeschäft, Diss. Zürich 2019.
- EGE REINHARD, Das Kollisionsrecht der indirekt gehaltenen Wertpapiere, Diss. München, Berlin 2006.
- EGGEN MIRIAM, Auslegung und Lückenfüllung im Recht der öffentlichen Übernahmen, GesKR 4/2007, S. 398 ff.
- EGGEN MIRIAM / SCHAEFER RUPERT, Regulierung grenzüberschreitender Tätigkeiten im Finanzmarktrecht, GesKR 3/2013, S. 368 ff.
- EGGERS FRANK, Das Pflichtangebot im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Konzernrecht, Diss. Hamburg, Frankfurt am Main 2006.
- EHRENZELLER BERNHARD / SCHINDLER BENJAMIN et al. (Hrsg.), Die schweizerische Bundesverfassung, St. Galler Kommentar, 3. Aufl., St. Gallen 2014 (zit.: Ehrenzeller et al., SGK BV-BEARBEITER/IN).
- EISENHUT STEFAN, Escrow-Verhältnisse, Das Escrow Agreement und ähnliche Sicherungsgeschäfte, Diss. Basel 2009.
- EKKENGA JENS / KUNTZ THILO, Grundzüge eines Kollisionsrechts für grenzüberschreitende Übernahmeangebote, WM 2004, S. 2427 ff.
- EMMENEGGER SUSAN, Bankorganisationsrecht als Koordinationsaufgabe, Grundlinien einer Dogmatik der Verhältnisbestimmung zwischen Aufsichtsrecht und Aktienrecht, Habil. St. Gallen, Bern 2004.
- EPPER NINA, Die freundliche öffentliche Übernahme, Diss. Bern 2008.
- FAHRLÄNDER LUKAS, Das Schweizer Börsenrecht, in: Bovet Christian (Hrsg.), Finanzmarktaufsicht, Surveillance des marchés financiers, Schweizerisches Bundesverwaltungsrecht, Band XV, Basel 2016, S. 287 ff.
- FAVRE OLIVIER, Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten, Verwahungskonzepte und ihre Bedeutung im internationalen Privatrecht aus schweizerischer Sicht, Diss. Zürich 2003.
- FEIT MICHAEL, Die Haftung des Anwalts gegenüber Dritten für eine Third Party Legal Opinion, Zürich 2007.
- FISCHER CHRISTIAN, Rechtsfragen grenzüberschreitender Übernahmeangebote, Diss. Frankfurt am Main 2008.
- FISCHER DAMIAN, Interessenkonflikte im Schweizer Privat- und Wirtschaftsrecht: ein Beitrag zur dogmatischen Erfassung eines omnipräsenten Governance-Problems, Habil. Zürich 2019 (zit.: FISCHER D., Interessenkonflikte).
- FISCHER MARC, Die Kompetenzverteilung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat bei der Vermögensübertragung, Diss. Zürich 2007 (zit.: FISCHER M., Vermögensübertragung).
- FORSTMOSER PETER / KÜCHLER MARCEL, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015.
- FORSTMOSER PETER / MEIER-HAYOZ ARTHUR / NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FRAUENFELDER JRENA, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext, Diss. Zürich 2001.

- FREI STEPHAN N., Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, mit besonderer Berücksichtigung der Übernahmeregelung im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel BEHG, 2. Aufl., Bern 1998.
- FRICK JOACHIM, Culpa in contrahendo, Eine rechtsvergleichende und kollisionsrechtliche Studie, Diss. Zürich 1992.
- FURRER ANDREAS / GIRSBERGER DANIEL / MÜLLER-CHEN MARKUS / SCHRAMM DOROTHEE, Internationales Privatrecht, 4. Aufl., Zürich 2019.
- FURRER ANDREAS / GIRSBERGER DANIEL / SIEHR KURT / TRÜTEN DIRK, Internationales Privatrecht, Besonderer Teil, Studienausgabe, Basel 2018.
- GEHRER CAROLE L., Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften, Diss. Zürich 2003.
- GERHARD FRANK, Das virtuelle Übernahmeangebot, GesKR 2-3/2006, S. 216 ff.
- GERHARD FRANK / JACQUEMOUD PHILIPPE, Merger vs. Exchange Offer, Remedies, Procedure, Triangular Merger, Quorum, Appraisal, Conflict of Interests, GesKR 2/2012, S. 182 ff.
- GERHARD FRANK / SCHIWOW EMANUEL, Übernahmen mit Hilfe von Tochtergesellschaften im internationalen Verhältnis, GesKR 2/2009, S. 191.
- GERICKE DIETER, M&A und Datenschutz, SJZ 1/2003, S. 1 ff. (zit.: GERICKE, Datenschutz).
- GERICKE DIETER, Von Marktrecht zu Marktsteuerung im Offenlegungs- und Übernahmerecht?, GesKR 2/2013, S. 247 ff. (zit.: GERICKE, Marktrecht).
- GERICKE DIETER / KUHN DANIEL, Neue Meldepflichten bezüglich Aktionären, Gesellschaftern und wirtschaftlich Berechtigten – die «société anonyme» ist Geschichte, AJP 6/2015, S. 849 ff.
- GERICKE DIETER / WIEDMER KARIN, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Kommentierung der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (SR. 954.295.2), 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020 (zit.: Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER).
- GesKR-Komm. VegüV, GERHARD FRANK / MAIZAR KARIM / SPILLMANN TILL / WOLF MATTHIAS (Hrsg.), Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften, GesKR-Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Zürich 2014 (zit.: GesKR-Komm. VegüV-BEARBEITER/IN).
- GHANDCHI JASMIN, Der Geltungsbereich des Art. 159 IPRG, Diss. Zürich 1991.
- GIRSBERGER DANIEL / HESS MARTIN, Das Haager Wertpapierübereinkommen, AJP 8/2006, S. 992 ff.
- GIRSBERGER DANIEL / RODRIGUEZ RODRIGO, Die Sitzverlegung im europäischen Gesellschaftsrecht – Auswirkungen auf die Schweiz, SZIER 2004, S. 559 ff.
- GLATTHAAR MATTHIAS, Der Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten, Diss. St. Gallen, Zürich 2007.
- GLATTHAAR MATTHIAS / BERNET ROBERT / LUGINBÜHL JÜRIG, Swiss Takeover Law, Zürich 2013.
- GNOS URS P. / HÄNNI LUCAS, Acquisitions on the verge of Swiss takeover rules, GesKR 2/2011, S. 205.
- GONZENBACH GERALD C., Die akzessorische Anknüpfung, ein Beitrag zur Verwirklichung des Vertrauensprinzips im internationalen Deliktsrecht, Diss. Zürich 1986.
- GÖTHEL STEFAN (Hrsg.), Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen, Unternehmenskäufe, Umstrukturierungen, Joint Ventures, SE, 4. Aufl., Köln 2014 (zit.: Göthel, M&A-BEARBEITER/IN).
- GOTSCHEV GEORG / JENNY MARIE, Thematiken und Problematiken bei der Angebotspflicht, GesKR 3/2019, S. 424 ff.
- GOTSCHEV GEORG / NAGEL MARC, Die Praxis der Übernahmekommission im Jahr 2016, SZW 4/2017, S. 487 ff.

- GOTSCHEV GEORG / STAUB CHRISTIAN, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz, GesKR 4/2006, S. 265 ff.
- GRETER ALEXANDER, Die Melde- und Angebotspflicht bei Beteiligungen im Vermögen eines Trusts, GesKR 3/2011, S. 398 ff.
- GRUBER MARCO, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Diss. Freiburg, Zürich 1996.
- GRUNDMANN STEFAN, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Heidelberg 2011.
- GUHL THEO / KOLLER ALFRED / SCHNYDER ANTON K. / DRUEY JEAN NICOLAS, Das Schweizerische Obligationenrecht mit Einschluss des Handels- und Wertpapierrechts, 9. Aufl., Zürich 2000 (zit.: Guhl/Koller et al., OR-BEARBEITER/IN).
- GUILLAUME FLORENCE, Lex societatis, Principes de rattachement des sociétés et correctifs institués au bénéfice des tiers en droit international privé suisse, Diss. Lausanne, Zürich 2001.
- GYSI MARKUS, Break Fee-Vereinbarungen bei Unternehmensübernahmen, Jusletter 29. Oktober 2007.
- HABERSACK MATHIAS / VERSE DIRK, Europäisches Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., München 2019.
- HÄFELIN ULRICH / MÜLLER GEORG / UHLMANN FELIX, Allgemeines Verwaltungsrecht, 7. Aufl., Zürich/St.Gallen 2016.
- HAHN VOLKER, Übernahmerecht und Internationales Privatrecht, Zur Anwendung des WpÜG bei Übernahmen mit Auslandsbezug, RIW 10/2002, S. 741 ff.
- HANDSCHIN LUKAS, Der Konzern im geltenden schweizerischen Privatrecht, Habil. Basel, Zürich 1994.
- HÄNNI PETER / STÖCKLI ANDREAS, Schweizerisches Wirtschaftsverwaltungsrecht, Bern 2013.
- HÄUSERMANN DANIEL M., Unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen («Irrevocables») und Vertragsfreiheit, in: Weber Rolf H. / Stoffel Walter A. / Chenaux Jean-Luc / Sethe Rolf (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, S. 671 ff.
- HEINEMANN ANDREAS, «Ökonomischer Patriotismus» in Zeiten regionaler und internationaler Integration: zur Problematik staatlicher Aufsicht über grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen, Tübingen 2011.
- HEINI ANTON, Jurisdiktionen und Jurisdiktionsgrenzen im Internationalen Privatrecht, in: Schweizerisches Jahrbuch für internationales Recht, Band 41, Zürich 1985, S. 93 ff.
- HEISS HELMUT / LOACKER LEANDER D., Anwendbares Recht im Schiedsverfahren, in: Liebscher Christoph / Oberhammer Paul / Rechberger Walter H. (Hrsg.), Schiedsverfahrensrecht II, Wien/New York 2016, S. 189 ff.
- HENRY DAVID P., Kollisionsrechtliche Rechtswahl, Eine Untersuchung ihrer Wirkungen und Grenzen, Diss. St. Gallen, Zürich 2009.
- HERTIG GÉRARD / MEIER-SCHATZ CHRISTIAN J. / ROTH ROBERT et al. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000 (zit.: Hertig et al., Komm. BEHG-BEARBEITER/IN).
- HERZOG THOMAS, Kauf und Verkauf von KMU in der Schweiz: ein Leitfaden, Zürich 2013.
- HESS MARKUS, Zunehmende Unklarheiten im Verhältnis zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht, Gedanken an Beispielen aus dem Anleger- und Konsumentenschutzrecht, in: Grolimund Pascal / Koller Alfred / Loacker Leander D. / Portmann Wolfgang (Hrsg.), Festschrift für Anton K. Schnyder zum 65. Geburtstag, Zürich 2018, S. 1163 ff.
- HEYN HANNS-CHRISTIAN, Die «Doppel-» und «Mehrfachqualifikation» im IPR, Diss. Frankfurt am Main 1986.

- HILMER KARSTEN, Die Übernahmerichtlinie und ihre Umsetzung in das deutsche Recht, Eine Analyse des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes, Diss. Saarbrücken, Frankfurt am Main 2006.
- HINNY PASCAL, Steuerfolgen Unternehmenskauf und -verkauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVI*, Zürich 2014, S. 257 ff.
- HOCH MARIEL, Pflichten des Verwaltungsrats einer möglichen Zielgesellschaft, *SZW* 4/2018, S. 361 ff.
- HOCH CLASSEN MARIEL / HSU PETER CH. / ROTH PELLANDA KATJA, Due Diligence und Vertrag, in: *Vertrauen – Vertrag – Verantwortung*, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zürich 2007, S. 323 ff.
- HÖHN JAKOB, Einführung in die rechtliche Due Diligence, Mit Musterdokumenten für die vorvertragliche Phase des Unternehmenskaufs, Zürich 2003 (zit.: HÖHN, Due Diligence).
- HÖHN JAKOB, Organisation eines internationalen Zusammenschluss aus der Sicht eines externen Schweizer Counsels, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, Zürich 2005, S. 171 ff. (zit.: HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse).
- HÖHN JAKOB / LANG CHRISTOPH G. / ROELLI SEVERIN, *Öffentliche Übernahmen*, Basel 2011.
- HOLLAND TRYGVE BEN, Die EG-Übernahmerichtlinie im Verhältnis zu Drittstaaten, Diss. Saarbrücken, Baden-Baden 2008.
- HÖLTERS WOLFGANG (Hrsg.), *Handbuch Unternehmenskauf*, 9. Aufl., Köln 2019 (zit.: Hölters, *Handbuch Unternehmenskauf-BEARBEITER/IN*).
- HOMSY BIBA, *International cooperation in financial markets regulation, A Swiss perspective*, Zürich 2017.
- HOOGHE ANOUK D', Aspekte der grenzüberschreitenden Fusion gemäss Art. 163a ff. E-IPRG, Zürich 2003.
- HOPT KLAUS J., Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, *ZHR* 1977 S. 389 ff. (zit.: HOPT, *Kapitalmarktrecht*).
- HOPT KLAUS J., *Europäisches Übernahmerecht: eine rechtsvergleichende, rechtsdogmatische und rechtspolitische Untersuchung*, Tübingen 2013.
- HÜNERWADEL PATRICK / TRANCHET MARCEL, Akquisitionsfinanzierungen, Finanzierung als Erfolgsfaktor bei Akquisitionen, in: Oertle Matthias / Wolf Matthias / Breitenstein Stefan / Diem Hans-Jakob (Hrsg.), *M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni*, Zürich 2010, S. 362 ff.
- IFFLAND JACQUES / LÄSER ALESSANDRA, Die Tokenisierung von Effekten, Ein neuer Weg an den Kapitalmarkt, *GesKR* 4/2018, S. 415 ff.
- IFFLAND JACQUES / VAISY JULIE, Développements récents du droit suisse des marchés financiers (offres publiques d'acquisition – annonce des participations importantes – squeeze out), *SZW* 3/2000, S. 127 ff.
- ISLER PETER R., Escrow-Vertrag bei Unternehmensübernahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, S. 181 ff. (zit.: ISLER, *Escrow*).
- ISLER PETER R., Break-up Fee bei Unternehmenszusammenschlüssen, in: Vogt Nedim Peter / Zobl Dieter (Hrsg.): *Der Allgemeine Teil und das Ganze, Liber Amicorum für Hermann Schulin*, Basel 2002, S. 83 ff. (zit.: ISLER, *Break-up Fee*).
- ISLER PETER R., Letter of Intent, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VI*, Zürich 2004, S. 1 ff. (zit.: ISLER, *Letter of Intent*).
- JACKSON HOWELL E., Substituted Compliance: The Emergence, Challenges, and Evolution of a New Regulatory Paradigm, *Oxford Journal of Financial Regulation*, 1/2015, S. 169 ff.
- JÄGGI PETER, Zur «Spaltung» der Aktienrechte, Die Schweizerische Aktiengesellschaft, *ZRSWA* 1960, S. 65 ff.

- JENTSCH VALENTIN, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen: Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung, Diss. Zürich 2015.
- JÖRG FLORIAN S. / ARTER OLIVER, Das Recht der schweizerischen Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), Zürich 2015.
- JOSENHANS MICHAEL, Das neue Übernahmekollisionsrecht, ZBB 4/2006, S. 269 ff. (zit.: JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht).
- JOSENHANS MICHAEL, Grenzüberschreitende öffentliche Übernahmeangebote – unter besonderer Berücksichtigung des deutsch-amerikanischen Verhältnisses, Diss. Tübingen, Berlin 2007.
- JUNG PETER / KUNZ PETER V. / BÄRTSCHI HARALD, Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Zürich 2018.
- KELLER MAX / SIEHR KURT, Allgemeine Lehren des internationalen Privatrechts, Zürich 1986.
- KERSHAW DAVID, Principles of Takeover Regulation, Oxford 2016.
- KIEL PETER, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, Zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht, Diss. Hamburg, Berlin 1994.
- KIESEWETTER MATTHIAS, Internationales Übernahmerecht, Eine Untersuchung der kollisionsrechtlichen Behandlung von Übernahmeregeln, Diss. Hamburg 2006.
- KLÄY HANSPETER, Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Diss. Basel 1996.
- KMENT MARTIN, Grenzüberschreitendes Verwaltungshandeln: transnationale Elemente deutschen Verwaltungsrechts, Habil. Münster, Tübingen 2009.
- KNAPP BLAISE, Les limitations à l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger, in: Dufour Alfred / Hertig Gérard (Hrsg.), Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genf/Lausanne 1990, S. 597 ff.
- KÖNIG JENS, Bedeutung der Morrison-Entscheidung des Supreme Court der Vereinigten Staaten von Amerika für das US-amerikanische Übernahmerecht und die deutsche Übernahmepraxis, Diss. Düsseldorf, Frankfurt am Main 2016.
- KONTOGEOURGOU MARGARITA, Das IPR der Kapitalmarktdelikte, Unter besonderer Berücksichtigung der Brüssel Ia- und Rom II-VO, Diss. Heidelberg, Berlin 2018.
- KÖPFER VERONIKA EVA-MARIA, Anwendung und Auswirkungen des europäischen Kapitalmarktrechts auf Akteure aus Drittstaaten, Eine Analyse auf Basis der Umsetzung ins deutsche Recht und der Auswirkungen auf die Schweiz, Diss. St. Gallen 2015.
- KORNHAUSER LEWIS A., The Nexus of Contracts Approach to Corporations, A Comment on Easterbrook and Fischel, Columbia Law Review, Vol. 89, No. 7, 1989, S. 1449 ff.
- KRAMER ERNST A., Juristische Methodenlehre, 6. Aufl., Bern 2019.
- KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA, Schweizerisches Internationales Privatrecht, 2. Aufl., Bern 2018.
- KRONENBERG MICHAEL, Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt, Diss. St. Gallen 2005.
- KRONKE HERBERT / MELIS WERNER / KUHN HANS (Hrsg.), Handbuch Internationales Wirtschaftsrecht, 2. Aufl., Köln 2017 (zit.: Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-BEARBEITER/IN).
- KÜNG MANFRED / HUBER FELIX M. / KUSTER MATTHIAS, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. I, Zürich 1998 (Loseblattsammlung, Stand 2004) (zit.: KÜNG/HUBER/KUSTER, Band I).
- KÜNG MANFRED / HUBER FELIX M. / KUSTER MATTHIAS, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. II, Zürich 1998 (Loseblattsammlung, Stand 2004) (zit.: KÜNG/HUBER/KUSTER, Band II).
- KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001.
- KUNZ PETER V., Grundlagen zum Konzernrecht in der Schweiz, Bern 2016 (zit.: KUNZ, Konzernrecht).
- KUNZ PETER V., Wirtschaftsrecht, Grundlagen und Beobachtungen, Bern 2019 (zit.: KUNZ, Wirtschaftsrecht).

- KURER PETER, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions III*, Zürich 2001, S. 160 ff.
- KURER PETER, M&A – Eine kleine rechtshistorische Untersuchung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions X*, Zürich 2008, S. 213 ff. (zit.: KURER, *Rechtshistorische Untersuchung*).
- KURZBEIN REGULA, Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflichten (Art. 20 und 31 BEHG), Verwaltungs- und strafrechtliche Konsequenzen nach dem revidierten Börsengesetz (2013), Diss. Bern, Zürich 2013.
- KUY ANDRÉ, Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf, Eine aktienrechtliche Analyse der Verteidigungsmassnahmen der Zielgesellschaft, Diss. Zürich 1989.
- LAMBERT CLAUDE, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrats der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich, Bern 1992.
- LANGEVOORT DONALD C., *The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 10-17, Georgetown 2010, S. 1 ff.
- LANZ MARTIN, Finanzmarkt: Aufsichtsregime, in: Biaggini Giovanni / Häner Isabelle / Saxer Urs / Schott Markus (Hrsg.), *Fachhandbuch Verwaltungsrecht*, Zürich 2015, 1 ff.
- LINDER TATIANA, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht, Unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, Diss. Zürich 2010.
- LOOSCHELDERS DIRK, Die Anpassung im Internationalen Privatrecht, Zur Methodik der Rechtsanwendung in Fällen mit wesentlicher Verbindung zu mehreren nicht miteinander harmonisierenden Rechtsordnungen, Diss. Mannheim, Heidelberg 1995.
- LUGINBÜHL JÜRIG, Öffentliche Umtauschangebote, Ausgewählte Aspekte aus der Praxis, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XI*, Zürich 2009, S. 161 ff.
- MALACRIDA RALPH, Cross-Border Mergers and Migrations, Formen, Fragen und Folgerungen, *GesKR* 2/2014, S. 199 ff.
- MALACRIDA RALPH / WATTER ROLF, *Mergers, Acquisitions & Corporate Restructuring*, Zürich/Basel/Genf/München 2005.
- MANGINI-GUIDANO PHILIPP, Anlegerschutz im Kontext der öffentlichen Übernahme einer börsennotierten Aktiengesellschaft, Diss. Heidelberg, Baden-Baden 2010.
- MANNE HENRY G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, 1965, S. 110 ff.
- MARGIOTTA ADRIANO, Interessenkonflikte des Verwaltungsrats im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), *Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, Zürich 2005, S. 131 ff.
- MARK NDUE SUZANA, Die objektive Anknüpfung internationaler Schuldverträge nach Art. 117 IPRG, Diss. St.Gallen, Zürich 2014.
- MAUCHLE YVES, Normenkonkurrenzen im Obligationenrecht – zugleich ein Beitrag zum Verhältnis von Irrtumsanfechtung und Sachmängelhaftung, *AJP* 7/2012, S. 933 ff.
- MAURENBRECHER BENEDIKT, Privatrechtliche Haftung für die Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften, in: Weber Rolf H. / Stoffel Walter A. / Chenaux Jean-Luc / Sethe Rolf (Hrsg.), *Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts*, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, S. 555 ff.
- MEIER ERIC O., *Due Diligence bei Unternehmensübernahmen*, Diss. Zürich 2010 (zit.: MEIER E., *Due Diligence*).
- MEIER NIKLAUS, Eingriffsnormen im Gesellschaftsrecht – Ein Beitrag zur teleologischen Auslegung des Art. 18 IPRG unter besonderer Berücksichtigung des Gesellschaftsrechts, Diss. Zürich 2010 (zit.: MEIER N., *Eingriffsnormen*).
- MEIER-HAYOZ ARTHUR / FORSTMOSER PETER / SETHE ROLF, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 12. Aufl., Bern 2018.

- MEIER-HAYOZ ARTHUR / VON DER CRONE HANS CASPAR, Wertpapierrecht, 3. Aufl., Bern 2018.
- MEIER-SCHATZ CHRISTIAN J., Unabhängigkeit als gesellschaftsrechtlicher Eigenwert und daraus resultierende Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats, ZSR 2002 I, S. 291 ff.
- MEIER-SCHATZ CHRISTIAN / GASSER URS, Zum räumlichen Anwendungsbereich der Übernahmeregeln – eine Kurzreplik, SZW 3/2000, S. 121 ff. (zit.: MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich).
- MEIER-SCHATZ CHRISTIAN / GASSER URS, Analyse der Praxis der Übernahmekommission, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 139 ff. (zit.: MEIER-SCHATZ/GASSER, Entwicklungen).
- MENG WERNER, Extraterritoriale Jurisdiktion im öffentlichen Wirtschaftsrecht, Heidelberg 1994.
- MENZ MARKUS / BARNBECK FABIAN, Schweizer M&A-Markt 2013: Wo sind die Mega-Deals geblieben?, M&A-Review 2014, S. 115 ff. (zit.: MENZ/BARNBECK, 2013).
- MENZ MARKUS / BARNBECK FABIAN, Schweizer M&A-Markt 2014: Auf dem Gipfel angekommen?, M&A-Review 2015, S. 116 ff. (zit.: MENZ/BARNBECK, 2014).
- MENZ MARKUS / ESCHENMOSER MARTIN, Schweizer M&A-Markt 2010: Auf dem Gipfel angekommen?, M&A-Review 2011, S. 75 ff. (zit.: MENZ/ESCHENMOSER, 2010).
- MENZ MARKUS / ESCHENMOSER MARTIN, Schweizer M&A-Markt 2011: Auf dem Gipfel angekommen?, M&A-Review 2012, S. 126 ff. (zit.: MENZ/ESCHENMOSER, 2011).
- MENZ MARKUS / ESCHENMOSER MARTIN, Schweizer M&A-Markt 2012: Auf dem Gipfel angekommen?, M&A-Review 2013, S. 135 ff. (zit.: MENZ/ESCHENMOSER, 2012).
- MEYER MIRJAM, Rechtsrisiken und Rechtsrisikomanagement bei M&A-Transaktionen unter besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Rechts, Diss. Zürich 2013 (zit.: MEYER M., Rechtsrisiken).
- MEYER SIMON, Vendor Due Diligence beim Unternehmenskauf, Begriff, Rechtsbeziehungen, Haftung, Diss. Zürich 2013 (zit.: MEYER S., Vendor Due Diligence).
- MEYER-SPARENBERG WOLFGANG / JÄCKLE CHRISTOF (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, München 2017 (zit.: Meyer-Sparenberg/Jäckle, M&A-Handbuch-BEARBEITER/IN).
- MICHEL SANDRA, Die Akzessorische Anknüpfung, Grundfragen und Grundprobleme, Diss. Göttingen, Berlin 2004.
- MILLAUER STEPHANIE, Sonderanknüpfung fremder zwingender Normen im Bereich von Schuldverträgen (Art. 19 IPRG und Art. 7 Abs. 1 EVÜ), Diss. St.Gallen 2001.
- MITTENDORFER ROLAND, Praxishandbuch Akquisitionsfinanzierung, Erfolgsfaktoren fremdfinanzierter Unternehmensübernahmen, Wiesbaden 2007.
- MONN VALENTIN, Die Verhandlungsabrede, Begründung, Inhalt und Durchsetzung von Verhandlungspflichten, Diss. Freiburg, Zürich 2010.
- MüKo AktG, GOETTE WULF / HABERSACK MATHIAS (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, §§ 329–410 AktG, WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht, 4. Aufl., München 2017 (zit.: MüKo AktG-BEARBEITER/IN).
- MüKo BGB IPR (4. Aufl.), RIXECKER ROLAND / SÄCKER FRANZ JÜRGEN (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: BGB, Band 10, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 1–46), Internationales Privatrecht, 4. Aufl., München 2006 (zit.: MüKo BGB IPR (4. Aufl.)-BEARBEITER/IN).
- MüKo BGB IPR (5. Aufl.), RIXECKER ROLAND / SÄCKER FRANZ JÜRGEN (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: BGB, Band 11, Internationales Privatrecht, Internationales Wirtschaftsrecht, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 25–248), 5. Aufl., München 2010 (zit.: MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-BEARBEITER/IN).

- MüKo BGB IPR II, RIXECKER ROLAND / SÄCKER FRANZ JÜRGEN et al. (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: BGB, Band 12: Internationales Privatrecht II, Internationales Wirtschaftsrecht, Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 50–253), 7. Aufl., München 2018 (zit.: MüKo BGB IPR II-BEARBEITER/IN).
- MÜLLER ROLAND / LIPP LORENZ / PLÜSS ADRIAN, Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, AJP 5/2011, S. 587 ff. (zit.: MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Minderheitenschutz).
- MÜLLER ROLAND / LIPP LORENZ / PLÜSS ADRIAN, Der Verwaltungsrat, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4. Aufl., Zürich 2014.
- MÜNCH PETER / PASSEDELIS NICOLAS / LEHNE JENS (Hrsg.), Handbuch internationales Handels- und Wirtschaftsrecht, Rechtliche Herausforderungen im Auslandsgeschäft, Basel 2015 (zit.: MÜNCH et al., Handbuch int. HaWi-BEARBEITER/IN).
- NEUHAUS PAUL H., Die Grundbegriffe des internationalen Privatrechts, 2. Aufl., Tübingen 1976.
- NEYE HANS-WERNER, Der Gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie – ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht, Die AG 2000, S. 289 ff.
- NOBEL PETER, Zum internationalen Gesellschaftsrecht im IPR-Gesetz, in: Schwander Ivo (Hrsg.), Beiträge zum neuen IPR des Sachen-, Schuld- und Gesellschaftsrechts, Festschrift für Rudolf Moser, Zürich 1987, S. 179 ff. (zit.: NOBEL, IPR-Gesetz).
- NOBEL PETER, Der Kernbestand des Börsengesetzes, Querbeziehungen zum Privatrecht, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1996, S. 97 ff. (zit.: NOBEL, Kernbestand).
- NOBEL PETER, Querbezüge zwischen Aktienrecht und Börsengesetz, ST 5/97, S. 463 ff. (zit.: NOBEL, Querbezüge).
- NOBEL PETER, Börsengesellschaftsrecht?, in: von Büren Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997, Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 301 ff. (zit.: NOBEL, Börsengesellschaftsrecht).
- NOBEL PETER, Verfügung der Übernahmekammer der Eidgenössischen Bankenkommission vom 19. September 2005 i. S. Saia-Burgess Electronics Holding AG, Murten, SZW 2/2006, S. 146 ff. (zit.: NOBEL, UEK).
- NOBEL PETER, Die 13. Richtlinie der EU betreffend Übernahmeangebote im Vergleich zur schweizerischen Rechtsordnung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 29 ff. (zit.: NOBEL, Rechtsvergleich Übernahmerichtlinie).
- NOBEL PETER, Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihre Umsetzung in den Mitgliedstaaten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 2 ff. (zit.: NOBEL, Übernahmerichtlinie).
- NOBEL PETER, Internationales und transnationales Aktienrecht, Teil IPR und Grundlagen, 2. Aufl., Bern 2012 (zit.: NOBEL, Internationales Aktienrecht I).
- NOBEL PETER, Internationales und transnationales Aktienrecht, Teil Europarecht, 2. Aufl., Bern 2012 (zit.: NOBEL, Internationales Aktienrecht II).
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 4. Aufl., Bern 2019 (zit.: NOBEL, Finanzmarktrecht).
- OFK BEHG, WEBER ROLF H., Orell Füssli Kommentar zum Börsenrecht, Börsengesetz (BEHG) mit weiteren Erlassen, 2. Aufl., Zürich 2013 (zit.: OFK BEHG-WEBER R.).
- OFK FusG, VOGEL ALEXANDER / HEIZ CHRISTOPH / BEHNISCH URS R. et al., Orell Füssli Kommentar zum FusG, Fusionsgesetz mit weiteren Erlassen, 3. Aufl., Zürich 2017 (zit.: OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al.).
- OFK IPRG, KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar zum IPRG/LugÜ, Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Lugano-Übereinkommen und weitere Erlasse, 2. Aufl., Zürich 2019 (zit.: OFK IPRG-BEARBEITER/IN).

- OFK OR, KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA / WOLF STEPHAN / AMSTUTZ MARC / FANKHAUSER ROLAND (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, 3. Aufl., Zürich 2016 (zit.: OFK OR-BEARBEITER/IN).
- OLANO OSCAR, Der Sitz der Gesellschaft im internationalen Zivilverfahrens- und Insolvenzrecht der EU und der Schweiz, Diss. Basel 2004.
- PARK EUN-HE, Vorvertragliche Informationspflichten im Due Diligence-Verfahren, Diss. München, Berlin 2014.
- PASCHOS NIKOLAOS / FLEISCHER HOLGER (Hrsg.), Handbuch Übernahmerecht nach dem WpÜG, München 2017 (zit.: Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-BEARBEITER/IN).
- PETER HENRY / BOVEY PASCAL, Swiss Takeover Board: new and evolving issues, SZW 6/2011, S. 596 ff. (zit.: PETER/BOVEY, Swiss Takeover Board).
- PETER HENRY / BOVEY PASCAL, Droit suisse des OPA, Bern 2013.
- PFISTER URS, Der Aktionärbindungsvertrag: die kollisionsrechtliche Behandlung aus der Sicht des Schweizerischen IPRG, Zürich 2001.
- PITSCHEN GILLES, Börse und Unternehmen, Unternehmensverfassung von der Kotierung zur De-kotierung, Diss. Zürich 2014.
- Praxiskommentar VegÜV, OSER DAVID / MÜLLER ANDREAS, Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegÜV), 2. Aufl., Zürich 2018 (zit.: Praxiskommentar VegÜV-BEARBEITER/IN).
- REBSAMEN THOMAS, Die Gleichbehandlung der Gläubiger durch das Aktienrecht, Diss. Freiburg, Zürich 2004.
- REICH-ROHRWIG ALEXANDER, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss unter besonderer Berücksichtigung des Unternehmenskaufs, Diss. Wien 2015.
- REICHELTE GERTE, Gesamtstatut und Einzelstatut im IPR, Ein Beitrag zu den allgemeinen Lehren des Kollisionsrechts, Wien 1985.
- REIHER HANNES, Der Vertragsbegriff im europäischen Internationalen Privatrecht, ein Beitrag zur Abgrenzung der Verordnungen Rom I und Rom II, Diss. Würzburg, Baden-Baden 2010.
- REISER NINA, Durchsetzung heterogener börsengesellschaftsrechtlicher Normen, Habil. Zürich 2017.
- REITER-GERM ELISABETH, Grenzüberschreitende öffentliche Übernahmeangebote, Eine Darstellung ausgewählter Bereiche der rechtlichen Verhältnisse in Österreich und den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Wien 2009.
- REITHMANN CHRISTOPH / MARTINY DIETER (Hrsg.), Internationales Vertragsrecht, Das internationale Privatrecht der Schuldverträge, 8. Aufl., Köln 2015 (zit.: Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht-BEARBEITER/IN).
- REUTTER THOMAS, Das bedingte Übernahmeangebot, Diss. St. Gallen, Zürich 2002.
- REZAI HARIRI PUYA, Übernahmerecht und Aufsicht, Eine reformperspektivische Untersuchung unter Berücksichtigung der Aufsichtsstrukturen des Vereinigten Königreichs, Österreichs und der Schweiz, Diss. Berlin, Baden-Baden 2015.
- ROELLI SEVERIN, Ausweitung des Übernahmerechts auf Tochtergesellschaften kotierter Unternehmen? Besprechung der Verfügung 600/01 der Übernahmekommission vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG, GesKR 2/2015, S. 278 ff.
- ROHR ANDREAS, Der Konzern im IPR unter besonderer Berücksichtigung des Schutzes der Minderheitsaktionäre und der Gläubiger, Diss. Freiburg, Zürich 1983.
- ROMERIO FLAVIO / GERHARD FRANK, Due Diligence und öffentliche Übernahmen, SZW 1/2007, S. 1 ff.
- RÜEDI PASCAL, Der örtliche und sachliche Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmerechts, Diss. Bern 2011.

- SANDROCK OTTO, Die Konkretisierung der Überlagerungstheorie in einigen zentralen Einzelfragen, Ein Beitrag zum internationalen Gesellschaftsrecht, in: Sandrock Otto (Hrsg.), Festschrift für Günter Beitzke zum 70. Geburtstag, Berlin/New York 1979, S. 669 ff.
- SANDROCK OTTO, Völkerrechtliche Grenzen staatlicher Gesetzgebung, ZVglRWiss 2016, S. 1 ff. (zit.: SANDROCK, Völkerrechtliche Grenzen).
- SCHÄRER CLAUDIA / AREGGER THOMAS, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 3/2003, S. 146 ff.
- SCHÄRER HEINZ, Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, S. 79 ff. (zit.: SCHÄRER H., Verfahrensfragen).
- SCHÄRER HEINZ / OSER DAVID, Unternehmensauktionen, ausgewählte Fragen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 126 ff. (zit.: SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen).
- SCHÄRER HEINZ / OSER DAVID, Redomiciliation Transactions, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIV, Zürich 2012, S. 67 ff. (zit.: SCHÄRER H./OSER, Redomiciliation Transactions).
- SCHENKER URS, Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 130 ff. (zit.: SCHENKER, Due Diligence).
- SCHENKER URS, Post Closing Litigation, Nach dem Verkauf ist vor dem Prozess, in: Kunz Peter V. / Arter Oliver / Jörg Florian S. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, Bern 2009, S. 75 ff. (zit.: SCHENKER, Litigation).
- SCHENKER URS, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen, Bern 2009 (zit.: SCHENKER, Übernahmerecht).
- SCHENKER URS, Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias / Breitenstein Stefan / Wolf Matthias / Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Zürich 2010, S. 65 ff. (zit.: SCHENKER, Garantien).
- SCHENKER URS, Rechtsstellung und Pflichten kotierter Gesellschaften, Unter Berücksichtigung der Minder-Initiative gemäss Vergütungsverordnung vom 20.11.2013, Zürich 2013 (zit.: SCHENKER, Kотиerte Gesellschaften).
- SCHENKER URS, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit.: SCHENKER, Unternehmenskauf).
- SCHERRER STEFAN, Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren, Diss. Zürich 2012.
- SCHIEL ALEXANDER, Aktionärsschutz zwischen Aktienrecht und Kapitalmarkt, Aktionärsrechte beim Erwerb fremden Vermögens gegen Gewährung von Aktien der AG und in der Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, Diss. Berlin 2009.
- SCHLEIFFER PATRICK / FISCHER DAMIAN, Grenzüberschreitende Platzierungen in die Schweiz, in: Reutter Thomas U. / Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VII, Zürich/Basel/Genf 2012, S. 165 ff.
- SCHLÖSSER DANIEL, GmbH-International, Die Auswirkungen der Schweizer GmbH-Reform 2007 auf die Übertragung von Geschäftsanteilen einer deutschen GmbH in der Schweiz, GmbHR 06/2007, S. 301 ff.
- SCHLUEP WALTER R., Obligationenrechtliche und lauterkeitsrechtliche Aspekte des «takeover», Unter besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Rechts und mit einem kartellrechtlichen Anhang, in: Dufour Alfred / Hertig Gérard (Hrsg.), Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genf/Lausanne 1990, S. 199 ff.
- SCHMIDT KARSTEN, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln 2002.
- SCHNYDER ANTON K., Wirtschaftskollisionsrecht, Sonderanknüpfung und extraterritoriale Anwendung wirtschaftsrechtlicher Normen unter besonderer Berücksichtigung von Marktrecht, Habil. Zürich 1990 (zit.: SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht).

- SCHNYDER ANTON K., Kollisionsrechtliche Fragen zu (grenzüberschreitenden) Übernahmen, Originalbeitrag in: Dufour Alfred / Hertig Gérard (Hrsg.), Kolloquium Erwerb von Beteiligungen am Beispiel der öffentlichen Übernahmeangebote, Genf/Lausanne 1990, S. 624 ff., Nachdruck in: Koller Alfred (Hrsg.), Anton K. Schnyder – Ausgewählte Schriften, Zürich 2013, S. 345 ff. (zit.: SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen).
- SCHNYDER ANTON K., Europa und das internationale Gesellschaftsrecht der Schweiz, SZW 1/1993, S. 9 ff. (zit.: SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht).
- SCHNYDER ANTON K., Kollisionsrecht als Inbegriff juristischer Hermeneutik, BJM 1995, S. 113 ff., Nachdruck in: Koller Alfred (Hrsg.), Anton K. Schnyder – Ausgewählte Schriften, Zürich 2013, S. 39 ff. (zit.: SCHNYDER, Kollisionsrecht).
- SCHNYDER ANTON K., Internationales Kapitalmarktrecht, Fragestellung, Regelungskonflikte, Koordination, ZSR 1996 I, S. 151 ff. (zit.: SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht).
- SCHNYDER ANTON K., Internationale Transaktionen unter dem Vorentwurf zu einem Fusionsgesetz, ZBJV Sonderband 135^{bis}, Bern 1999, S. 60 ff. (zit.: SCHNYDER, Internationale Transaktionen).
- SCHNYDER ANTON K., Takeovers and Conflicts of Law, in: Ferrarini Guido / Hopt Klaus J. / Wymeersch Eddy (Hrsg.), Capital Markets in the Age of the Euro, Den Haag 2002, S. 427 ff. (zit.: SCHNYDER, Takeover Conflicts of Law).
- SCHNYDER ANTON K., Conflicts of Law in the Financial Services Markets, in: Basedow Jürgen / Baum Harald / Hopt Klaus J. et al. (Hrsg.), Economic Regulation and Competition, Den Haag 2002, S. 271 ff., Nachdruck in: Koller Alfred (Hrsg.), Anton K. Schnyder – Ausgewählte Schriften, Zürich 2013, S. 425 ff. (zit.: SCHNYDER, Financial Markets Conflicts of Law).
- SCHNYDER ANTON K., Alternative und kumulative Anknüpfung als Fragestellung des Schutzes von Gläubigern und Anteilseignern im Internationalen Gesellschaftsrecht, in: Zäch Roger et al. (Hrsg.), Individuum und Verband: Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, Zürich 2006, S. 377 ff. (zit.: SCHNYDER, Alternative und kumulative Anknüpfung).
- SCHNYDER ANTON K., Corporate Governance und internationales Wirtschaftsrecht, in: Kramer Ernst A. / Nobel Peter / Waldburger Robert (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, S. 565 ff. (zit.: SCHNYDER, Corporate Governance).
- SCHNYDER ANTON K., Zur Emanzipation von Wirtschaftskollisionsrecht, in: Markus Alexander R. / Hrubesch-Millauer Stephanie / Rodriguez Rodrigo (Hrsg.), Zivilprozess und Vollstreckung national und international, Schnittstellen und Vergleiche, Festschrift für Jolanta Kren Kostkiewicz, Bern 2018, S. 269 ff. (zit.: SCHNYDER, Emanzipation des Wirtschaftskollisionsrechts).
- SCHNYDER ANTON K. / BOPP LUKAS, Kollisionsrechtliche Anknüpfung von Prospektspflicht und Prospekthaftung als Fragestellung des Internationalen Kapitalmarktrechts, in: von der Crone Hans Caspar et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl, Zürich 2004, S. 391 ff.
- SCHNYDER ANTON K. / LIATOWITSCH MANUEL, Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht, 4. Aufl., Zürich 2017.
- SCHNYDRIG ANDRIN / VISCHER MARKUS, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 10/2006, S. 1192 ff.
- SCHOTT ANSGAR, Die Finanzierung öffentlicher Übernahmeangebote, SZW 6/2008, S. 525 ff.
- SCHREIBER CONSTANTIN, Ausverkauf Deutschland: wie ausländische Investoren unser Land übernehmen, Berlin 2010.
- SCHUSTER GUNNAR, Die internationale Anwendung des Börsenrechts, Völkerrechtlicher Rahmen und kollisionsrechtliche Praxis in Deutschland, England und den USA, Diss. Heidelberg, Berlin 1996.
- SCHUSTER MICHAEL, Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften, Abwehrstrategien des Vorstands der Zielgesellschaft, Diss. Aachen, Berlin 2003 (zit.: SCHUSTER M., Feindliche Übernahmen).

- SCHWANDER IVO, Lois d'application immédiate, Sonderanknüpfung, IPR-Sachnormen und andere Ausnahmen von der gewöhnlichen Anknüpfung im internationalen Privatrecht, Diss. Freiburg, Zürich 1975 (zit.: SCHWANDER, lois d'application immédiate).
- SCHWANDER IVO, Einführung in das internationale Privatrecht, Zweiter Band, Besonderer Teil, St. Gallen 1997 (zit.: SCHWANDER, IPR BT).
- SCHWANDER IVO, Einführung in das internationale Privatrecht, Erster Band, Allgemeiner Teil, 3. Aufl., St. Gallen 2000 (zit.: SCHWANDER, IPR).
- SCHWANDER IVO, Das Statut der internationalen Gesellschaft, SZIER 2002, S. 57 ff. (zit.: SCHWANDER, Gesellschaftsstatut).
- SENN MYRIAM, Champ d'application de la loi sur les bourses, L'EC 2000, S. 969 ff.
- SESTER PETER / BRÄNDLI BEAT / BARTHOLET OLIVER / SCHILTKNECHT OLIVER (Hrsg.), Finanzmarkt-aufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, Zürich 2018 (zit.: Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BEARBEITER/IN).
- SETHE ROLF, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Habil. Tübingen, Köln 2005 (zit.: SETHE, Anlegerschutz).
- SETHE ROLF, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 6/2014, S. 615 ff. (zit.: SETHE, Drittstaatenregime).
- SETHE ROLF, Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht, Heteronomer und autonomer Nachvollzug, Äquivalenz, Swiss Finish, in: Kohte Wolfhard / Absenger Nadine (Hrsg.), Menschenrechte und Solidarität im internationalen Diskurs, Festschrift für Armin Höland, Baden-Baden 2015, S. 345 ff. (zit.: SETHE, Rechtsangleichung).
- SETHE ROLF, § 5: Aufsichtsrecht, in: Frank Schäfer / Rolf Sethe / Volker Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München/Wien/Basel 2016 (zit.: SETHE, Vermögensverwaltung).
- SETHE ROLF, § 8: Konsumentenschutz beim Vermögensaufbau, in: Heiss Helmut / Loacker Leander D. (Hrsg.), Grundfragen des Konsumentenrechts, Zürich 2020 (zit.: SETHE, Konsumentenschutz).
- SETHE ROLF / LEHMANN MATTHIAS, Internationales Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: Tietje Christan (Hrsg.), Internationales Wirtschaftsrecht, 2. Aufl., Berlin 2015.
- SETHE ROLF / WINZER KATHARINA, Der Umzug von Gesellschaften in Europa nach dem Cartesio, WM 2009, S. 536 ff.
- SHK CISG, BRUNNER CHRISTOPH (Hrsg.), Stämpflis Handkommentar zum UN-Kaufrecht – CISG, Kommentar zum Übereinkommen der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf von 1980, 2. Aufl., Bern 2014 (zit.: SHK CISG-BEARBEITER/IN).
- SHK FusG, Baker McKenzie (Hrsg.), Stämpflis Handkommentar zum Fusionsgesetz: Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts, 2. Aufl., Bern 2015 (zit.: SHK FusG-BEARBEITER/IN).
- SIEHR KURT, Ausländische Eingriffsnormen im inländischen Wirtschaftskollisionsrecht, RabelsZ 1988, S. 41 ff. (zit.: SIEHR, Eingriffsnormen).
- SIEHR KURT, Das Internationale Privatrecht der Schweiz, Zürich 2002 (zit.: SIEHR, IPR).
- SITTE MARINA, Cross-Border Vermögensübertragung aus Schweizer Sicht, Zürich 2016.
- SK FinfraG, SETHE ROLF / FAVRE OLIVIER / HESS MARTIN et al. (Hrsg.), Schulthess Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017 (zit.: SK FinfraG-BEARBEITER/IN).
- STEININGER THOMAS A., Interessenkonflikte des Verwaltungsrates, Diss. Zürich 2011.
- STEINRÖTTER BJÖRN, Beschränkte Rechtswahl im Internationalen Kapitalmarktprivatrecht und akzessorische Anknüpfung an das Kapitalmarktordnungsstatut, Modell für eine einheitliche kapitalmarktprivatrechtliche Qualifikation am Beispiel des Prospekthaftungs- und Übernahmeprivatrechts de lege lata und ferende, Diss. Jena 2014.

- STRAZZER RENÉ, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz, unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen Bieter und Aktionär, Diss. Zürich 1993.
- STREIFF ULLIN / VON KAENEL ADRIAN / RUDOLPH ROGER, Arbeitsvertrag, Praxiskommentar zu Art. 319–362 OR, 7. Aufl., Zürich 2012.
- SUPERINA MARCO, Grenzüberschreitende Transaktionen: eine Bestandsaufnahme, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, S. 171 ff.
- SUPERINA MARCO, 20 Jahre öffentliche Übernahmen in der Schweiz, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich 2018, S. 147 ff. (zit.: SUPERINA, öffentliche Übernahmen).
- TANNO CHRISTIAN, Break-up fee-Vereinbarungen in Unternehmenszusammenschlussverträgen nach schweizerischem, deutschem, britischem und US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, Diss. Zürich 2012.
- TEDJANI MEHDI, Offres publiques d'acquisition, Application internationale du droit suisse, Diss. Freiburg, Genf 2015.
- THÉVENOZ LUC, Commission des OPA et FINMA, La Commission des offres publiques d'acquisition dans la surveillance intégrée des marchés financiers, GesKR 1/2009, S. 33 ff.
- THÉVENOZ LUC / ROOS LUKAS, Opting Out, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich/Basel/Genf 2015, S. 33 ff.
- TORKA NICO, Internationales Wertpapierübernahmerecht, Eine kollisionsrechtliche Betrachtung nach Umsetzung der Übernahmerrichtlinie, Diss. Hamburg 2010.
- TRÜTEN DIRK, «Cartesio» – oder die unvollendete Revolution im Europäischen Internationalen Gesellschaftsrecht, EuZ 2009, S. 68 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF, Übernahme- und Zusammenschlussformen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, S. 1 ff. (zit.: TSCHÄNI, Übernahmeformen).
- TSCHÄNI RUDOLF, Erster Bundesgerichtsentscheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht, BGE II A. 394/2000 vom 2. Juli 2001, SZW 6/2001, S. 298 ff. (zit.: TSCHÄNI, Bundesgerichtsentscheid).
- TSCHÄNI RUDOLF, Tragweite und Auswirkungen der sog. Auktionsregel bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten, in: von der Crone Hans Caspar et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag, Zürich 2004, S. 419 ff. (zit.: TSCHÄNI, Auktionsregel).
- TSCHÄNI RUDOLF, Internationale Zusammenschlüsse von Publikumsgesellschaften (mergers of equals), in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich 2009, S. 109 ff. (zit.: TSCHÄNI, Internationale Zusammenschlüsse).
- TSCHÄNI RUDOLF, Lyondell, Pflichten des Verwaltungsrats beim Kontrollwechsel, GesKR 1/2010, S. 72 ff. (zit.: TSCHÄNI, Lyondell).
- TSCHÄNI RUDOLF, Squeeze-out, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, S. 37 ff. (zit.: TSCHÄNI, Squeeze-out).
- TSCHÄNI RUDOLF, Cases make Law: Kraft und der City Takeover Code, GesKR 1/2012, S. 113 ff. (zit.: TSCHÄNI, City Takeover Code).
- TSCHÄNI RUDOLF, Öffentliche Tauschangebote, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, S. 53 ff. (zit.: TSCHÄNI, Öffentliche Tauschangebote).
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 51 ff. (zit.: TSCHÄNI/DIEM, Pflichten).
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB, Übernahmekämpfe, Lehren aus den Fällen Forbo, Unaxis, Leica und Saia-Burgess, GesKR 1/2006, S. 54 ff. (zit.: TSCHÄNI/DIEM, Übernahmekämpfe).
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB, Das Defence- bzw. M&A-Manual, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, S. 98 ff. (zit.: TSCHÄNI/DIEM, M&A-Manual).

- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB, 20 Jahre Megadeals, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich 2018, S. 19 ff. (zit.: TSCHÄNI/DIEM, Megadeals).
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB / GABERTHÜEL TINO, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich 2020.
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB / WOLF MATTHIAS, Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 1/2009, S. 87 ff. (zit.: TSCHÄNI/DIEM/WOLF, GesKR 2009).
- TSCHÄNI RUDOLF / DIEM HANS-JAKOB / WOLF MATTHIAS, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich 2013.
- TSCHÄNI RUDOLF / FREY HAROLD / MÜLLER DOMINIQUE, Streitigkeiten aus M&A-Transaktionen, Zürich 2013.
- TSCHÄNI RUDOLF / IFFLAND JACQUES, Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 124 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF / WOLF MATTHIAS, Vertragliche Gewährleistung und Garantien, Typische Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, S. 93 ff.
- ULRICH THOMAS, Begründung oder Verstärkung einer marktbeherrschenden Stellung in der schweizerischen Fusionskontrolle, Diss. Zürich 2004.
- VERSE DIRK A., Das VW-Gesetz abermals vor dem EuGH, Vorhang zu und (fast) alle Fragen offen, EuZ 1/2014, S. 4 ff.
- VILLARD ALAIN, Versicherung und M&A, Die Auswirkungen von Unternehmenstransaktionen auf den Versicherungsschutz unter besonderer Berücksichtigung der VVG-Revision, Diss. Zürich 2012.
- VISCHER FRANK, Zwingendes Recht und Eingriffsgesetze nach dem schweizerischen IPR-Gesetz, RabelsZ 1989, S. 438 ff. (zit.: VISCHER F., Zwingendes Recht).
- VISCHER FRANK, Die Bestimmungen des Personalstatuts einer Gesellschaft, Auswirkungen der Urteile des EuGH i. S. Überseering und Inspire Art Ltd. aus schweizerischer Sicht, in: Honssell Heinrich et al. (Hrsg.), Privatrecht und Methode, Festschrift für Ernst A. Kramer, Basel 2004, S. 985 ff. (zit.: VISCHER F., Personalstatut).
- VISCHER FRANK, Die Wandlung des Gesellschaftsrechts zu einem Unternehmensrecht und die Konsequenz für das internationale Privatrecht, in: Widmer Lüchinger Corinne (Hrsg.), Recht im Wandel: ausgewählte Schriften von Frank Vischer zu seinem 90. Geburtstag, Zürich 2013, S. 379 ff. (VISCHER F., Unternehmensrecht).
- VISCHER FRANK / HUBER LUCIUS / OSER DAVID, Internationales Vertragsrecht, 2. Aufl., Bern 2000.
- VISCHER MARKUS, Qualifikation des Geschäftsübernahmevertrages und anwendbare Sachgewährleistungsbestimmungen, SZW 6/2003, S. 335 ff. (zit.: VISCHER M., Geschäftsübernahmevertrag).
- VISCHER MARKUS, Auswirkungen des Fusionsgesetzes auf Share und Asset Deals, Zugleich ein Beitrag zur Vermögensübertragung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, S. 212 ff. (zit.: VISCHER M., Auswirkungen).
- VISCHER MARKUS, Das Nachbesserungsrecht des Käufers beim Unternehmenskauf, AJP 9/2011, S. 1168 ff. (zit.: VISCHER M., Unternehmenskauf).
- VISCHER MARKUS / LIEBERHERR SAMUEL, Due diligence bezüglich Eigentum an den Aktien beim Aktienkauf, AJP 3/2016, S. 293 ff.
- VOGT HANS-UELI / BASCHUNG MANUEL, Wie weiter im Aktienrecht nach der Annahme der Volksinitiative «gegen die Abzockerei»? , GesKR 1/2013, S. 5 ff.
- VON BÜREN ROLAND, Öffentlich-rechtliche Eingriffe in Privatrechtskodifikationen am Beispiel des neuen schweizerischen Börsengesetzes, in: Malý Karel V. / Caroni Pio (Hrsg.), Kodifikation und Dekodifikation des Privatrechts in der heutigen Rechtsentwicklung (Sammelband), Prag 1998, S. 181 ff.

- VON BÜREN ROLAND / BÄHLER THOMAS, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 4/1996, S. 391 ff.
- VON BÜREN ROLAND / STOFFEL WALTER A. / WEBER ROLF H., Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich 2011.
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 1/1994, S. 1 ff. (zit.: VON DER CRONE, Interessenkonflikte).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Angebotspflicht, SZW 1997 Sonderheft, S. 44 ff. (zit.: VON DER CRONE, Angebotspflicht).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Neuere Entwicklungen im Bereich des Übernahmerechts, in: Weber Rolf H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 229 ff. (zit.: VON DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000, S. 157 ff. (zit.: VON DER CRONE, Unternehmensübernahmen).
- VON DER CRONE HANS CASPAR, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, S. 1 ff. (zit.: VON DER CRONE, Grundsätze).
- VON DER CRONE HANS CASPAR / DAENIKER DANIEL, Aktienrecht und Finanzmarktregulierung – wohin geht die Reise? SJZ 20/2016, S. 457 ff.
- VON DER CRONE HANS CASPAR / GERSBACH ANDREAS / KESSLER FRANZ J. et al., Das Fusionsgesetz, 2. Aufl., Zürich 2017 (zit.: VON DER CRONE/GERSBACH/KESSLER et al.).
- VON DER CRONE HANS CASPAR / MONSCH MARTIN / MEISSER LUZIUS, Aktien-Token, Eine privatrechtliche Analyse der Möglichkeit des Gebrauchs von DLT-Systemen, GesKR 1/2019, S. 1 ff.
- VON HEIN JAN, Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts, Die AG 2001, S. 213 ff. (zit.: VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht).
- VON HEIN JAN, Zur Kodifikation des europäischen Übernahmekollisionsrechts, ZGR 2005, S. 528 ff. (zit.: VON HEIN, Kodifikation).
- VON SAVIGNY FRIEDRICH CARL, System des heutigen Römischen Rechts, Bd. VIII, Berlin 1849, Nachdruck in: Klassiker der Rechtsliteratur, Band 6, Frankfurt am Main 2008.
- VOSER NATHALIE, Die Theorie der lois d'application immédiate im Internationalen Privatrecht, Untersuchung zur zwingenden Anwendung von Bestimmungen des schweizerischen Rechts gemäss Art. 18 IPRG, Diss. Basel 1993.
- WAGNER PFEIFER BEATRICE, Neue Risiken bei Fusion, Spaltung und Unternehmenskauf als Folge neuer Bewilligungs- und Sicherstellungspflichten für Altlasten-Grundstücke, SZW 2/2014, S. 136 ff.
- WATTER ROLF, Unternehmensübernahmen, Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Habil. Zürich 1990 (zit.: WATTER, Unternehmensübernahmen).
- WATTER ROLF, Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 1 ff. (zit.: WATTER, Pflichten).
- WATTER ROLF, Vermögensübertragung, Ausgewählte Aspekte aus der neueren Praxis, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016, S. 7 ff. (zit.: WATTER, Vermögensübertragung).
- WATTER ROLF / DUBS DIETER, Organverhaltens- und Organhaftungsregeln im Börsenrecht, AJP 11/1998, S. 1308 ff.

- WATTER ROLF / HOCH CLASSEN MARIEL, Entwicklungen des schweizerischen Übernahmerechts, Von der Selbstregulierung zu einem praxisnahen Gesetz, in: Müller-Stewens Günter et al. (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions, Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen*, Stuttgart 2016, S. 714 ff.
- WATTER ROLF / MALACRIDA RALPH, Das Börsengesetz im internationalen Kontext, in: Meier-Schatz Christian J. (Hrsg.), *Das neue Börsengesetz der Schweiz*, St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 44, Bern 1996, S. 135 ff.
- WATTER ROLF / RAMPINI CORRADO, Proxy Fights, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions III*, Zürich 2001, S. 2 ff.
- WATTER ROLF / SPILLMANN TILL, Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften, GesKR 2-3/2006, S. 94 ff.
- WATTER ROLF / WIESER CHARLOTTE, Gedanken zur Minderwert- und Schadensberechnung bei Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias / Wolf Matthias / Breitenstein Stefan / Diem Hans-Jakob (Hrsg.), *M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni*, Zürich 2010, S. 149 ff.
- WEBER PHILIPPE A. / STANCHIERI ALESSANDRO, Kotierung einer Schweizer Gesellschaft im Ausland, in: Reutter Thomas U. / Werlen Thomas (Hrsg.), *Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XI*, Zürich 2017, S. 195 ff.
- WEBER ROLF H., Finanzdienstleistungen im Spannungsfeld von Zivil- und Aufsichtsrecht, SJZ 18/2013, S. 405 ff. (zit.: WEBER R., Finanzdienstleistungen).
- WEBER ROLF H. / SETHE ROLF, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 22/2014, S. 569 ff.
- WEIBEL STEPHAN, Verkauf eigener Aktien an ausgewählte Aktionäre, SZW 5/2009, S. 353 ff.
- WERLEN SANDRA, Haftung für ausländische Gesellschaften, Sonderanknüpfung gesellschaftsrechtlicher Verantwortlichkeit, Diss. Zürich 1999 (zit.: WERLEN S., Sonderanknüpfung).
- WERLEN STEPHAN, Die Rechtsstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf, Darstellung nach Schweizerischem Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie unter Berücksichtigung des Vorschlags für eine 13. Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote, Diss. Zürich 2001 (zit.: WERLEN ST., Rechtsstellung Zielgesellschaft).
- WERLEN THOMAS, Konzeptionelle Grundlagen des schweizerischen Kapitalmarktrechts, Diss. Zürich 1994 (zit.: WERLEN T., Kapitalmarktrecht).
- WEY RENATE / HUBER LUKAS, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 3/2001, S. 144 ff.
- WILDHABER LUZIUS, Jurisdiktionsgrundsätze und Jurisdiktionsgrenzen im Völkerrecht, in: Schweizerisches Jahrbuch für internationales Recht, Band 41, Zürich 1985, S. 99 ff.
- WINKELMANN KARSTEN, Aufsicht und anwendbares Recht bei grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen, Zur Harmonisierung des europäischen Übernahmekollisionsrechts, Diss. Trier, Hamburg 2007.
- WISMER JACQUELINE, Die Suche nach der richtigen Anknüpfung typisierbarer Austauschverträge des internationalen Schuldvertragsrechts, Diss. St. Gallen 2002.
- WOLF MATTHIAS, Blocktrades, in: Reutter Thomas U. / Werlen Thomas (Hrsg.), *Kapitalmarkttransaktionen VI*, Zürich/Basel/Genf 2011, S. 1 ff.
- WOLF MATTHIAS / GABERTHÜEL TINO, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, GesKR 2/2013, S. 195 ff.
- WYLER RÉMY, Loi sur la fusion et protection des travailleurs, SZW 3/2004, S. 249 ff.
- ZÄCH ROGER, Schweizerisches Kartellrecht, 2. Aufl., Bern 2005.
- ZEMP GREGOR, Auf internationale Sicherungstransaktionen anwendbares Recht, Unter besonderer Berücksichtigung der schweizerischen und der portugiesischen Rechtsordnung, Diss. Luzern, Baden-Baden 2010.

- ZETZSCHE DIRK A. / LEHMANN MATTHIAS (Hrsg.), Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Das Internationale Finanzmarkt-, Privat- und Zivilprozessrecht Deutschlands, Österreichs, der Schweiz und Liechtensteins, Tübingen 2018 (zit.: Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-BEARBEITER/IN).
- ZIMMER DANIEL, Internationales Gesellschaftsrecht, Das Kollisionsrecht der Gesellschaften und sein Verhältnis zum internationalen Kapitalmarktrecht und zum internationalen Unternehmensrecht, Habil. Göttingen, Heidelberg 1996 (ZIMMER, Internationales Gesellschaftsrecht).
- ZIMMER DANIEL, Aufsicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen, ZGR 2002, S. 731 ff. (zit.: ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen).
- ZK Aktiengesellschaft, HANDSCHIN LUKAS (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Art. 620–659b OR, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, 2. Aufl., Zürich 2016 (zit.: ZK Aktiengesellschaft-BEARBEITER/IN).
- ZK IPRG, GIRSBERGER DANIEL / HEINI ANTON / KELLER MAX et al. (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, 2. Aufl., Zürich 2004 (zit.: ZK IPRG (2. Aufl.)-BEARBEITER/IN).
- ZK IPRG I, MÜLLER-CHEN MARKUS / WIDMER LÜCHINGER CORINNE (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, Band I, Art. 1–108, 3. Aufl., Zürich 2018 (zit.: ZK IPRG I-BEARBEITER/IN).
- ZK IPRG II, MÜLLER-CHEN MARKUS / WIDMER LÜCHINGER CORINNE (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, Band II, Art. 108a–200, 3. Aufl., Zürich 2018 (zit.: ZK IPRG II-BEARBEITER/IN).
- ZK VR, HOMBURGER ERIC, Zürcher Kommentar, Art. 707–726 OR, Der Verwaltungsrat, Bd. V/5b, Zürich 1997 (zit.: ZK VR-HOMBURGER).
- ZK ZGB Personenrecht, GAUCH PETER / SCHMID JÖRG (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Band I, Einleitung, Das Personenrecht, Art. 1–7 ZGB, 3. Aufl., Zürich 1998 (zit.: ZK ZGB Personenrecht-BEARBEITER/IN).
- ZOBL DIETER, Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998 (zit.: ZOBL, Börsenrecht).
- ZOBL DIETER, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht), SZW 3/2001, S. 105 ff. (zit.: ZOBL, Wertpapierübertragung).
- ZOBL DIETER / KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.

Materialienverzeichnis

- Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom März 1991 (zit.: Bericht Expertengruppe Vorentwurf BEHG).
- Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch zur Revision des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 29. Januar 2009 (zit.: Bericht Expertenkommission Revision BEHG).
- Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom September 2010 (zit.: Vernehmlassungsbericht Revision BEHG).
- Botschaft des Bundesrats zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht (IPR-Gesetz) vom 10. November 1982, BBl 1983, S. 263 ff. (zit.: Botschaft IPRG).
- Botschaft des Bundesrats zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993, S. 1369 ff. (zit.: Botschaft BEHG 1993).
- Botschaft des Bundesrats zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) vom 13. Juni 2000, BBl 2000, S. 4437 ff. (zit.: Botschaft FusG).
- Botschaft des Bundesrats zum Bucheffektengesetz (BEG) sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006, S. 9316 ff. (zit.: Botschaft BEG).
- Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, S. 6873 ff. (zit.: Botschaft BEHG 2011).
- Botschaft des Bundesrats zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, S. 7483 ff. (zit.: Botschaft FinfraG).
- Botschaft des Bundesrats zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, S. 8901 ff. (zit.: Botschaft FIDLEG/FINIG).
- Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, S. 399 ff. (zit.: Botschaft Revision Aktienrecht 2016).
- Erläuterungsbericht des Eidgenössischen Finanzdepartement zur Änderung der Börsenverordnung, Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 15. November 2012 (zit.: Erläuterungsbericht Revision BEHV).
- Stellungnahme der Übernahmekommission im Rahmen der Vernehmlassung zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 27. April 2010 (zit.: Stellungnahme UEK Revision BEHG).
- Stellungnahme der FINMA im Rahmen der Vernehmlassung zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 29. April 2010 (zit.: Stellungnahme FINMA Revision BEHG).

§ 1 Einleitung

Die vorliegende Dissertation beleuchtet internationale Unternehmensübernahmen in ihrer Gesamtheit aus kollisionsrechtlicher Sicht. In der Einleitung wird der Untersuchungsgegenstand der Dissertation näher umschrieben und eingegrenzt. 1

I. Übernahmepraxis in der Schweiz

Um zu eruieren, welche Fragen im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen aus Sicht der Schweiz von Bedeutung sind, lohnt sich vorab ein Blick auf die *Übernahmepraxis* in der Schweiz. 2

Der weitaus grösste Teil der Unternehmensübernahmen in der Schweiz weist einen *Auslandbezug* auf.¹ Bei den grösseren Transaktionen besteht gar bei nahezu allen Unternehmensübernahmen ein Bezug zum Ausland und selbst Übernahmen von KMU haben in der klaren Mehrheit einen grenzüberschreitenden Bezug.² Dass bei Unternehmensübernahmen in der überwiegenden Zahl der Fälle eine internationale Dimension vorliegt, ist auf vielschichtige Gründe zurückzuführen: So können als Hintergrund u. a. die Globalisierung der Wirtschaft allgemein, der Wegfall von internationalen Handelsschranken, der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt und die Marktpositionierungsmöglichkeiten genannt werden.³ 3

Das Übernahmevermögen korreliert mit den Entwicklungen der Aktienmärkte (insb. Handelsaktivität, Kursentwicklungen etc.), wobei sich in der Tendenz eine steigende Übernahmeaktivität gerade im internationalen Verhältnis er- 4

¹ So lag der Anteil von Unternehmensübernahmen in der Schweiz mit Auslandbezug in den letzten Jahren immer über 70%, siehe zu den Statistiken MENZ/BARNBECK, 2014, 116; MENZ/BARNBECK, 2013, 115; MENZ/ESCHENMOSER, 2012, 135; MENZ/ESCHENMOSER, 2011, 126; MENZ/ESCHENMOSER, 2010, 75.

² Gemessen am Transaktionsvolumen wiesen zwischen 2004 und 2014 rund 95% der Transaktionen einen Auslandbezug auf, siehe dazu SUPERINA, 180; siehe ferner die Übersicht bei TSCHÄNI/DIEM, Megadeals, 23 f., woraus ersichtlich ist, dass die neueren Grosstransaktionen alle einen internationalen Bezug aufweisen.

³ JOSENHANS, 22 ff., m. w. H.; KURER, Rechtshistorische Untersuchung, 226; Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.1 f.

kennen lässt.⁴ Gemessen am Transaktionsvolumen halten sich die öffentlichen und privaten Transaktionen über lange Zeit etwa die Waage.⁵ Wichtigste Destination für internationale Transaktionen aus Sicht der Schweiz ist Europa (angeführt von Deutschland), für den Auslandbezug von grosser Bedeutung sind aber auch die USA und zunehmend Asien.⁶ Zwar mag den regelmässigen Zeitungslesern der Eindruck entstehen, dass in erster Linie Schweizer Gesellschaften von ausländischen Unternehmen aufgekauft werden,⁷ doch erfolgten über lange Zeit gesehen mehr Zukäufe von Schweizer Unternehmen im Ausland als umgekehrt.⁸ Aktuell könnte hier jedoch eine Trendwende im Gange sein.⁹

- 5 Die überwiegende Zahl der Unternehmen in der Schweiz ist nicht kotiert. Von den grössten Schweizer Unternehmen ist jedoch eine Vielzahl an der Schweizer Börse primärkotiert, wobei ein substantieller Teil davon nicht ausschliesslich in der Schweiz kotiert ist, sondern Titel ausgegeben hat, die an weiteren Börsen notieren (*dual listing*).¹⁰ Ausländische Kotierungen sind schon deshalb regelmässig anzutreffen, weil viele Unternehmen zur Kapitalaufnahme den Zugang zu ausländischen Kapitalmärkten suchen. Daneben ist aber auch eine zunehmende Zahl Schweizer Unternehmen auszumachen, die ausschliesslich im Ausland kotiert sind.¹¹ Schliesslich sind auch unter den grössten Unternehmen solche zu finden, die gar nicht an einer Börse kotiert sind. So ist in der schweizerischen Unternehmenslandschaft allgemein eine *grosse Vielfalt von Konstellationen* auszumachen: Unternehmen mit juristischem und operativem

⁴ KURER, Rechtshistorische Untersuchung, 226; SUPERINA, 172 ff.

⁵ SUPERINA, 174; da öffentliche Übernahmen in der Regel ein deutlich grösseres Transaktionsvolumen aufweisen, bedeutet dies, dass gemessen an der Zahl der Transaktionen die privaten Transaktionen dominieren. Für eine Übersicht der Entwicklung von 2007–2017 siehe SUPERINA, öffentliche Übernahmen, 149.

⁶ BACHMANN/PLETSCHER, 177 ff.; SUPERINA, 182 ff.

⁷ Siehe etwa «Schweizer Aktien fest in ausländischer Hand», in: NZZ vom 21.8.2015, S. 30; «China ist den Chinesen nicht mehr genug», in: NZZ vom 25.10.2015, S. 23; «Übernahme von Gategroup – Chinesischer Drache beherrscht das Revier», in: NZZ vom 8.7.2016, S. 36; «Die Japaner sind die neuen Chinesen», in: NZZ vom 30.6.2017, S. 31; für die Situation in Deutschland kritisch SCHREIBER, 1 ff.

⁸ Siehe die Statistiken für den Zeitraum von 2007 bis 2014 bei SUPERINA, 179 f. So auch HEINEMANN, 25, m. w. H.

⁹ Was auch zur Frage führt, ob hier eine zusätzliche Regulierung notwendig ist, DAENIKER, Good Governance, 104 f., m. w. H.; zur möglichen Gefahr dieser Trendwende, BINDER, 265.

¹⁰ So sind diverse Schwergewichte aus dem SMI an mehreren Börsen kotiert; siehe zu *dual listings* NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 370.

¹¹ Siehe WEBER P./STANCHIERI, 196 f.

Sitz in der Schweiz, aber einer Kotierung im Ausland; Unternehmen mit juristischem Sitz in der Schweiz, operativer Tätigkeit im Ausland und Kotierung im Ausland; Unternehmen mit Inkorporation im Ausland, operativem Sitz in der Schweiz und Kotierung in mehreren Staaten; Unternehmen mit juristischem und operativem Sitz im Ausland, aber Kotierung in der Schweiz; daneben zahlreiche andere Konstellationen.¹²

Aus dem Gesagten lässt sich ableiten, dass bei Unternehmensübernahmen aus Sicht der Schweiz das *internationale Umfeld dominiert*, und zwar sowohl bei kotierten als auch privaten Gesellschaften. Dabei treten «schweizerische» Unternehmen – welche in diversen Konstellationen einen Bezug zur Schweiz aufweisen können – auf Seiten der Übernehmer auf, sind aber in gleicher Weise auch beliebte Zielobjekte von Übernahmen. Die nachfolgenden Ausführungen haben demzufolge sowohl private als auch öffentliche Übernahmen zu berücksichtigen, zudem Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften, aber auch Schweizer Übernehmern.

6

II. Untersuchungsgegenstand

1. Problemstellung

Während internationale Übernahmen aus wirtschaftlicher und politischer Sicht zu interessieren vermögen – und deshalb regelmässig die Schlagzeilen der Presse in der Schweiz prägen –,¹³ bergen sie auf jeden Fall auch juristisch komplexe Fragestellungen. Ausgangspunkt jeder juristischen Fragestellung in diesem Zusammenhang muss sein, *nach welchem Recht* sich eine solche internationale Übernahme überhaupt beurteilt.

7

Aufgrund der Komplexität und der zahlreichen strittigen Fragen ist in Deutschland (bzw. mit Blick auf die Europäische Union) im Zusammenhang mit der Problematik des anwendbaren Rechts bei Unternehmensübernahmen

8

¹² Für diese vier umschriebenen Konstellationen siehe bspw. aktuell die Transocean Ltd., die Chubb Limited, die Glencore plc und die Caterpillar Inc. (Stand 31.3.2020).

¹³ Siehe etwa «China interessiert an Schweizer Firmen», in: NZZ am Sonntag vom 16.4.2017, S. 31; «Chinesischer Drache beherrscht das Revier», in: NZZ vom 8.7.2016, S. 36; «Milliarden-Kauf von Roche», in: NZZ vom 25.8.2014, S. 1; «Lindt & Sprüngli pickt sich eine Rosine in den USA», in: NZZ vom 15.7.2014, S. 19; «Amerikanisches Valser Wasser», in: NZZ vom 10.7.2002, S. 26; siehe für eine rechtliche Einordnung BINDER, 265.

schon lange von einer *Streitfrage* mit «*Ausmass eines Glaubenskrieges*»¹⁴ die Rede bzw. von «*jahrzehntelangen Geburtswehen*»,¹⁵ während in der Schweiz diese Frage im Schrifttum noch wenig Beachtung gefunden hat. Die vorliegende Dissertation nimmt sich dieser Problematik an.

- 9 Bei einer Unternehmensübernahme handelt es sich aus *wirtschaftlicher* Sicht um einen *einheitlichen Vorgang*. Aus *rechtlicher* Sicht hingegen spielen verschiedene Regelungsbereiche ineinander. Unternehmensübernahmen spielen sich in einer *Schnittmaterie verschiedener Rechtsgebiete* ab. Namentlich treffen das Gesellschaftsrecht, das Vertragsrecht und das Recht der öffentlichen Übernahmen (bzw. das Kapitalmarktrecht) aufeinander.¹⁶ Gewisse sich aus der Übernahmesituation ergebende Fragen liegen in den Schnittbereichen der verschiedenen Normengefüge, sind mithin *hybrider Natur*. Diese können schwierig voneinander abzugrenzen bzw. gar «bis zur Untrennbarkeit miteinander vermischt» sein.¹⁷
- 10 Sodann treffen bei öffentlichen Übernahmen einerseits *privatrechtliche* Normen (v. a. Vertrags- und Gesellschaftsrecht) aufeinander, andererseits aber auch Normen *öffentlich-rechtlicher* Art (so das Kapitalmarktrecht). Wie mit den aus dem Spannungsverhältnis von Privatrecht und öffentlichem Recht resultierenden Schwierigkeiten im Übernahmerecht umgegangen werden kann, ist jedoch noch kaum geklärt.
- 11 Auf der *transnationalen Ebene* nun gestaltet sich die Situation noch komplexer. Es ist mit einem *Konglomerat* aus Normen unterschiedlicher Rechtsnatur und von verschiedenen Rechtsgebieten umzugehen, die mehreren anwendbaren Rechtsordnungen entnommen werden können. Hierfür besteht kein besonderes internationales Kollisionsrecht oder ein vereinheitlichtes zwischenstaatliches Recht.¹⁸ Die Bestimmung des anwendbaren Rechts folgt bei privat- und bei öffentlich-rechtlichen Normen zudem einer unterschiedlichen *Methodik*, was Fragen zu ihrem Verhältnis aufwirft.

¹⁴ So NEYE, 291, wonach die entsprechende kollisionsrechtliche Bestimmung in Art. 4 der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernehmerichtlinie) bei den Ratsverhandlungen im Zentrum gestanden habe.

¹⁵ So VON HEIN, Kodifikation, 528.

¹⁶ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 468 ff.

¹⁷ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 75.

¹⁸ Göthel, M&A-GÖTHEL, 21.

Der aus wirtschaftlicher Sicht einheitliche Vorgang der Übernahme steht deshalb vor einer komplexen Differenzierung auf der Anknüpfungsebene. Entstehen schon im nationalen Verhältnis bei gleichzeitiger Anwendbarkeit verschiedener Normenkomplexe Konflikte, so ist das Konfliktpotential mangels Sachrechtskoordination auf internationaler Ebene noch viel grösser. Es besteht die Gefahr – positiver oder negativer – *Normenkonflikte*.

12

2. Zielsetzung

Ziel dieser Arbeit ist es, einen *Gesamtüberblick* über die sich stellenden kollisionsrechtlichen Fragen bei einer grenzüberschreitenden Übernahme zu geben. So sollen insbesondere auch vertieft *international-privatrechtliche* Fragen beleuchtet werden, welche bisher in der Literatur trotz ihrer praktischen Bedeutung nur ansatzweise behandelt wurden.¹⁹ Ein Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit liegt auf Schnittbereichen, in denen die verschiedenen Regelungsbereiche aufeinandertreffen und es zu Konflikten kommt. Sollen Ansätze zur *Lösung von Normenkonflikten* gesucht werden, bedarf es einer Gesamtopik unter Berücksichtigung des Verhältnisses der verschiedenen Rechtsgebiete bei Normenkollisionen.

13

Auf *theoretischer Ebene* bringt die hybride Natur des Übernahmerechts aus kollisionsrechtlicher Sicht eine Vielzahl interessanter Fragen hervor, die nach einer dogmatischen Bearbeitung verlangen. Zahlreiche dieser Fragen sind von der Literatur nur teilweise abgedeckt bzw. wurden noch unter altem Recht²⁰ bearbeitet, sodass eine Adaption an die aktuelle Rechtslage notwendig ist.

14

Auf *praktischer Ebene* könnte vorgebracht werden, dass alle Fragen vertraglich gelöst würden und dabei auch international eine gewisse Vereinheitlichung auszumachen sei. Dabei wird allerdings ausser Acht gelassen, dass die vertragsautonome Gestaltungsfreiheit in der Übernahme in vielen Bereichen eingeschränkt oder gar nicht gegeben ist (so u. a. im Gesellschaftsrecht, im öf-

15

¹⁹ Im Schrifttum sind vorwiegend Beiträge zur Anwendbarkeit der Bestimmungen des *öffentlichen Übernahmerechts* zu finden. Jedoch sind auch im Bereich der *privaten Transaktionen* viele grenzüberschreitende Transaktionen auszumachen (siehe SUPERINA, 174), bei welchen diverse rechtliche Fragen aufgeworfen werden. Sodann ist die international-privatrechtliche Betrachtung auch bei der öffentlichen Übernahme für das Verhältnis zur öffentlich-rechtlichen Regelung wichtig.

²⁰ So hauptsächlich noch zum aBEHG, siehe dazu hinten [N 639 ff.](#)

fentlichen Übernahmerecht, im Sachenrecht und im Kartellrecht).²¹ Nicht selten scheitern Übernahmen schon in der Anfangsphase,²² u. U. bevor die Parteien überhaupt eine Rechtswahl treffen konnten, weshalb sich die Akteure eigentlich schon zu Beginn des Übernahmeprozesses bewusst machen müssten, nach welchem Recht sich ihre Handlungen richten. Dies umso mehr, als es im Zuge von Unternehmensübernahmen häufig zu Streitigkeiten kommt.²³ Die *praktische Relevanz* der Frage nach dem auf eine Übernahme anwendbaren Recht ist folglich gegeben.

- 16 Trotzdem – und ganz im Gegensatz zur grossen Zahl juristischer Publikationen zu Unternehmensübernahmen aus materiell-rechtlicher Sicht – wurde der Frage nach dem anwendbaren Recht im Schweizer Schrifttum noch wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Zumindest fehlt eine disziplinübergreifende Gesamtperspektive auf die Problematik.²⁴

3. Eingrenzung

- 17 Das anwendbare Recht kann *nie rein abstrakt* bestimmt werden, ohne dass die Frage nach der *internationalen Zuständigkeit* vorgelagert geprüft wird. Für diese Frage wiederum ist von grosser Bedeutung, ob die Parteien eine *Streitlösungsinstanz* gewählt haben.²⁵ Im Kontext des Übernahmerechts ist die Bestimmung des anwendbaren Rechts zudem sehr eng mit der Aufsichtszuständigkeit verbunden.²⁶ In den nachfolgenden Ausführungen werden jedoch Fragen der internationalen Gerichts- und Aufsichtszuständigkeit ausgeklam-

²¹ Siehe zu Argumenten, wieso die Bestimmung des anwendbaren Rechts in der Übernahme auch in der Praxis von grosser Bedeutung ist Göthel, M&A-GÖTHEL, 4 ff.

²² Siehe dazu «Rückzieher bei Übernahmen», in: NZZ vom 23.10.2008, S. 21.

²³ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 1.

²⁴ Siehe zur Begründung der Notwendigkeit einer Gesamtbetrachtung ausführlich [N 235 ff.](#)

²⁵ Bei grenzüberschreitenden Übernahmen wird regelmässig ein Schiedsgericht gewählt, nur in Ausnahmefällen ein staatliches Gericht. Bei internationalen Transaktionen möchte in der Regel keine Partei der anderen den «Heimgerichtsvorteil» überlassen, weshalb ein Schiedsgericht gewählt wird, so TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 100; sodann sind die rechtstechnische Komplexität und die erhöhte Vertraulichkeitserwartungen Gründe für die Wahl eines Schiedsgerichts, siehe Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil L N 895 ff. und N 963 ff., und Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 482 ff.

²⁶ ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 749 f.

mert, hierfür muss auf die Literatur verwiesen werden.²⁷ Die Fragestellung wird auf die *Sicht einer Schweizer Rechtsanwendungsinstanz* bzw. des schweizerischen Kollisionsrechts begrenzt.

Unternehmensübernahmen berühren eine Vielzahl von *Rechtsgebieten*. Die nachfolgenden Ausführungen müssen sich auf die Bereiche Gesellschaftsrecht, Vertragsrecht und öffentliches Übernahmerecht bzw. Übernahmeaufsichtsrecht konzentrieren. Daneben können sich aber in zahlreichen weiteren Rechtsgebieten in der Übernahmesituation besondere Fragen nach dem anwendbaren Recht stellen (so u. a. im Steuerrecht, Kartellrecht, Sachen- und Wertpapierrecht, Immaterialgüterrecht, Bankenrecht, Sozialversicherungsrecht, Datenschutzrecht, Arbeitsrecht, Strafrecht und Mietrecht). Das *Kartellrecht* – insbesondere die Fusionskontrolle – kann bei einer Übernahme eine zentrale Rolle spielen.²⁸ Da es sich beim Fusionskontrollrecht um eine umfassende, aber stark eigenständige Problematik (ohne grosse Überschneidungen zu den anderen Gebieten) handelt und zur Problematik der räumlichen Anwendung umfassende Literatur vorhanden sowie eine langjährige Praxis der entsprechenden Behörden auffindbar ist, soll diese Thematik nachfolgend ausgeklammert werden.²⁹ Dasselbe gilt für *steuerrechtliche* Themen im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen.³⁰

18

Übernahmen können in verschiedensten *Transaktionsformen* ausgestaltet werden, insbesondere weil der Kreativität der Anwälte bei der Kombination von verschiedenen Transaktions- und Übernahmearten im internationalen Umfeld – auch aus steuerlichen Gründen – wenig Grenzen gesetzt sind.³¹ Der Gang der vorliegenden Untersuchung wird auf *Unternehmensübernahmen* begrenzt im Unterschied zu *Unternehmenszusammenschlüssen* bzw. Fusionen.

19

²⁷ Siehe hierzu im Zusammenhang mit M&A-Streitigkeiten etwa TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, *passim*; allgemein zur Zuständigkeit im internationalen Privatrecht statt vieler SCHNYDER/LIATOWITSCH, 97 ff.

²⁸ Siehe dazu etwa DUCREY, 127 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 530 ff.; ULRICH, 1 ff.

²⁹ Siehe BÄR, *Auswirkungsprinzip*, 87 ff., m. w. H. Zur Praxis etwa für das europäische Fusionskontrollrecht siehe die konsolidierte Mitteilung der Kommission zu Zuständigkeitsfragen gemäss der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen. Zur Literatur im Allgemeinen statt vieler ALISTAIR, 1 ff.; DABBAH, 1 ff.

³⁰ Siehe zu dieser Thematik BIRCHER-ZIMMERMANN, 1 ff.; HINNY, 257 ff.; SCHENKER, *Unternehmenskauf*, 605 ff.

³¹ Siehe dazu hinten [N 40 ff.](#)

- 20 Die grenzüberschreitende *Fusion* (und ebenso die Sitzverlegung, die Spaltung und die Vermögensübertragung) kennen eine ausführliche gesetzliche Regelung in Art. 161–164b IPRG. Zu diesen international-privatrechtlichen Regelungen existiert auch eine umfassende Kommentierung.³² In der Praxis kommen auf internationaler Ebene solche Transaktionen jedoch kaum vor, denn selbst Unternehmenszusammenschlüsse werden in der Regel nicht als internationale Fusion im Sinne des IPRG, sondern als (öffentliche) Übernahmeangebote ausgestaltet (Quasifusion durch Tauschangebot).³³ Das IPRG sieht demzufolge zwar eine ausführliche Regelung von grenzüberschreitenden Transaktionen vor, der wichtigste Tatbestand der (öffentlichen) Übernahme ist jedoch nicht davon erfasst.

4. Gang der Untersuchung

- 21 Nachdem in die Problemstellung eingeführt wurde, werden in einem ersten Teil die Grundlagen für die grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen erarbeitet. Hierfür wird zuerst in das Umfeld der Unternehmensübernahmen und insbesondere der grenzüberschreitenden Übernahmen eingeführt und auf die verschiedenen Arten der Übernahme eingegangen (§ 2). Sodann werden die verschiedenen für die Übernahme relevanten Regelungsbereiche im materiellen Recht (§ 3) und im Anschluss die kollisionsrechtlichen Grundlagen (§ 4) dargestellt.

³² Zu grenzüberschreitenden Fusionen siehe die Dissertationen von BESSENICH, Grenzüberschreitende Fusion; BRAUCHLIN; BÜHLER, Grenzüberschreitende Fusion; zu den Bestimmungen des IPRG statt vieler BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 161 ff., m. w. H. sowie ZK IPRG II-MARTINI, Vor Art. 161–164b N 1 ff.

³³ Grenzüberschreitende Fusionen machen schon aus steuerlichen Überlegungen und aufgrund der Komplexität, die sich aus der Geltung mehrerer Rechtsordnungen ergeben würde, wenig Sinn, TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 249 sowie 304; BERETTA, 360 f.; gemäss HÖHN/LANG/ROELLI, 2, und HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 118 f. und 173 f., kommen grenzüberschreitende echte Fusionen in der Praxis *nie* vor, stattdessen werden Übernahmeangebote genutzt; ähnlich NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 81. Vor Inkrafttreten des FusG hingegen war dies in der Praxis noch einfacher möglich. Nach TSCHÄNI/DIEM, Megadeals, 30 und 35, kommt eine Fusion heute primär bei Zusammenschluss von zwei gleichwertigen Schweizer Gesellschaften in Frage, nicht jedoch grenzüberschreitend. Selbst (v. a. aus politischen Gründen) prominent als «merger of equals» oder «Zusammenschluss unter Gleichen» präsentierte «Fusionen» wie der Zusammenschluss von Lafarge und Holcim im Jahr 2015 waren in rechtlicher Hinsicht als Übernahme- bzw. Tauschangebote ausgestaltet. Dabei ist besonders bei grossen Transaktionen eine noch stärkere Tendenz zur Ausgestaltung als Übernahmeangebote auszumachen, siehe TSCHÄNI/DIEM, Megadeals, 23 f.

Anschliessend wird die Bestimmung des anwendbaren Rechts in der grenzüberschreitenden Übernahmesituation untersucht. Zuerst wird im zweiten Teil das internationale Privatrecht der Unternehmensübernahme dargestellt (§ 6–9), wobei die Darstellung nach den einzelnen Rechtsgebieten getrennt erfolgt. Im Anschluss wird das besondere Kollisionsrecht der öffentlichen Übernahme ausführlich dargelegt (§ 10–12). Schliesslich folgt im vierten Teil eine kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung der Übernahmesituation (§ 14–16), in welcher auf das internationale Verhältnis von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht eingegangen wird und Erkenntnisse aus einer kollisionsrechtlichen Gesamtperspektive gewonnen werden sollen, insbesondere für den Umgang mit (positiven und negativen) Normenkonflikten. Eine Schlussbetrachtung präsentiert die wichtigsten Erkenntnisse.

22

Erster Teil: Grundlagen

§ 2 Die grenzüberschreitende Unternehmensübernahme

In diesem Teil der Arbeit sollen die rechtlichen und praktischen Grundlagen der Thematik erarbeitet werden. Dazu wird in die Thematik der Übernahme und der Internationalität eingeführt und die Begrifflichkeiten werden definiert. Sodann sollen die für die Übernahme relevanten Regelungsbereiche kurz beleuchtet werden (§ 3). Schliesslich werden die kollisionsrechtlichen Grundlagen skizziert, welche für die Bestimmung des anwendbaren Rechts von Bedeutung sind (§ 4).

23

I. Begriff der Unternehmensübernahme und Eingrenzung

1. Begriff der Übernahme

Eine *Unternehmensübernahme* (oder *Unternehmensakquisition*³⁴) ist der Erwerb der Kontrolle über ein Unternehmen.³⁵ Ein *Unternehmen* ist in der Schweizer Rechtsordnung ein Komplex von Sachen, Rechten und Chancen (oder in der moderneren Theorie ein «nexus of contracts»), welcher eine wirtschaftliche bzw. organisatorische Einheit bildet.³⁶ Das Unternehmen selbst ist nicht eigenständiges Rechtssubjekt, sondern gehört einem Inhaber – dem Unternehmensträger –, in der Regel einer juristische Person oder einer (Personen-)Gesellschaft.³⁷ Unternehmen können deshalb aus rechtlicher Sicht – entgegen dem deshalb nicht ganz präzisen Begriff der «Unternehmensüber-

24

³⁴ Nachfolgend wird in erster Linie der Begriff Unternehmensübernahme als Überbegriff für die verschiedenen Transaktionsformen verwendet (ihm weitgehend gleichgestellt sind die Begriffe Akquisition, Takeover und Unternehmenskauf).

³⁵ FISCHER C., 18; JOSENHANS, 29; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 2; ZK VR-HOMBURGER, Art. 717 OR (Exkurs Übernahmekampf) N 976.

³⁶ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, 8 f.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSE/SETHE, § 5 N 10 ff. Zur Theorie des «nexus of contracts» siehe etwa KORNHAUSER, 1449 ff.; zur Frage der Unternehmen als «soziale Wesen» WATTER/SPILLMANN, 102 f.

³⁷ Beisel/Klumpp, Unternehmenskauf-BEISEL, § 1 N 24; Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.6.

nahme» – nicht als solche übertragen werden.³⁸ In den meisten Fällen wird der Unternehmensträger übernommen, es existiert aber eine Vielzahl an Transaktionsformen.³⁹

- 25 Der Begriff «Übernahme» bedeutet, dass die Verfügungsgewalt auf eine Drittperson übergeht.⁴⁰ Dabei gibt der ursprüngliche Inhaber die Kontrolle über das Unternehmen freiwillig oder unfreiwillig ab.⁴¹ Aus wirtschaftlicher Optik kann eine Übernahme aus verschiedensten Gründen geschehen.⁴² Aus rechtlicher Sicht bildet die Grundlage für die Übernahme ein – zumeist umfassendes und komplexes – Vertragswerk.⁴³

2. Formen der Übernahme

- 26 Unternehmensübernahmen können nach verschiedenen Kriterien unterteilt werden. So ist eine Gliederung nach rechtlicher Transaktionsstruktur (Aktienkauf, Vermögensübertragung, Dreiecksfusion, öffentliches Übernahmeangebot etc.) möglich, aber auch nach den Motiven der Übernahme (Diversifikation, Expansion, Management Buy-Out etc.) oder nach der Art der Finanzierung (Leveraged Buy-Out, Eigenkapitalfinanzierung, All-Cash-Transaktion etc.) und steuerlichen Gesichtspunkten (direkte oder indirekte Übernahme).⁴⁴ Nachfolgend ist auf die Formen der *rechtlichen* Ausgestaltung der Transaktion einzugehen, da diese auch für die kollisionsrechtliche Beurteilung von Bedeutung sind.

2.1. Anteilskauf vs. Betriebskauf

- 27 Als Transaktionsformen kommen bei einer Übernahme in erster Linie die zwei «klassischen» Formen in Frage: der Share Deal und der Asset Deal.⁴⁵ Es hat sich national wie international die angloamerikanische Terminologie durchgesetzt, wonach man den Anteils- oder Beteiligungskauf als Share Deal und den Kauf

³⁸ TSCHÄNI, Übernahmeformen, 3.

³⁹ Siehe etwa WATTER, Unternehmensübernahmen, 46 ff., sowie hinten [N 40 ff.](#)

⁴⁰ Zum Zusammenhang zwischen Verfügungsgewalt und Leitungsmacht siehe hinten [N 31 ff.](#)

⁴¹ TSCHÄNI, Übernahmeformen, 4.

⁴² SCHENKER, Unternehmenskauf, 2 ff.

⁴³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 59 ff.

⁴⁴ Siehe etwa WATTER, Unternehmensübernahmen, 46 ff.; sodann TSCHÄNI, Übernahmeformen, 3 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 4 ff.

⁴⁵ TSCHÄNI, Übernahmeformen, 4 ff.

von Wirtschaftsgütern des Unternehmens als Asset Deal bezeichnet.⁴⁶ Beim *Share Deal* erwirbt der Käufer das Unternehmen bloss indirekt, indem er alle Anteile an einer juristischen Person erwirbt.⁴⁷ Die übertragene Gesellschaft bleibt bei dieser Transaktionsform grundsätzlich mit all ihren Beziehungen zu Drittparteien bestehen. Beim *Asset Deal* (auch Betriebskauf, Geschäftsübernahme, Vermögensübertragung etc.) hingegen erwirbt der Käufer direkt die Aktiven und Passiven des Unternehmens sowie dessen Verträge und Rechtsbeziehungen.⁴⁸ Die letztere Form der Transaktion erweist sich als wesentlich komplexer, da kein einheitlicher Kaufgegenstand vorliegt, sondern eine Vielfalt an Sachen, Rechten, Verpflichtungen und immateriellen Werten übertragen werden muss.⁴⁹

Aus diesem Grund geschehen in der Praxis Übernahmen überwiegend in Form des *Share Deals*.⁵⁰ Besonders im internationalen Verhältnis gestaltet sich eine Übernahme in Form eines Betriebskaufs noch komplexer,⁵¹ sodass solche in der Praxis von untergeordneter Bedeutung sind.⁵² Deshalb konzentriert sich die vorliegende Arbeit auf die Unternehmensübernahme in Form des *Share Deals*. Auf Ausführungen zu Problematiken des grenzüberschreitenden *Asset Deals* wird – aufgrund der Vielzahl rechtlich interessanter Fragen – aber vereinzelt eingegangen.

Bei grenzüberschreitenden Übernahmen mit Bezug zur Schweiz sind in der überwiegenden Zahl der Fälle Aktiengesellschaften betroffen,⁵³ weshalb nachfolgend die Ausführungen zur Aktiengesellschaft sowie zum Aktienkaufvertrag im Zentrum stehen. Jedoch ist ein *Share Deal* auch bei anderen Gesellschaftsformen denkbar und etwa der grenzüberschreitende Kauf der Stammanteile

⁴⁶ Göthel, M&A-GÖTHEL, 9.

⁴⁷ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 895 ff.; MEYER S., Vendor Due Diligence, 11 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, 21; WATTER, Unternehmensübernahmen, 46 ff.

⁴⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, 19. Siehe dazu die Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. FusG sowie Art. 181 OR.

⁴⁹ Siehe ausführlich WATTER, Vermögensübertragung, 7 ff.

⁵⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 83. Gemäss WATTER, Vermögensübertragung, 8 f., ist aber eine Zunahme von Betriebskäufen zu verzeichnen, v. a. aus steuerlichen Gründen.

⁵¹ SITTE, 25 ff.

⁵² Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 896.

⁵³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 59.

einer GmbH auch in der Praxis anzutreffen.⁵⁴ Das internationale Privatrecht geht von einem sehr weiten Gesellschaftsbegriff aus und erfasst alle Gesellschaften in grundsätzlich gleicher Weise, sodass einem Grossteil der Ausführungen zur Aktiengesellschaft allgemeine Bedeutung zukommt.⁵⁵

2.2. Beteiligungskauf vs. Kontrollübernahme

- 30 Beim Kauf von Anteilen an einer Gesellschaft stellt sich die Frage, ab welchem Umfang des Erwerbs einer Beteiligung von einer *Kontrollübernahme* gesprochen werden kann und wann bloss eine Investition in Form einer (Minderheits-)Beteiligung vorliegt.
- 31 Von einer Übernahme kann erst gesprochen werden, wenn der Übernehmer eine Beteiligung in einem Umfang erwirbt, die ihm die *Möglichkeit* gibt, *tatsächlich* die *Kontrolle* über das Unternehmen auszuüben, d. h., die Geschicke der Gesellschaft zu bestimmen, indem er die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft direkt oder indirekt lenken, die Organe der Gesellschaft wählen und in anderer Weise wesentlich die Entscheidungsfindung in der Gesellschaft beeinflussen kann.⁵⁶
- 32 Aus rechtlicher Sicht ist beim Share Deal⁵⁷ zur Ausübung der Kontrolle eine absolute Mehrheit der Aktienstimmen notwendig.⁵⁸ Eine unbegrenzte Beherrschung garantiert jedoch selbst eine qualifizierte Mehrheit nicht, denn die

⁵⁴ Ein Beispiel ist etwa die Übernahme der U.S. Robotics (Schweiz) GmbH durch U.S. Robotics Americas LLC (USA) im Jahr 2008; viel verbreiteter ist eine GmbH-Übernahme in Deutschland, wobei hierfür regelmässig Schweizer Notare beigezogen werden (aufgrund der hohen Transaktionskosten bei einer Abwicklung in Deutschland), siehe Göthel, M&A-GÖTHEL, 327 ff.

⁵⁵ Das IPRG erfasst unter dem Begriff «Gesellschaft» jegliche organisierten Personenzusammenschlüsse unabhängig von ihrer Organisationsform oder Zweckverfolgung, so jegliche Gesellschaftsformen von Kapital- oder Personengesellschaften, Vereine, gesetzliche Personenverbindungen etc. des In- und Auslands; siehe dazu etwa BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 150 N 1 ff.

⁵⁶ WÄTTER, Unternehmensübernahmen, 64 ff.; ZK VR-HOMBURGER, Art. 717 OR (Exkurs Übernahmekampf) N 976. Zur Streitfrage, ob dem Kontrollprinzip (Möglichkeit der Kontrolle genügt) oder dem Leitungsprinzip (Kontrolle muss tatsächlich ausgeübt werden) den Vortritt zu geben ist, siehe etwa KUNZ, Konzernrecht, 11 f.

⁵⁷ Ausserhalb des Übernahmerechts findet sich teilweise ein weiterer Kontrollbegriff, vgl. etwa Art. 963 Abs. 2 OR oder Art. 4 Abs. 3 lit. b KG.

⁵⁸ Art. 703 f. OR; wer die Mehrheit der Aktien erwirbt, kann den Verwaltungsrat der Gesellschaft neu besetzen und so die Kontrolle über die Geschäfte übernehmen.

Rechte der Minderheitsaktionäre beschneiden die Beherrschung durch den Mehrheitsaktionär.⁵⁹ Andererseits zeigt die Praxis, dass eine faktische Beherrschung – je nach Struktur des Aktionariats – schon mit viel geringerer Beteiligung möglich ist.⁶⁰ Auch das Gesetz geht davon aus, dass eine börsenkotierte Gesellschaft schon mit 331/3 Prozent Beteiligungsanteil kontrolliert werden kann, da es dort die Schwelle zur Angebotspflicht festsetzt.⁶¹ Bei einem stark zersplitterten Aktionariat muss die Grenze zur faktischen Kontrollmöglichkeit aber u. U. noch weit tiefer angesetzt werden.⁶²

Aus den genannten Gründen können keine allgemeinen Schwellenwerte festgelegt werden, ab welchem Aktienanteil die Kontrolle über ein Unternehmen tatsächlich gegeben ist. Nachfolgend soll unter Unternehmensübernahme nicht schon jeder Beteiligungserwerb verstanden werden, sondern erst der Erwerb der Kontrolle einer Gesellschaft. Dabei wird nachfolgend aber nicht auf eine feste prozentuale Höhe des Anteils abgestellt, sondern auf denjenigen Anteil, welcher dem Erwerber unter den konkret gegebenen Umständen eine kontrollierende Mehrheit gibt. Gerade bei kotierten Gesellschaften wird diese Schwelle regelmässig bei den – die Angebotspflicht auslösenden – 331/3 Prozent anzutreffen sein.

33

2.3. Private vs. öffentliche Transaktionen

Für die Fragestellung der vorliegenden Arbeit von zentraler Bedeutung ist auch die Differenzierung in öffentliche und private Übernahmen. Als «privat» werden Gesellschaften bezeichnet, deren Anteile nicht an einer Börse kotiert sind.⁶³ Diesen stehen die börsenkotierten Gesellschaften gegenüber, deren

34

⁵⁹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 66.

⁶⁰ Siehe zur Problematik etwa DAENIKER, Kontrolle, 434 ff. Insb. bei einer atomisierten Aktionariatsstruktur mit nur einem Grossaktionär kommt diesem in der Praxis regelmässig eine faktische Beherrschung zu auch mit relativ geringer prozentualer Beteiligung. Siehe dazu etwa die umfassende Literatur zur Meldepflicht gemäss Börsenrecht, z. B. KURZBEIN, 1 ff.; sodann GRUBER, 44 ff. mit einer ausführlichen Darstellung der Beteiligungsschwelle für einen Kontrollerwerb. Die Beherrschung hängt von zahlreichen Faktoren ab, u. a. von der regelmässigen Aktionärspräsenz an der Generalversammlung, der Ausgabe von Stimmrechtsaktien, dem Corporate Governance-System sowie der Ausgestaltung der Statuten. Im Wettbewerbsrecht kommt dem Begriff der Kontrollübernahme ebenfalls eine zentrale Bedeutung zu und ist viel breiter gefasst, sodass eine Kontrollübernahme schon mittelbar durch Vertragsabschlüsse gegeben sein kann, siehe ZÄCH, 350 f.

⁶¹ Art. 135 Abs. 1 FinfraG.

⁶² HÖHN/LANG/ROELLI, 2; SCHENKER, Übernahmerecht, 112.

⁶³ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.14.

Anteile (oder Teile davon) an einem Handelsplatz gehandelt werden bzw. kotiert sind (teilweise auch Publikumsgesellschaften genannt).⁶⁴ In diversen Rechtsgebieten erfolgt eine zweigeteilte Behandlung von privaten und börsenkotierten Gesellschaften.⁶⁵ So ist auch – oder insbesondere – im Bereich der Unternehmensübernahmen eine spezialgesetzliche Regelung für kotierte Gesellschaften (das öffentliche Übernahmerecht bzw. das Übernahmemaufsichtsrecht)⁶⁶ gegeben, woraus sich auch die Besonderheiten der öffentlichen Übernahmeangebote ergeben (*Public Tender Offers*).⁶⁷

- 35 Öffentliche Übernahmeangebote und private Übernahmen folgen grundlegend unterschiedlichen rechtlichen Transaktionsstrukturen. Während private Übernahmen individuell zwischen Käufer und Verkäufer verhandelt werden, erfolgt beim öffentlichen Übernahmeangebot ein vollständig ausgearbeitetes Angebot an alle Aktionäre.⁶⁸ Von privaten Transaktionen wird nachfolgend gesprochen, wenn das Recht für kotierte Gesellschaften auf eine Übernahme nicht anwendbar ist, was insbesondere dann der Fall ist, wenn die Zielgesellschaft nicht kotiert ist.⁶⁹ Demgegenüber sind öffentliche Transaktionen gegeben, wenn das besondere Recht für öffentliche Übernahmen kotierter Gesellschaften anwendbar ist. Dabei sind aber immer auch die weiteren rechtlichen und praktischen Unterschiede in der Transaktionsgestaltung zu beachten.
- 36 In der Praxis finden zahlreiche grosse internationale Übernahmen in der Form von öffentlichen Übernahmen statt.⁷⁰ Zahlenmässig sind jedoch mehr private

⁶⁴ Siehe Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 OR.

⁶⁵ Siehe SCHENKER, *Kotierte Gesellschaften*, 2 ff.; für das Aktienrecht etwa VON DER CRONE/DAENIKER, 457 ff.

⁶⁶ Bzw. auch *Börsenrecht*, da die Grundlage früher im Börsengesetz zu finden war; oder Börsengesellschaftsrecht aufgrund der zahlreichen Überschneidungen mit dem *Gesellschaftsrecht*. Da die rechtliche Grundlage sich nun primär im FinfraG findet, wird terminologisch Übernahmemaufsichtsrecht bevorzugt, dazu ausführlicher hinten [N 76](#).

⁶⁷ VON DER CRONE, *Unternehmensübernahmen*, 157 ff. Vgl. ausführlicher hinten [N 75 ff.](#); statt vieler ausführlich zu öffentlichen Übernahmen EPPER, 1 ff.

⁶⁸ Ausführlich etwa TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 55 ff. und 366 ff.

⁶⁹ Sonderfälle stellen etwa *Blocktrades* dar (dazu WOLF, 5 ff.), bei denen es zwar um Transaktionen mit kotierten Aktien geht, ohne dass jedoch das besondere Recht für öffentliche Kaufangebote anwendbar ist.

⁷⁰ Siehe etwa die folgenden Beispiele aus der schweizerischen Praxis: öffentliches Kaufangebot auf die Implenia AG im Jahr 2008; öffentliches Kaufangebot auf die Nobel Biocare AG im Jahr 2014; öffentliches Kaufangebot auf die Syngenta AG im Jahr 2016; öffentliches Kaufangebot auf die Actelion Ltd. im Jahr 2017.

Transaktionen auszumachen⁷¹ und es finden sich in der Schweiz auch zahlreiche grosse Unternehmen, welche nicht an einer Börse gelistet sind.⁷² Deshalb wird in der vorliegenden Untersuchung der Fokus nicht alleine auf das öffentliche Übernahmerecht gelegt, sondern es werden auch die rechtlichen Probleme bei privaten Transaktionen betrachtet.

2.4. Übernahmeangebot vs. Auktionsverfahren

Bei den Formen der Übernahme muss auch zwischen den Verfahren unterschieden werden, wie es überhaupt zur Übernahme kommt. Der Kauf eines privat gehaltenen Unternehmens kommt häufig im Rahmen einer *Unternehmensauktion* zustande. Unter einem Auktionsverfahren versteht man den vom Verkäufer im Hinblick auf einen Verkauf des Unternehmens organisierten Prozess.⁷³ Der Verkäufer kontrolliert den Prozess, indem er den Verkauf initiiert, diesen ankündigt und gleichzeitig mehreren potenziellen Käufern die Gelegenheit gibt, eine Offerte für die Zielgesellschaft abzugeben, mit dem Ziel, durch die geschaffene kompetitive Situation eine für ihn (d. h. insb. hinsichtlich des Preises) möglichst attraktive Offerte annehmen zu können.⁷⁴

Bei einem «normalen» Kaufangebot hingegen geht die Initiative vom Übernehmer aus, d. h., dieser tritt mit einer entsprechenden Absichtsausserung oder einer Kaufofferte an die Zielgesellschaft bzw. die Aktionäre heran. Regelmässig geht dem Kauf ein Verhandlungsverfahren voran, im Zuge dessen schon Absichtserklärungen unterzeichnet werden (*Letter of Intent* oder *Memorandum of Understanding*).⁷⁵ Im Gegensatz zum individuell ausgehandelten Unternehmenskauf steht das öffentliche Übernahmeangebot, bei welchem allen Aktionären öffentlich ein vollständig ausgearbeitetes Angebot zur Annahme unterbreitet wird.⁷⁶

⁷¹ Siehe dazu vorne [N 5](#).

⁷² Dass auch sehr gewichtige Gesellschaften nicht immer an einer Börse kotiert sind, zeigt das Beispiel eines der umsatzstärksten Schweizer Unternehmens, der Glencore International AG, die bis im Sommer 2011 nicht an der Börse war und dies bei einem Umsatz von rund CHF 145 Mia., dazu «Glencore öffnet sich dem Publikum», in: NZZ vom 15.4.2011, S. 1. Oder etwa das Beispiel der DKSH Holding AG, die trotz des Milliardenumsatzes erst im Jahr 2012 an die Börse ging, dazu «Die DKSH geht an die Börse», in: NZZ vom 9. März 2012, S. 35.

⁷³ SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 126.

⁷⁴ KURER, 160.

⁷⁵ MEYER S., Vendor Due Diligence, 29; SCHENKER, Unternehmenskauf, 25 ff.

⁷⁶ Siehe dazu hinten [N 78 ff.](#)

- 39 Das Auktionsverfahren weist im Vergleich mit vom Käufer initiierten Übernahmeverfahren diverse rechtliche Besonderheiten auf.⁷⁷ Das Rechtsverhältnis zwischen Verkäufer und Bietern während des Auktionsverfahrens ist als vertragsrechtliches Verhandlungsverhältnis zu qualifizieren.⁷⁸ Im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung sind die Besonderheiten des Auktionsprozesses und die Unterschiede zwischen den verschiedenen Übernahmeverfahren zu berücksichtigen.

2.5. Weitere Übernahmeformen und Abgrenzung zu Unternehmenszusammenschlüssen

- 40 Der Unternehmenskauf (als Share Deal oder Asset Deal) ist nur eine Möglichkeit, ein Unternehmen zu übernehmen. Daneben gibt es weitere Transaktionsformen, die zumindest im Ergebnis einer Übernahme gleichkommen. Nachfolgend sollen deshalb kurz weitere Übernahmetatbestände dargestellt werden. Der Übergang zu Unternehmenszusammenschlüssen ist fließend.⁷⁹ Der Hauptunterschied zwischen einer Unternehmensübernahme und einer «echten» Fusion liegt darin, dass bei der Fusion eine Verschmelzung erfolgt, bei der eine Gesellschaft aufgelöst wird, wohingegen bei Übernahmen die beteiligten Unternehmen grundsätzlich bestehen bleiben.⁸⁰ Während bei Übernahmen eines der beteiligten Unternehmen das andere unter seine Kontrolle bringt, bleiben bei Zusammenschlüssen die Kontrollverhältnisse zwischen den

⁷⁷ Bevor der eigentliche Unternehmenskaufvertrag zustande kommt, werden schon diverse Verträge eingegangen (im Zentrum stehen Vertraulichkeitsvereinbarungen), welche das Auktionsverfahren regeln, und der Verkäufer stellt Informationen über die Zielgesellschaft zur Verfügung (in einem *Information Memorandum* und *Procedure Letter* werden Unternehmen und Auktionsverfahren beschrieben, siehe SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 129 ff.; teilweise wird zur Informationsbeschaffung eine *Vendor Due Diligence* durchgeführt, siehe hierzu MEYER S., *Vendor Due Diligence*, 1 ff.). Anschliessend werden Auktionsrunden durchgeführt, wobei die Interessenten zuerst nur indikative und schliesslich bindende Angebote einreichen (*Preliminary Bids* und *Final Bids*)(TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 39). Erst dann wird der Kaufvertrag zwischen dem Veräusserer und dem Bieter mit dem attraktivsten Angebot abgeschlossen.

⁷⁸ So die h. L., siehe KURER, 172 f.; SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 129 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 40; a. A. SCHENKER, Unternehmenskauf, 474.

⁷⁹ Bzw. können Fusionen und Übernahmen gar kombiniert werden, etwa indem die Angebotspflicht mittels Fusion erfüllt wird, siehe für ein Beispiel Empfehlung 0372/01 der UEK vom 6.6.2008 i. S. Hiestand Holding AG, E. 1.2.

⁸⁰ Ausführlich zur Fusion nach FusG siehe etwa ALTENBURGER/CALDERAN/LEDERER, 7 ff.

Beteiligten (zumindest begrifflich) neutral.⁸¹ Wie nachfolgend ersichtlich werden wird, lassen sich Übernahmen und Zusammenschlüsse nicht immer einfach abgrenzen.

In der internationalen Übernahmepraxis von grosser Bedeutung ist die Dreiecksfusion (*Triangular Merger*). Bei der Dreiecksfusion gründet die Übernehmerin im Staat der Zielgesellschaft eine Tochtergesellschaft, welche mit der Zielgesellschaft fusioniert, sodass in der Konsequenz die Zielgesellschaft zu einer direkten oder indirekten Tochtergesellschaft der Übernehmerin wird.⁸² Diese Transaktionsform ist im grenzüberschreitenden Umfeld deshalb so interessant, weil auf diese Weise ausländische Unternehmen übernommen werden können, die Fusion aber nach der Rechtsordnung nur eines Staates geschehen kann.⁸³ Die Dreiecksfusion ist aus Sicht der Schweiz praktisch nur bei Übernahmen von ausländischen Gesellschaften durch eine schweizerische Gesellschaft wichtig, da sie in der Regel einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfordert und die Hürden hierfür nach dem schweizerischen FusG hoch sind.⁸⁴ Bei grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen ist also immer auch die Form der Dreiecksfusion zu berücksichtigen, die zwar formal eine Fusion umfasst, aber doch materiell als Übernahmeform zu qualifizieren ist.⁸⁵ Daneben ist in gewissen Jurisdiktionen auch das *Scheme of Arrangement* als ähnliche Transaktionsgestaltung anzutreffen.⁸⁶ Dem Schweizer Recht ist diese anglosächsische Rechtsfigur jedoch unbekannt, weshalb aus Sicht der Schweiz nicht weiter darauf einzugehen ist. Da die Dreiecksfusion rechtlich im

41

⁸¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 2. Dies gilt jedoch nicht bei der Absorptionsfusion, wo eine Beherrschung auch zu finden ist, weshalb hier zur Abgrenzung auf die Verschmelzung abzustellen ist.

⁸² GERHARD/SCHIWOW, 191 ff. In der Regel werden die ursprünglichen Aktionäre der Zielgesellschaft im Rahmen der Fusion mit Aktien der Übernehmerin entschädigt.

⁸³ TSCHÄNI, Internationale Zusammenschlüsse, 126; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 306 f.; siehe für ein Beispiel eines internationalen *Triangular Mergers* etwa Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd.

⁸⁴ Gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG sind 90% der Stimmrechte notwendig, um einen solchen *Squeeze Out Merger* durchzuführen; in anderen Staaten hingegen ist dies schon ab 50% der Stimmrechte möglich; siehe dazu GERHARD/SCHIWOW, 195.

⁸⁵ Ähnliche Transaktionsstrukturen sind auch bei Verlegungen des Domizils (*Redomiciliation Transactions*) von Gesellschaften anzutreffen, siehe SCHÄRER H./OSER, *Redomiciliation Transactions*, 77 ff.

⁸⁶ So etwa beim Zusammenschluss von Xstrata und Glencore im Jahr 2012, siehe TSCHÄNI/DIEM, *Megadeals*, 24 und 35 f.

Wesentlichen aus einer Fusion nach dem jeweils massgeblichem Recht einer Rechtsordnung besteht, wird sie in der nachfolgenden Untersuchung ausklammert.

- 42 Eine weitere Mischform aus Zusammenschluss und Übernahme bildet die *Quasifusion*, welche bei grenzüberschreitenden Transaktionen in der Praxis ebenfalls bedeutend ist.⁸⁷ Dabei erwirbt die Übernehmerin die Aktien der Zielgesellschaft und gibt deren Gesellschaftern im Gegenzug eigene Aktien aus.⁸⁸ Es handelt sich um ein Tauschangebot, wobei die Abgeltung auch mit einer finanziellen Entschädigung in bar verbunden sein kann.⁸⁹ Aus rechtlicher Optik handelt es sich um ein Übernahmeangebot (oder eben Tauschangebot) und es bleiben beide Gesellschaften bestehen. Faktisch hingegen liegt insofern eine «Fusion» vor, als auch die Aktionäre der «übernommenen» Gesellschaft letztlich an der Übernehmerin beteiligt sind.⁹⁰ Im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung wird die Quasifusion in die Betrachtung einbezogen, da die Entschädigung bei einem Grossteil der öffentlichen Übernahmen (zumindest auch) in Form von Aktien erfolgt.

3. Eingrenzung und Definition der Übernahme

- 43 In der weiteren Untersuchung wird von den nachfolgenden Begrifflichkeiten ausgegangen:
- 44 Unter *Übernahme* werden in den weiteren Ausführungen Sachverhalte erfasst, in denen eines der beteiligten Unternehmen ein anderes unter seine Kontrolle

⁸⁷ Für Praxisbeispiele siehe TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 159. Ein aktuelleres Beispiel wäre die «Fusion» der Holcim Ltd und der Lafarge S.A. im Jahr 2015.

⁸⁸ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.21 ff.; WATTER, Unternehmensübernahmen, 52.

⁸⁹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 304 f.

⁹⁰ Von der Quasifusion wiederum abzugrenzen ist die *unechte Fusion*, bei welcher die Aktiven und Passiven einer Gesellschaft gegen Aktien der Übernehmerin erworben werden, worauf die Zielgesellschaft liquidiert und den Aktionären als Liquidationserlös Aktien der Übernehmerin ausgegeben werden, WATTER, Unternehmensübernahmen, 52. Eine weitere Ausgestaltungsmöglichkeit des Zusammenschlusses ist die Begründung einer gemeinsamen Holding (*Dual Headed Companies*), wobei zwei Gesellschaften eine gemeinsame Holding gründen und anschliessend ihre Betriebe in diese gemeinsame Holding einbringen, etwa durch Kapitalerhöhung und Sacheinlage, siehe Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.26 f. Im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung wird nicht speziell auf die unechte Fusion und die *Dual Headed Companies* eingegangen, da es sich hierbei nicht um eigentliche Übernahmetatbestände handelt.

bringt. Eine scharfe Definition des Übernahmebegriffs soll bewusst nicht vorgenommen werden, sondern «Übernahme» soll – mit Blick auf die internationalen Verschiedenheiten – weit gefasst werden und verschiedene Transaktionsarten umfassen, sodass sowohl öffentliche Übernahme- und Tauschangebote, private Anteilskaufverträge als auch Betriebskäufe darunterfallen. Ein gewisses Subordinationselement ist dabei zu verlangen, um klassische Fusionen vom Übernahmebegriff auszunehmen.

Der Begriff des *Übernahmerechts* wird in der vorliegenden Untersuchung umfassend verstanden. Dies bedeutet, dass «Übernahmerecht» nicht bloss die besonderen Regeln für öffentliche Übernahmen (*Übernahmerecht im engeren Sinne*) umfasst,⁹¹ sondern die Normen aller Regelungsbereiche, welche für Unternehmensübernahmen relevant sind, insbesondere auch für die gesellschafts- und vertragsrechtlichen Aspekte einer Übernahme (*Übernahmerecht im weiteren Sinne*).⁹² 45

Ansonsten wird für die übernehmende Partei (auch (An-)Bieterin, in der überwiegenden Zahl der Fälle eine Gesellschaft) der Begriff «Übernehmerin» verwendet. Die zu übernehmende Gesellschaft (auch *Target*) wird als «Zielgesellschaft» bezeichnet. Die veräussernde Partei kann in verschiedensten Konstellationen auftauchen (Gesellschaft, Grossaktionär, Vielzahl von Aktionären einer kotierten Gesellschaft etc.), weshalb je nach Ausgangslage andere Begrifflichkeiten zu wählen sind. 46

II. Unternehmensübernahme im internationalen Verhältnis

Da in der vorliegenden Untersuchung das internationale Umfeld im Zentrum steht, wird auch einleitend kurz auf die Besonderheiten internationaler bzw. *grenzüberschreitender* Transaktionen eingegangen. 47

⁹¹ Wie dies etwa RÜEDI, 30, macht, welcher vom Übernahmerecht bewusst das gesamte Privatrecht ausnimmt; der Begriff des Übernahmerechts im engeren Sinne erfolgt in Anlehnung an BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 77.

⁹² Siehe hinten [N.76](#).

1. Grenzüberschreitende Tatbestände

- 48 Bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts geht es darum, grenzüberschreitende Sachverhalte einem nationalen Recht zuzuordnen.⁹³ Wann jedoch liegt im Bereich der Unternehmensübernahmen überhaupt ein grenzüberschreitender bzw. internationaler Sachverhalt vor?
- 49 Im internationalen Privatrecht lässt sich bei Rechtsanwendungsfragen nicht abstrakt bestimmen, ob ein massgebendes internationales Verhältnis vorliegt, da *in concreto* geprüft werden muss, ob ein *anknüpfungsrelevantes Merkmal* voraussichtlich ins Ausland verweist.⁹⁴ Es ist zu fragen, ob eine Unternehmensübernahme einen Auslandbezug in mindestens einem jener Punkte aufweist, die für die kollisionsrechtliche Anknüpfung relevant sind.⁹⁵ Da bei einer Übernahme mehrere Rechtsgebiete betroffen sind, kommen zahlreiche Anknüpfungsmerkmale in Frage. So könnten *internationale Sachverhaltselemente* etwa sein: Sitz der Zielgesellschaft, des Veräusserers sowie der Übernehmerin; Inkorporation; Kotierungsort; Übernahmemarkort; Handlungsort der Geschäftsleitung; Lageort von Betriebsvermögen; Abschlussort des Übernahmevertrages; Angebotsort; Ort der tatsächlichen Verwaltung; Ort der Geschäftstätigkeit; Rechtswahl etc.⁹⁶
- 50 «Grenzüberschreitende» Übernahme wird teilweise so verstanden, dass bloss Sachverhalte erfasst werden, bei denen Übernehmerin und Zielgesellschaft ihren Sitz in unterschiedlichen Staaten haben.⁹⁷ Aus international-privatrechtlicher Sicht ist die Problematik der Bestimmung des anwendbaren Rechts jedoch nicht bloss auf solche im eigentlichen Sinne «grenzüberschreitende» Übernahmen beschränkt, sondern die Internationalität bzw. der grenzüberschreitende Bezug der Übernahme kann sich auch aus anderen Auslandsbezügen ergeben. Die möglichen Anknüpfungsmerkmale sind dabei so zahlreich, dass nicht ohne Weiteres für alle Rechtsanwendungsfragen im Zu-

⁹³ ZK IPRG I-MÜLLER-CHEN, Art. 1 N 4.

⁹⁴ BGE 131 III 76 E. 2.3; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 4 f.; ZK IPRG I-MÜLLER-CHEN, Art. 1 N 7 ff. Dies gilt nicht nur im internationalen Privatrecht, sondern auch im internationalen Wirtschaftsrecht, siehe SIEHR, Eingriffsnormen, 46.

⁹⁵ Göthel, M&A-GÖTHEL, 8.

⁹⁶ Siehe etwa SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 346; für Deutschland Hölters, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.1.

⁹⁷ So Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.13, schon allgemein für internationale Übernahmen. Grenzüberschreitende Übernahme wird auch im allgemeinen Sprachgebrauch öfter mit Beteiligten in verschiedenen Staaten verbunden, dazu JOSENHANS, 30.

sammenhang mit Übernahmen abstrakte Aussagen zum notwendigen Aus-
landbezug gemacht werden können. Da zumindest grössere Transaktionen
aufgrund der globalisierten Tätigkeit der Unternehmen in irgendeiner Form
immer einen internationalen Bezug aufweisen, muss eine gewisse *Erheblich-*
keit der Auslandberührung verlangt werden.⁹⁸

Eine präzise abstrakte Definition der Internationalität einer Übernahme ist
demzufolge nicht möglich. Es ist eine *erhebliche Berührung* zu mehr als einem
Staat, insbesondere durch ein *anknüpfungsrelevantes Merkmal*, zu verlangen.⁹⁹
Um dies zu konkretisieren, wird nachfolgend auf die wichtigsten Fallkonstellati-
onen von Auslandsbezügen eingegangen.

51

1.1. Sitz der Beteiligten in unterschiedlichen Staaten

Eine wichtige Fallkonstellation der internationalen Übernahme bildet die ei-
gentliche grenzüberschreitende Übernahme, bei welcher die beteiligten Par-
teien ihren Sitz *in unterschiedlichen Staaten* haben. Wenn die wichtigsten Be-
teiligten einer Übernahme – Übernehmerin, Zielgesellschaft und Veräusserer
– ihren (Wohn-)Sitz bzw. ihre Inkorporation in unterschiedlichen Staaten ha-
ben, so ist von einem wesentlichen Auslandsbezug auszugehen.¹⁰⁰ Die wichtigs-
ten Konstellationen sind hier die Übernahme einer schweizerischen Zielge-
sellschaft durch eine ausländische Gesellschaft (*Inbound Transaction*)¹⁰¹ und
Übernahmen ausländischer Zielgesellschaften durch eine Schweizer Gesell-
schaft (*Outbound Transaction*)¹⁰². Es sind aber auch weitere Konstellationen

52

⁹⁸ Die *Erheblichkeit* des Auslandsbezugs wird auch allgemein im internationalen Privatrecht
als Kriterium bei der Fragestellung nach der Internationalität eines Sachverhalts ge-
braucht, siehe KREN KOSTKIEWICZ, 86.

⁹⁹ Ähnlich JOSEPHANS, 30.

¹⁰⁰ Ausnahmen sind allenfalls dann auszumachen, wenn bloss vereinzelte Aktionäre (als Ver-
äusserer) einer im Inland kotierten Gesellschaft ihren Sitz oder Wohnsitz im Ausland ha-
ben, ansonsten sich aber alles im Inland abspielt. Relevante Anknüpfungsmerkmale kön-
nen sowohl der Verwaltungssitz einer Gesellschaft als auch der statutarische Sitz (bzw. die
Inkorporation) sein.

¹⁰¹ Siehe etwa die Übernahme der schweizerischen Syngenta durch die chinesische Chem
China im Jahr 2016, «Syngenta an der Drachenschnur», in: NZZ vom 3.2.2016, S. 33.

¹⁰² Siehe etwa die Übernahme des amerikanischen Biotech-Unternehmens Intermune durch
die schweizerische Roche, «Milliarden-Kauf von Roche», in: NZZ vom 25.8.2014, S. 1.

mit wesentlichem Auslandbezug durch einen Sitz der Beteiligten im Ausland denkbar und in der Praxis auch anzutreffen.¹⁰³

1.2. Kotierung als Auslandbezug

- 53 Weitere wichtige Fallkonstellationen bilden Übernahmen von Gesellschaften, deren *Kotierung den Auslandbezug* ausmacht.¹⁰⁴ Sobald Sitz- bzw. Inkorporationsstaat und Kotierungsstaat auseinanderfallen, ist ein für die Übernahme wesentlicher internationaler Bezug gegeben, da die Kotierung für eine Übernahme (sowohl bei Haupt- als auch bei Nebenkotierungen) von zentraler Bedeutung ist.¹⁰⁵ Neben einer Kotierung kann in der Praxis auch ein ausserbörslicher Handel im Ausland wichtig sein, v. a. der Handel von sogenannten *American Depository Shares* (oder *American Depository Receipts*, ADR) in den USA,¹⁰⁶ was auch als wesentlicher Auslandbezug zu werten ist.

1.3. Weitere Auslandbezüge

- 54 Weitere Auslandbezüge können im Einzelfall entscheidend genug sein, um die Bestimmung des anwendbaren Rechts im Rahmen einer Übernahme notwendig zu machen. So kann der Handlungsort der Parteien, die Geschäftstätigkeit oder der Ort der tatsächlichen Verwaltung bspw. für Haftungs- oder Deliktfragen im Rahmen einer Übernahme massgebend sein. Beim Asset Deal kann ferner der Lageort von Vermögen im Ausland entscheidend sein. Geht es um vertragliche Aspekte, sind Abschlussort, Erfüllungsort, Aufenthalt und Rechtswahl auf Auslandbezüge hin zu prüfen. Verweisen solche Anknüpfungsmerkmale bei

¹⁰³ So wenn Veräusserer und Übernehmerin beide im Inland domiliziert sind, die Zielgesellschaft aber im Ausland (oder umgekehrt), siehe etwa den Verkauf eines kontrollierten Aktienpaktes an der amerikanischen Alcon von Nestle an Novartis im Jahr 2008, «Novartis übernimmt Nestlé-Tochter Alcon», in: NZZ vom 8.4.2008, S. 21.

¹⁰⁴ Viele Schweizer Gesellschaften sind (zusätzlich oder ausschliesslich) im Ausland kotiert. So sind von den grössten Schweizer Unternehmungen aus dem SMI aktuell u. a. die Titel von Novartis, Nestlé, UBS, Credit Suisse, ABB und Lafarge Holcim an mehreren Börsen kotiert. Für Beispiele einer ausschliesslich ausländischen Kotierung siehe WEBER P./STANCHIERI, 196 f.; für eine Liste der in der Schweiz kotierten Unternehmen siehe die Website der Börse SIX Swiss Exchange AG.

¹⁰⁵ A. A. NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 353 f., welcher bei dieser Konstellation nur Schweizer Recht anwenden will.

¹⁰⁶ So waren etwa bei der Übernahme der Actelion Ltd «American Depository Shares» von Bedeutung, siehe dazu Verfügung 652/01 der UEK vom 14.2.2017 i. S. Actelion Ltd, E. 2.

einer Übernahme ins Ausland, so ist *in concreto* zu prüfen, ob dieser Auslandsbezug gross genug ist, sodass eine Internationalität des Sachverhalts bejaht werden muss und kollisionsrechtliche Betrachtungen notwendig sind.

2. Interessenlage bei grenzüberschreitenden Übernahmen

Bei Unternehmensübernahmen sind schon im Binnenverhältnis verschiedenste *Partikularinteressen* auszumachen.¹⁰⁷ Im internationalen Verhältnis kommen noch spezifische Interessen hinzu, insbesondere kommt eine zusätzliche politische Dimension ins Spiel. So sind vermehrt Regierungsinterventionen zum Schutz heimischer Unternehmen vor ausländischen Übernahmen im Sinne eines «ökonomischen Patriotismus» auszumachen, da die Staaten ihre Interessen verletzt sehen.¹⁰⁸ Diese stehen in einem Spannungsverhältnis zur Kapitalverkehrsfreiheit und einem übernahmefreundlichen Klima zur Investitionsförderung. Diese Problematik wurde insbesondere im Zusammenhang mit der *Golden-Share*-Rechtsprechung des EuGH breit diskutiert.¹⁰⁹ Bei internationalen Übernahmen kann also das Interesse der Öffentlichkeit bzw. des Staates am Schutz des Wirtschaftsstandorts (ökonomischer Heimatschutz¹¹⁰) ein zu berücksichtigender Aspekt sein. Deshalb können auch kollisionsrechtliche Überlegungen im Zusammenhang mit Übernahmen nicht ohne die Berücksichtigung der staatlichen Interessen vorgenommen werden, da Staaten u. U. diesen Interessen zwingend Geltung verleihen wollen – unabhängig von einem international-privatrechtlichen System.¹¹¹

55

¹⁰⁷ Interesse der Übernehmerin; Gesellschaftsinteresse der Zielgesellschaft; Interesse der veräussernden Aktionäre; Marktinteressen; Interessen der Mitarbeiter; Interessen des Managements; Interesse der Stakeholder etc.; siehe etwa WATTER, Unternehmensübernahmen, 79 ff.

¹⁰⁸ So HEINEMANN, 11 f. Ökonomischer Patriotismus ist etwa in Frankreich ausgeprägt, aber auch in anderen Staaten zu finden.

¹⁰⁹ Im Zuge der Privatisierung ehemaliger Staatsunternehmen erhielten Staaten teilweise Vorzugsrechte (*Golden Shares*), d. h. Sonderrechte zur Sicherstellung des staatlichen Einflusses auf das Unternehmen. Diese *Golden Shares* stehen in einem Spannungsverhältnis zur Kapitalverkehrsfreiheit in der EU, was breite politische und rechtliche Diskussionen zur Folge hatte. Als prominentes Beispiel ist das deutsche VW-Gesetz (Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand) zu nennen; siehe zur Diskussion und für eine zusammenfassende Darstellung der «Volkswagen-Urteile» des EuGH ausführlich VERSE, 4 ff.

¹¹⁰ HEINEMANN, 11 f.

¹¹¹ Siehe zur ähnlichen Problematik des Institutionenschutzes SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 348.

- 56 Die Schweiz zeigt sich betreffend ausländischer Übernahmen (noch) sehr liberal, Einschränkungen sind nur beim Immobilienerwerb sowie für besondere Sektoren zu finden.¹¹² Jedoch wird die Einführung von höheren Investitionsschranken regelmässig diskutiert,¹¹³ was sich aktuell in einer möglichen künftigen Regelung zur Investitionskontrolle konkretisiert.¹¹⁴
- 57 Bei öffentlichen Übernahmen steht im Allgemeinen der *Schutz der Anleger* (sowie der Funktionenschutz) im Zentrum, während im grenzüberschreitenden Umfeld zusätzlich folgende Interessen besonders betroffen sind und in gewissen Staaten Regulierungsbestrebungen ausgelöst haben: die Interessen der Arbeitnehmer (Arbeitnehmerschutz bei Gefahr der Verlagerung von Arbeitsplätzen),¹¹⁵ die Interessen der Konsumenten und Wettbewerber (Wettbewerbsrecht) und die Gläubigerinteressen (Gläubigerschutz, Abfluss von Haftungssubstrat).¹¹⁶ Als spezifisch kollisionsrechtliche Interessen können das Interesse der Parteien an Rechtssicherheit und Anwendung eines einheitlichen Rechts genannt werden.¹¹⁷

¹¹² Zum Immobilienerwerb durch Ausländer (Lex Koller) siehe hinten [N 1135](#). Zu den weiteren sektorspezifischen Regulierungen (Banken- und Versicherungswesen, Telekommunikation, Luftfahrt etc.) kurz hinten [N 1137](#). Der Schutz kritischer staatlicher Infrastrukturen vor ausländischen Übernahmen wird in der Schweiz dadurch gewährleistet, dass die Kontrollmehrheit der Anteile an diesen Unternehmen sich beim Gemeinwesen befindet, siehe Bericht des Bundesrates vom 13.2.2019 zu grenzüberschreitenden Investitionen und Investitionskontrollen in Erfüllung der Postulate 18.3376 und 18.3233, S. 11 ff.

¹¹³ In der Öffentlichkeit der Schweiz sind regelmässig Stimmen gegen den «Ausverkauf» der Schweizer Firmen ins Ausland auszumachen, siehe etwa «China ist den Chinesen nicht mehr genug», in: NZZ vom 25.10.2016, S. 23; «Amerikanisches Valser Wasser», in: NZZ vom 10.7.2002, S. 26; zu einer rechtlichen Diskussion m. w. H. siehe DAENIKER, Good Governance, 104 f.; BINDER, 265, fordert mit guten Argumenten mindestens einen rechtlichen Diskurs hierzu.

¹¹⁴ Siehe zu den politischen Diskussionen hinten [N 1141 ff.](#)

¹¹⁵ Siehe etwa das deutsche Mitbestimmungsgesetz (Gesetz der Bundesrepublik Deutschland über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer vom 4.5.1976), welches den Arbeitnehmern zahlreiche Mitbestimmungsrechte einräumt, die für eine Übernehmerin lästig sein können.

¹¹⁶ Siehe etwa Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1007 ff.; der Gläubigerschutz ist weniger problematisch wie bei Emigrationstatbeständen, da die Gesellschaft grundsätzlich im Inland bleibt. Arbeitnehmerschutzüberlegungen sind im deutschen Recht zentraler. Wettbewerbsrechtliche Überlegungen werden im Rahmen dieser Untersuchung ausgeklammert.

¹¹⁷ WINKELMANN, 32 f.

Bei grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen sind im Vergleich zu Binnentransaktionen gewisse *Eigenheiten* zu verzeichnen. Durch das Aufeinandertreffen von verschiedenen Rechtsordnungen und -kulturen ergeben sich zusätzliche Problemkreise. Neben dem Problemfeld der Bestimmung internationaler (aufsichtsrechtlicher) Zuständigkeiten sind auch spezifische materiell-rechtliche Bestimmungen auszumachen (bspw. im Kartellrecht, Datenschutzrecht etc.).¹¹⁸ Auf Beratungsebene müssen die verschiedenen lokalen Berater koordiniert und es müssen die Hürden der verschiedenen (Rechts-)Kulturen überwunden werden. Es haben sich gewisse – aus dem angloamerikanischen Recht stammende – Prozesse international etabliert (*Letter of Intent*, *Due Diligence*, *Closing*-Prozesse etc.), welche zu beachten sind und eine ganze Reihe von rechtlichen Herausforderungen mit sich bringen (Problematik der *Legal Transplants* etc.).¹¹⁹

58

3. Stadien einer grenzüberschreitenden Unternehmensübernahme

Für eine kollisionsrechtliche Betrachtung müssen die *Stadien* einer Übernahme zeitlich getrennt werden, da möglicherweise unterschiedliche rechtliche Regimes anwendbar sind. Bei grenzüberschreitenden Übernahmen wurden manche Prozesse gewissermassen institutionalisiert, d. h., es hat sich ein internationaler Standard herausgebildet – klar dominiert durch die angloamerikanische Rechtskultur.¹²⁰ Ein Übernahmeprozess wird typischerweise in folgende Phasen gegliedert:¹²¹ Startpunkt bildet die *Vorbereitungsphase*, in welcher die Zielgesellschaft analysiert werden soll, erste Gespräche zwischen den Parteien erfolgen (u. U. unter Abschluss eines *Letter of Intent*) sowie die notwendigen Transaktionsberater ausgewählt werden.¹²² Es folgt die *Verhandlungsphase*, in deren Zentrum die *Due Diligence* und die Verhandlung und Redaktion des Kaufvertrages stehen, abgeschlossen durch die Unterzeichnung desselben (*Signing*).¹²³ Anschliessend folgt die *Vollzughvorbereitungsphase*, die

59

¹¹⁸ Göthel, M&A-GÖTHEL, 6.

¹¹⁹ Göthel, M&A-GÖTHEL, 6.

¹²⁰ Göthel, M&A-GÖTHEL, 23; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 14 f.

¹²¹ Anlehnung an TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 15, sowie TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 9.

¹²² Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.33 ff.

¹²³ Ausführlich SCHENKER, Unternehmenskauf, 99 ff.

in den Vollzug (*Closing*) des Vertrages mündet. Die *Integrationsphase* schliesst den Übernahmeprozess ab.¹²⁴ Besonderheiten weist der Prozess bei öffentlichen Übernahmeangeboten auf.¹²⁵

- 60 In den verschiedenen Stadien stellen sich unterschiedliche rechtliche Probleme (etwa Fragen nach vorvertraglichen Ansprüchen, nach der vertraglichen Haftung sowie hinsichtlich Vollzugshandlungen), welche u. U. einer separaten kollisionsrechtlichen Betrachtung bedürfen.

¹²⁴ Göthel, M&A-GÖTHEL, 119 ff.

¹²⁵ Siehe hinten [N 78 ff.](#)

§ 3 Regelungsbereiche im materiellen Recht

Unternehmensübernahmen unterstehen einer *heterogenen Regulierung* aus verschiedenen Normenkomplexen.¹²⁶ Während im Ausgangspunkt einer Übernahme ein Vertrag und somit vertragliche Überlegungen stehen, spielt auch das Gesellschaftsrecht eine wichtige Rolle, da viele Fragen – bspw. hinsichtlich der Anteilsübertragung – gesellschaftsrechtlicher Natur sind. Bei öffentlichen Übernahmen stellt sich zusätzlich die Frage nach der Anwendung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften, da diese stark in die Übernahme eingreifen und gesellschafts- und vertragsrechtliche Normen überlagern. 61

Es wird grundsätzlich für das materielle Recht auf die umfassende Literatur hierzu verwiesen.¹²⁷ Weil für die international-privatrechtliche Betrachtung der Unternehmensübernahme eine Auffädung in die verschiedenen Regelungsbereiche unabdingbar ist, sollen aber die grundlegendsten Züge – im Sinne einer kurzen Übersicht zur Einführung in das Zusammenwirken der verschiedenen Regelungsbereiche in der Übernahmesituation – dargestellt werden. 62

I. Vertragsrecht

Ausgangspunkt und Grundlage einer Unternehmensübernahme muss immer das *Vertragsrecht* bilden. Die Verfügungsgewalt über ein Unternehmen kann grundsätzlich nicht ohne Vertrag zwischen bisherigem und neuem Eigentümer übergehen. Dies gilt nicht nur beim eigentlichen Unternehmenskauf, sondern auch bei öffentlichen Übernahmen.¹²⁸ 63

Das Vertragsrecht regelt im Wesentlichen die Beziehung zwischen Übernehmerin und Veräusserer bzw. Aktionären der Zielgesellschaft.¹²⁹ Der Unternehmensübernahme liegt (nach Schweizer Recht) beim Share Deal ein Kaufvertrag 64

¹²⁶ REISER, 26; STRAZZER, 24 ff.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 219; WINKELMANN, 47 ff.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 732 ff.

¹²⁷ Statt vieler TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 1 ff.; für das öffentliche Übernahmerecht etwa HÖHN/LANG/ROELLI, 1 ff.; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER; SCHENKER, Übernahmerecht, 1 ff.; für den Unternehmenskauf etwa SCHENKER, Unternehmenskauf, 1 ff.

¹²⁸ WATTER, Unternehmensübernahmen, 291.

¹²⁹ STRAZZER, 24.

i. S. v. Art. 184 ff. OR zugrunde (Fahrniskauf).¹³⁰ Dies gilt gemäss h. L. auch beim Asset Deal, wohingegen das Bundesgericht von einem Vertrag *sui generis* ausgeht.¹³¹ Jedoch ist die Konzeption der Regelung des schweizerischen Obligationenrechts zu den Kaufverträgen im Wesentlichen auf den Warenkauf ausgelegt, sodass sie dem Kauf eines Unternehmens – als komplexem wirtschaftlichen Kaufobjekt – nicht gerecht wird.¹³² Beim Share Deal bilden formell die Anteile der Gesellschaft (meist die Aktien) den Verkaufsgegenstand.¹³³ Um das aus wirtschaftlicher Sicht dahinter stehende Unternehmen in all seinen Facetten juristisch zu erfassen, werden Unternehmenskäufe in der Praxis in extensiv ausformulierten Verträgen geregelt, in welchen das Gesetzesrecht weitgehend von vertraglichen Klauseln verdrängt wird, wobei die Zusicherungen und Garantien (*Representations and Warranties*) absolut zentral sind, weil in diesen das eigentliche Unternehmen beschrieben wird.¹³⁴

- 65 Bei *öffentlichen Übernahmen* stellt das Übernahmeangebot aus vertragsrechtlicher Sicht die Offerte dar, die Aktien zu einem bestimmten Preis zu kaufen bzw. zu tauschen,¹³⁵ bzw. eigentlich eine Mehrzahl inhaltlich gleichlautender

¹³⁰ BGE 107 II 419; SCHLUEP, 201.

¹³¹ BGE 129 III 18; für die h. L. etwa VISCHER M., Geschäftsübernahmevertrag, 335 f. und WATTER/WIESER, 151, m. w. H., wobei beim Asset Deal ein Kaufvertrag gegeben sei, unabhängig davon, ob eine Vermögensübertragung nach FusG oder eine Übertragung nach OR vorgenommen werde, VISCHER M., Unternehmenskauf, 116; regelmässig wird bei Unternehmenskäufen der Kaufpreis nicht in bar bezahlt, sondern es erfolgt eine Abgeltung (mindestens teilweise) in Aktien, sodass auch Elemente des *Tauschvertrages* nach Art. 237 OR gegeben sind.

¹³² SCHENKER, Unternehmenskauf, 18.

¹³³ Gemäss Bundesgericht ist selbst beim Kauf sämtlicher Aktien einer Gesellschaft nicht diese (bzw. das dahinterstehende Unternehmen) Kaufgegenstand, sondern lediglich die einzelnen Aktien. Daraus folgt, dass eine Gewährleistung nur betreffend Bestand und Umfang der veräusserten Rechte massgebend ist, der wirtschaftliche Wert der Aktien hingegen ist nicht relevant (BGE 107 II 419, E. 1; Urteil 4A_321/2012 des BGer vom 14.1.2013, E. 4.2).

¹³⁴ SCHENKER, Unternehmenskauf, 17 ff. Siehe ausführlich zu dieser Problematik BÖCKLI, Gewährleistungen, 62 ff.; EBERT, 38 ff.; TSCHÄNI/WOLF, 93 ff.; SCHENKER, Garantien, 65 ff.

¹³⁵ WATTER, Unternehmensübernahmen, 291 f. Wobei der Begriff «Angebot» nach den Regelungen zu den öffentlichen Kaufangeboten im FinfraG weiter zu verstehen ist als nach OR, siehe dazu SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 2 lit. i N 4. Häufig wird aber tatsächlich auch ein Angebot im Sinne des OR vorliegen; gemäss TEDJANI, 100 ff., kann das öffentliche Angebot aus vertragsrechtlicher Sicht eine Auslobung i. S. v. Art. 8 OR darstellen.

Angebote.¹³⁶ Der Kaufvertrag kommt mit der Annahme dieser Offerte durch den Aktionär zustande.¹³⁷ Im Falle eines Umtauschangebots sind die Bestimmungen des Kaufrechts über die Verweisung des Tauschvertrags in Art. 237 OR massgebend. Die Offerte ist regelmässig bedingt ausgestaltet, namentlich mit Suspensivbedingungen i. S. v. Art. 151 OR.

Bei Unternehmensübernahmen ist auch eine *Vielzahl weiterer Verträge* von Bedeutung. Vor allem bei öffentlichen Übernahmen werden regelmässig zur Erhöhung der Transaktionssicherheit *Transaktionsvereinbarungen* abgeschlossen, in denen auch die Zielgesellschaft als Partei einbezogen werden kann.¹³⁸ Bevor der Unternehmenskaufvertrag zustande kommt, werden vielfach «Vorverträge» (*Letter of Intent, Memorandum of Understanding* etc.) abgeschlossen, in denen vorab gewisse vertragliche Aspekte geregelt werden (v. a. Geheimhaltungsvereinbarungen).¹³⁹ Daneben sind zahlreiche Verträge mit Transaktionsberatern auszumachen (*Engagement Letters*). Die Finanzierung einer Übernahme zieht ebenfalls ein ganzes Vertragswerk mit sich.¹⁴⁰ Auch Sicherungsinstrumente (*Break-up-Fee-Vereinbarungen, Escrow Agreement, Transaktionsversicherungsverträge* etc.) spielen in der Übernahme eine Rolle.¹⁴¹ Auf Ebene der Aktionäre können für eine Übernahme auch Aktionärbindungsverträge von Bedeutung sein.¹⁴²

Die vertraglichen Aspekte einer grenzüberschreitenden Übernahme sind demgemäss nicht nur zentral, sondern auch vielschichtig. Eine grössere Unternehmensübernahme ist oft ein ganzes *Mosaik von Verträgen*.

¹³⁶ SCHLUEP, 202; siehe für eine Darstellung des öffentlichen Kaufangebots aus vertragsrechtlicher Sicht ausführlich REUTTER, 38 ff.

¹³⁷ Was i. d. R. durch ein Annahmeerklärungsformular an die Bank geschieht, HÖHN/LANG/ROELLI, 340; die Bank ist aus vertragsrechtlicher Sicht nur als passiver Vertreter oder Bote zu qualifizieren, auch wenn sie stark in die Abwicklung eingebunden ist, siehe REUTTER, 47.

¹³⁸ Siehe zu den Transaktionsvereinbarungen ausführlich JENTSCH, 1 ff.

¹³⁹ HÖHN/LANG/ROELLI, 125 ff.

¹⁴⁰ Für eine konzise Darstellung siehe Münch et al., *Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN* et al., § 12 N 12.126 ff.

¹⁴¹ Zu den Break-up-Fee-Vereinbarungen siehe GYSI, 2 ff.; ISLER, *Break-up Fee*, 83 ff.; TANNO, 1 ff.; zum Escrow Agreement siehe EISENHUT, 1 ff.; zu Versicherungsverträgen bei M&A-Transaktionen siehe VILLARD, 119 ff.

¹⁴² Siehe etwa FORSTMOSER/KÜCHLER, 19 und 234 ff.

II. Gesellschaftsrecht

- 68 Den zweiten wichtigen Regelungsbereich für Unternehmensübernahmen bildet das *Gesellschaftsrecht*. Es ist das Recht der privatrechtlichen Zweckverbände und der kooperativen Vertragsverhältnisse.¹⁴³ Das Gesellschaftsrecht umfasst konkret die Normen, welche das *Innen- und Aussenverhältnis von Gesellschaften* regeln, insbesondere die *Organisation*.¹⁴⁴ Zwar enthält das Gesellschaftsrecht keine Regeln, die sich direkt auf Übernahmen beziehen.¹⁴⁵ Diverse Normen des Gesellschaftsrechts sind aber in der Übernahmesituation von elementarer Bedeutung, im Wesentlichen auf Seiten der Zielgesellschaft, aber auch auf Seiten der Übernehmerin und der Veräusserer.¹⁴⁶ Nachfolgend ist ein Grobabriss der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einer Übernahme zu geben.
- 69 Eine Unternehmensübernahme als Erwerb bzw. Veräusserung von Aktien mag grundsätzlich ein Vorgang «ausserhalb» der Zielgesellschaft sein, insofern, als diese nicht (Vertrags-)Partei ist. Nichtsdestotrotz kommt das Gesellschaftsrecht verschiedentlich – und entscheidend – ins Spiel.¹⁴⁷
- 70 Schon die *Übertragung der Mitgliedschaftsrechte* als Kern eines Unternehmenskaufs richtet sich nach dem Gesellschaftsrecht. So regelt Art. 683 ff. OR die Übertragung von Aktien und die Beschränkung der Übertragbarkeit (Vinkulierung).¹⁴⁸ Beim Share Deal sind deshalb die gesellschaftsrechtlichen Übertragungsvorschriften und Zustimmungserfordernisse zu beachten.¹⁴⁹
- 71 Einen bedeutenden Themenkomplex bilden im Übernahmeverfahren das Verhalten bzw. *die Pflichten des Verwaltungsrats* der Zielgesellschaft. Der Verwaltungsrat muss sein Verhalten (etwa betreffend Abwehrmassnahmen gegen eine drohende Übernahme) primär an der Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht – als den drei wichtigen Handlungsmaximen des Aktien-

¹⁴³ SCHMIDT, 3 ff.

¹⁴⁴ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, 5, wonach Gesellschaftsrecht im Kern Organisationsrecht ist.

¹⁴⁵ Explizit erwähnt ist die Unternehmensübernahme interessanterweise bei den Regelungen zum Bezugsrecht, siehe Art. 652b Abs. 2 OR.

¹⁴⁶ STRAZZER, 24; siehe zur Bedeutung des Gesellschaftsrechts bei Übernahmeangeboten etwa ASSMANN/BOZENHARDT, 55 ff.

¹⁴⁷ DRUEY, 160 ff.

¹⁴⁸ Siehe etwa MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 399 ff.

¹⁴⁹ WATTER, Unternehmensübernahmen, 217 ff.

rechts –¹⁵⁰ messen.¹⁵¹ Gemäss der Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR) muss der Verwaltungsrat eigene und fremde Interessen hinter diejenigen der Gesellschaft stellen,¹⁵² was im Kreuzfeuer der verschiedenen Interessengruppen bei einer Übernahme nicht immer einfach sein wird.¹⁵³ Art. 717 Abs. 2 OR verlangt vom Verwaltungsrat, die Aktionäre gleich zu behandeln. In der Übernahme-situation bedeutet dies, dass der Verwaltungsrat alle Aktionäre – die Altaktionäre, die gesellschaftsnahen Aktionäre, aber auch eine bereits Aktien besitzende Übernehmerin – gleich behandeln muss.¹⁵⁴ Mit den Pflichten des Verwaltungsrats immer verbunden sind auch die Regelungen zur *Verantwortlichkeit* der Organe nach Art. 753 ff. OR.¹⁵⁵

Die *Stimmrechtsausübung* in der Generalversammlung kann von Gewicht sein, um in einem Übernahmekampf Einfluss auf die Zielgesellschaft zu nehmen (namentlich Problematik der *Proxy Fights*).¹⁵⁶ Alsdann sind die *Aktionärsrechte* (insb. die Rechte der Minderheitsaktionäre) bei Übernahmen zu beachten, etwa wenn nicht der Übernehmerin andienende Aktionäre ausgeschlossen werden sollen (*Squeeze-out*).¹⁵⁷ Sodann kann die Abgrenzung der *Kompetenzen*

72

¹⁵⁰ BÖCKLI, § 13 N 562.

¹⁵¹ BERNET, 224; siehe zu den aktienrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrats in der Übernahme-situation etwa Empfehlung XIV 0294/14 der UEK vom 5.3.2007 i. S. SIG Holding AG, E. 2.2; BAHAR, Kapitel 4 ff.; TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 51 ff.

¹⁵² Dazu MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 673.

¹⁵³ Siehe zur Treuepflicht etwa BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 OR N 15 f.; zu den Interessenkonflikten des Verwaltungsrats in der Übernahme-situation DAENIKER, Interessenkonflikte, 114 ff.; FISCHER D., Interessenkonflikte, 447 ff.; MARGIOTTA, 131 ff.; STEININGER, 1 ff.; VON DER CRONE, Interessenkonflikte, 1 ff.; ZK VR-HOMBURGER, Art. 717 OR N 894 ff.

¹⁵⁴ SCHENKER, Übernahmerecht, 564 f. Zur Frage, ob eine Neutralitätspflicht besteht, siehe hinten [N 1013](#).

¹⁵⁵ Ausführlich dazu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, 419 ff.; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 N 783 ff.

¹⁵⁶ WATTER/RAMPINI, 2 ff.

¹⁵⁷ Bei den Minderheitenrechten sind allgemein insb. Informations-, Kontroll- und Klage-rechte, Bezugsrechte und spezielle Beschlussfassungsquoten relevant, siehe MÜLLER/LIPP/PLÜSS, Minderheitenschutz, 587 ff.; WINKELMANN, 48; zum Squeeze-out siehe IFFLAND/VAISY, 138 ff.; TSCHÄNI, Squeeze-out, 37 ff.

der Organe der Aktiengesellschaft gerade in der Übernahme-situation als für eine Gesellschaft ausserordentlicher Situation zu heiklen Fragen führen.¹⁵⁸

- 73 Schliesslich ist die Ausgestaltung der Statuten (als Verfassung der Zielgesellschaft) im Übernahmekontext in verschiedener Hinsicht wesentlich: So können u. a. Gesellschaftszweck, Ausgestaltung des Aktienkapitals, Bestimmungen zur Einberufung der Generalversammlung, zu Stimmrechtsbeschränkungen und Vinkulierung bedeutend werden.¹⁵⁹ Die Ausgestaltung der Statuten hat gar entscheidende unmittelbare Auswirkungen auf das öffentliche Übernahmerecht (Opting-out-Möglichkeit).¹⁶⁰ Im Zuge von Unternehmensübernahmen werden vielfach *Aktienkapitalerhöhungen* nach den Regelungen von Art. 650 ff. OR durchgeführt, v. a. zwecks Akquisitionsförderung.¹⁶¹ Das Obligationenrecht verwendet im Zuge dieser Bestimmungen gar den – ihm sonst unbekannt – Begriff der Unternehmensübernahme.¹⁶² Auch ein Erwerb eigener Aktien ist in Transaktionen häufig zu beobachten, welcher den Regelungen von Art. 659 ff. OR untersteht.¹⁶³
- 74 Aus Sicht des Veräusserers und Übernehmers sind die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen zur *Vertretungsmacht* der Organe und der Geschäftsfähigkeit der Gesellschaften massgebend, gerade um zu bestimmen, ob und wie die beteiligten Gesellschaften den Übernahmevertrag eingehen können.¹⁶⁴

¹⁵⁸ So darf der Verwaltungsrat keine Handlungen vornehmen, die in den Kompetenzbereich der Generalversammlung fallen (siehe zur Kompetenzzuweisung im Allgemeinen etwa FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, 191 ff. und 335 ff.). Dies umfasst auch Handlungen, die faktisch einen Beschluss der Generalversammlung vorwegnehmen, etwa durch Erschweren oder Verunmöglichen einer freien Beschlussfassung (dazu ISLER, Break-up Fee, 90). Übernahmen können bei den Beteiligten auch zu faktischen Zweckänderungen führen, was nur unter Einhaltung des qualifizierten Quorums der Generalversammlung zulässig ist (Art. 704 Abs. 1 OR, siehe dazu BGE 100 II 384).

¹⁵⁹ Siehe zum Statuteninhalt allgemein BÖCKLI, § 1 N 450 ff.

¹⁶⁰ Gemäss Art. 125 Abs. 3 FinfraG kann eine Gesellschaft in den Statuten festlegen, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot verpflichtet ist; siehe dazu ausführlich hinten [N 740 ff.](#)

¹⁶¹ Göthel, M&A-SCHULZ, 430 ff.; siehe zur Veränderung der Kapitalstruktur bei Übernahmen etwa ASSMANN/BOZENHARDT, 126 ff.

¹⁶² Siehe Art. 652b Abs. 2 OR.

¹⁶³ Siehe dazu WEIBEL, 353 ff.

¹⁶⁴ Zur Vertretungsmacht und -befugnis von Veräusserer und Verkäufer bei Unternehmenskäufen siehe TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 124 ff.

III. Übernahmeaufsichtsrecht

Bei der Übernahme von börsenkotierten Gesellschaften tritt der Regelungsbe-
reich des Rechts für öffentliche Kaufangebote als Teil des Kapitalmarktrechts
bzw. des Finanzmarktaufsichtsrechts ins Zentrum. 75

Für die Regelungen zu den öffentlichen Übernahmeangeboten sind verschie-
dene terminologische Varianten auszumachen: öffentliches Übernahmerecht,
Übernahmeregeln, Übernahmerecht (im engeren Sinne), Börsengesellschafts-
recht oder Übernahmeaufsichtsrecht. Meines Erachtens ist – obwohl dieser
Terminus in der Schweiz kaum bekannt ist – der Begriff des *Übernahmeauf-*
sichtsrechts vorzuziehen.¹⁶⁵ Dies aus folgenden Gründen: Der Gesetzgeber
qualifizierte schon das Börsengesetz – in welchem die Übernahmeregeln ur-
sprünglich zu finden waren – als einen *verwaltungsrechtlichen Akt* im Bereich
der *Wirtschaftsaufsicht*.¹⁶⁶ Die Übernahmeregeln werden deshalb dem Finanz-
marktaufsichtsrecht bzw. dem Wirtschaftsverwaltungsrecht zugeordnet.¹⁶⁷
Seit der Überführung der Übernahmeregeln in das FinfraG bilden sie offen-
kundig Teil des Finanzmarktaufsichtsrechts, indem sie unter dem Titel der
«*Marktverhaltensregeln*» bei den Verhaltenspflichten für Finanzmarktteilneh-
mer beim Effekten- und Derivatehandel eingeordnet sind.¹⁶⁸ Die Zielgesell-
schaft sowie die Anbieterin unterstehen bei einem öffentlichen Kaufangebot
der Aufsicht und der Verfügungsbefugnis der UEK.¹⁶⁹ Damit handelt es sich bei
den Übernahmeregeln des FinfraG um *Aufsichtsrecht*.¹⁷⁰ Die Beaufsichtigung
ist im Übernahmerecht insofern atypisch, als sie primär *ereignisbezogen* auf
den Vorgang der Übernahme ist – im Gegensatz etwa zur laufenden Beaufsich-
tigung der Bewilligungsträger im Finanzmarktrecht.¹⁷¹ Der Begriff des «öffent-
lichen Übernahmerechts» ist hingegen m. E. einerseits mehrdeutig, da er auf
die öffentlich-rechtliche Rechtsnatur ansprechen könnte oder aber auf die Öff-

¹⁶⁵ Siehe MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 230, der von *Übernahme-*
aufsichtsstatut spricht; konsequent von Übernahmeaufsicht spricht in der neueren Litera-
tur auch REZAI HARIRI, 313 ff.

¹⁶⁶ Botschaft BEHG 1993, 1383.

¹⁶⁷ HÄNNI/STÖCKLI, 407; BIAGGINI/LIENHARD/SCHOTT/UHLMANN, 214; WINKELMANN, 50.

¹⁶⁸ Siehe «3. Titel: Marktverhalten» in Art. 93 ff. FinfraG.

¹⁶⁹ BÖCKLI, § 7 N 163.

¹⁷⁰ LANZ, 16 f.; allgemein zum Begriff des Aufsichtsrechts ausführlich BIAGGINI, 783 ff., wonach
eine disziplinübergreifende Definition von Aufsichtsrecht fehlt und diese für den konkre-
ten Aufsichtsbereich zu ermitteln ist.

¹⁷¹ Der Begriff des Aufsichtsrechts umfasst jedoch vielfältige Phänomene und Teilgebiete des
Rechts, so BIAGGINI, 783.

fentlichkeit der Übernahme. Andererseits ist die Rechtsnatur nicht ausschliesslich öffentlich-rechtlich,¹⁷² weshalb die Bezeichnung als irreführend zu werten ist. Nur von «Übernahmerecht» zu sprechen, steht vorliegend im Widerspruch zur hier verwendeten weiten Definition des Übernahmerechts unter Erfassung auch der für Übernahmen relevanten privatrechtlichen Regelungen. Auch die weiteren verwendeten Begriffe erweisen sich m. E. – im vorliegenden Zusammenhang – als weniger passend.¹⁷³ Deshalb ist der Begriff «Übernahmeaufsichtsrecht» vorzuziehen. Dieser bildet auch den Gegensatz zum Übernahmep^rivat^recht ab, welcher im vorliegenden Kontext von grosser Bedeutung ist.

- 77 Im Folgenden soll zuerst eine Übersicht über die aufsichtsrechtlichen Grundlagen gegeben werden. Anschliessend soll auf die Rechtsnatur des Übernahmeaufsichtsrechts eingegangen werden.

1. Übersicht über die aufsichtsrechtlichen Übernahmeregeln

- 78 Das Übernahmeaufsichtsrecht findet seine Grundlage in den Regelungen zu den öffentlichen Kaufangeboten gemäss Art. 125–141 FinfraG. Im Zuge der Neuregelung der Finanzmarktinfrastrukturen im FinfraG auf 2016 wurden auch die Bestimmungen zum Übernahmerecht vom Börsengesetz ins FinfraG überführt und dort unter dem Titel «Marktverhalten» aufgenommen.¹⁷⁴ Daneben sind als weitere Rechtsquellen des Übernahmeaufsichtsrechts die zugehörigen Verordnungen¹⁷⁵ sowie diversen Mitteilungen, Rundschreiben und Reglemente zu nennen.¹⁷⁶ Im Zentrum stehen dabei – wie allgemein als Ziele der

¹⁷² Dazu sogleich [N 84 ff.](#)

¹⁷³ Von Börsenrecht zu sprechen, scheint seit der Überführung aus dem Börsengesetz nicht mehr angezeigt. Auch die Verwendung des Begriffs des Börsengesellschaftsrechts ist m. E. im vorliegenden Zusammenhang nicht sinnvoll, da er die Abgrenzung zum Gesellschaftsrecht nicht ermöglicht. «Übernahmerecht im engeren Sinn» wiederum ist vorliegend zu umständlich.

¹⁷⁴ Botschaft FinfraG, 7500.

¹⁷⁵ FinfraV-FINMA (Ausführungserlass zum FinfraG, Art. 30–47) und FinfraV (Art. 116–121); Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV) mit Ausführungsbestimmungen zur Regelung im FinfraG; FAHRLÄNDER, § 12 N 431.

¹⁷⁶ SK FinfraG-HUBLI, Vor Art. 120 Offenlegungs- und Übernahmerecht N 1 ff.; siehe für eine Übersicht zu den gesetzlichen Grundlagen noch zum alten Recht HÖHN/LANG/ROELLI, 21.

Finanzmarktgesetzgebung – der Anleger- und Funktionenschutz.¹⁷⁷ In den Art. 120 ff. FinfraG ist zudem das Recht der Offenlegung von Beteiligungen geregelt, welches stark mit dem Übernahmerecht verwoben ist.¹⁷⁸

Das Übernahmeaufsichtsrecht hat einen *ökonomischen Hintergrund*: Übernahmen soll eine disziplinierende Funktion zukommen, indem die Unternehmensleitungen angesichts drohender Übernahmen im Wettbewerb stehen sollen und so einer natürlichen Kontrolle unterliegen (Markt für Unternehmenskontrolle).¹⁷⁹ Dieses wirtschaftliche Ziel soll mittels der übernahmerechtlichen Regulierung gesichert werden.¹⁸⁰ Zentral ist hierfür aus rechtlicher Sicht, dass die *Entscheidungsfreiheit* der Aktionäre der Zielgesellschaft sichergestellt und das *Koordinations- und Verhandlungsdefizit der Anleger* gegenüber dem Anbieter kompensiert wird.¹⁸¹ Tragende Prinzipien hierfür sind Transparenz, Lauterkeit sowie Gleichbehandlung der Aktionäre.¹⁸²

Das öffentliche Übernahmeangebot ist ein rechtstechnisches Mittel für einen Beteiligungserwerb an kotierten Gesellschaften.¹⁸³ Ein öffentliches Übernahmeangebot (*Public Takeover Offer* oder *Tender Offer*) liegt gemäss Legaldefinition von Art. 2 lit. i FinfraG vor, wenn ein Angebot zum Kauf oder zum Tausch von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren sich öffentlich an Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richtet.¹⁸⁴ Zu beachten ist, dass der Begriff «Angebot» umfassender als im Obligationenrecht zu verste-

¹⁷⁷ SCHNYDER/BOPP, 392; SK FinfraG-SETHE, Art. 1 N 1 ff.; ausführlich WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 39 ff. und 45 ff.

¹⁷⁸ Diese Meldepflicht dient u. a. im Sinne eines Frühwarnsystems der Aufdeckung von Übernahmeabsichten und soll überraschende Übernahmen von Gesellschaften durch verdeckten Zukauf von Aktien über die Börse verhindern. Siehe etwa Hertig et al., Komm. BEHG-MEIER-SCHATZ, Art. 20 N 1 ff.; ZOBL/KRAMER S., 125.

¹⁷⁹ Entwickelt wurde die Theorie des «market for corporate control» in den USA durch Henry G. Manne, siehe MANNE, 110 ff.; siehe für die Schweiz etwa KRONENBERG, 1 ff.; siehe zu neuen Ansätzen der Verhaltensökonomie etwa LANGEVOORT, 5 ff.

¹⁸⁰ Zum Funktionen- und Individualschutz siehe sogleich [N 86 ff.](#)

¹⁸¹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 FinfraG N 5; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 1 N 8.

¹⁸² HÖHN/LANG/ROELLI, 30 ff.

¹⁸³ GLATTHAAR, 5.

¹⁸⁴ Der gesetzliche Begriff «Kaufangebote» ist insofern nicht präzise, als von ihm definitionsgemäss auch Tauschangebote umfasst sind, sodass nachfolgend der Begriff «Übernahmeangebot» verwendet wird. Wobei auch dieser Begriff eher zu kurz greift, da nicht nur Angebote darunterfallen, die zum Erwerb einer Kontrollmehrheit führen, sondern auch kontrollneutrale Angebote, siehe dazu REUTTER, 50 f.

hen ist und einige Besonderheiten aufweist.¹⁸⁵ Das Angebot richtet sich nicht an die Gesellschaft, sondern direkt an die einzelnen Aktionäre.¹⁸⁶ Auch wenn die Rechtsbeziehung zwischen der Übernehmerin und dem Aktionär besteht, kommt ungeachtet dessen in der Praxis dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine wichtige Stellung zu, da er massgeblich in den Übernahmeprozess involviert ist (Verwaltungsrat als *Gatekeeper* in der Übernahmesituation).¹⁸⁷ Öffentlich ist das Angebot, wenn es sich an einen grossen Adressatenkreis richtet, sodass individuelle Verhandlungen praktisch ausgeschlossen sind.¹⁸⁸

- 81 Nach Art. 135 FinfraG besteht eine *Angebotspflicht* für den Fall, dass ein Erwerber mehr als 331/3 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft erwirbt (Pflichtangebot).¹⁸⁹ Überschreitet ein Erwerber also diesen Schwellenwert, so ist er verpflichtet, ein öffentliches Angebot für alle Aktien der Zielgesellschaft zu lancieren. Diese gesetzliche Regelung gilt nicht zwingend, sondern die Aktionäre haben die Möglichkeit, die Angebotspflicht in den Statuten auszuschliessen (*Opting-out-Klausel*).¹⁹⁰
- 82 Im Normalfall wird ein öffentliches Übernahmeangebot jedoch freiwillig unterbreitet (freiwilliges Angebot).¹⁹¹ Bei freiwilligen Angeboten besteht ein relativ grosser Freiraum bei der Ausgestaltung. Zielen sie jedoch auf einen Kontrollwechsel ab, so gelten wie bei den Pflichtangeboten zahlreiche Einschränkungen.¹⁹²
- 83 Das Übernahmeaufsichtsrecht sieht sodann eine Palette von verschiedenen *Pflichten* sowohl für die Übernehmerin als auch die Zielgesellschaft vor und regelt den *Ablauf des Übernahmeverfahrens*.¹⁹³ Die Übernehmerin muss u. a.

¹⁸⁵ Siehe dazu ausführlich REUTTER, 38 ff. und 51 ff.

¹⁸⁶ VON DER CRONE, *Angebotspflicht*, 46.

¹⁸⁷ SO SCHENKER, *Übernahmerecht*, 554 ff.

¹⁸⁸ BÜHLER, *Neutralitätspflicht*, 3.

¹⁸⁹ Ausführlich zur Angebotspflicht siehe etwa DAENIKER, *Angebotspflicht*, 93 ff.; GRUBER, 17 ff.

¹⁹⁰ Art. 125 Abs. 3 FinfraG. Das *Opting-out* hat grundsätzlich vor der Kotierung zu geschehen, nachher ist dies nur noch möglich, sofern dieser Beschluss keine Benachteiligung von Aktionären i. S. v. Art. 706 OR bewirkt, siehe Art. 125 Abs. 4 FinfraG. Daneben ist nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG auch ein *Opting-up* möglich, d. h. der die Angebotspflicht auslösende Schwellenwert wird auf 49% erhöht; siehe grundlegend GRUBER, 115.

¹⁹¹ GLATTHAAR, 23.

¹⁹² TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 57 f. So besteht bei freiwilligen Angeboten insb. mehr Freiheiten für die Ausgestaltung des Angebotspreises, der Angebotsbedingungen und Ausgestaltung als Teilangebote.

¹⁹³ Ausführlich etwa SCHENKER, *Übernahmerecht*, 228 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 182 ff.; zu den Verfahrensaspekten SCHERRER, 56 ff.

das Angebot gemäss den gesetzlichen Vorschriften voranmelden, publizieren und einen Angebotsprospekt veröffentlichen, wobei der zeitliche Ablauf detailliert vorgegeben ist.¹⁹⁴ Für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sehen Art. 132 f. FinfraG (und Art. 30 ff. UEV) sowohl Gebote und Verbote vor, insbesondere die Pflicht zur Erstellung eines Verwaltungsratsberichts sowie das Verbot von gewissen Abwehrmassnahmen.¹⁹⁵

2. Rechtsnatur des Übernahmeaufsichtsrechts

Da dies für die Problematik der vorliegenden Untersuchung von elementarer Bedeutung ist,¹⁹⁶ soll nachfolgend vertieft auf die Einordnung der Bestimmungen des Übernahmeaufsichtsrechts eingegangen werden. Es stellt sich die Frage nach der *Rechtsnatur der Übernahmeregeln*, da diese an der Schnittstelle von Privatrecht und öffentlichem Recht stehen. Diese Frage ist schon im nationalen Recht dogmatisch interessant, die Beantwortung hat dort aber weniger grundlegende Konsequenzen, da das Recht ohnehin (zwingend) anwendbar sein kann, unabhängig von seiner Rechtsnatur.¹⁹⁷ Bei internationalen Sachverhalten aber kann die Qualifizierung der Rechtsnatur einer Bestimmung schon für die Anwendbarkeit folgenswer sein. Wird sie nämlich als privatrechtlich qualifiziert, kommt sie nur bei Berufung über das IPRG zur Anwendung. Als öffentlich-rechtliche Bestimmung hingegen wird sie u. U. zwingend anwendbar sein, unabhängig vom IRPG.¹⁹⁸

84

Grundsätzlich ist ein Unternehmenskauf wie gesehen als privatrechtlicher Vorgang zu qualifizieren und unterliegt der Privatautonomie der Parteien. Das

85

¹⁹⁴ Art. 127 ff. FinfraG sowie Art. 30 ff. FinfraV-FINMA und Art. 5 ff. UEV.

¹⁹⁵ BÖCKLI, § 7 N 142 ff. Zum Verwaltungsratsbericht bei öffentlichen Übernahmeangeboten siehe GLATTHAAR, 1 ff.; zu den Abwehrmassnahmen gegen unfreundliche Übernahmen ausführlich BAUMANN, 2 ff.; DUBS, Abwehrmassnahmen, 43 ff.; GEHRER, 1 ff.

¹⁹⁶ So auch Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 10 f., gemäss welchen die Frage der Rechtsnatur der übernahmerechtlichen Bestimmungen insb. für die Bestimmung des Geltungsbereichs und den anwendbaren Kollisionsregeln im internationalen Verhältnis wichtig ist.

¹⁹⁷ Konsequenzen bestehen aber namentlich hinsichtlich Durchsetzung der Normen, ob dies also über den zivil- oder verwaltungsrechtlichen Weg geht, siehe dazu ausführlich HÖHN/LANG/ROELLI, 445 ff.

¹⁹⁸ Siehe zur Frage nach dem Vorgehen und der kollisionsrechtlichen Methodik hinten [N 231 ff.](#)

Übernahmeaufsichtsrecht nun greift stark ins Privatrecht ein, und zwar sowohl ins Vertragsrecht als auch ins Gesellschaftsrecht.¹⁹⁹ Dies ist im Kapitalmarktrecht generell nicht ungewöhnlich.

- 86 Das Kapitalmarktrecht wird definiert als Gesamtheit der Grundsätze und Normen, welche die Emission und den anschliessenden Handel von fungiblen Anlageinstrumenten regeln, um den Individualschutz der Kapitalanleger und den Funktionenschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.²⁰⁰ Es ist «gemischtes Recht» bzw. eine gebietsübergreifende Disziplin, da es aus Privatrecht, Verwaltungs- bzw. Aufsichtsrecht, Selbstregulierungsrecht und Strafrecht zusammengesetzt ist und die verschiedenen Regelungen in einen funktionalen Kontext setzt.²⁰¹ Wenn auch die Regelungen zu Übernahmeangeboten insgesamt einen Teil des Kapitalmarktrechts bilden,²⁰² stellen sie doch auch ein besonderes Phänomen im Grenzbereich zum Gesellschaftsrecht dar.²⁰³ Die Übernahmeregeln sind insofern nicht typisches Kapitalmarktrecht, da sie untrennbar mit dem Gesellschaftsrecht vermengt sind.²⁰⁴ Während das Kapitalmarktrecht generell auf den Markt und den Anleger fokussiert, spielt im Teilbereich des Übernahmerechts die mitgliedschaftliche Stellung des (Minderheits-)Aktionärs eine stärkere Rolle.
- 87 In der (neueren) Literatur herrscht Einigkeit darüber, dass die übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen grundsätzlich *zwingende Normen* darstellen und (mindestens grossteils) als *öffentlich-rechtliche Normen* qualifiziert werden müssen.²⁰⁵ Auch das Bundesgericht geht grundsätzlich von der öffentlich-

¹⁹⁹ So hat das Übernahmerecht mit der Angebotspflicht einen Kontrahierungszwang eingeführt, der dem Privatrecht offensichtlich fremd ist. Und aktienrechtliche Vorgaben zu den Pflichten des Verwaltungsrats werden etwa von den übernahmeaufsichtsrechtlichen Pflichten «überlagert».

²⁰⁰ So HOPT, Kapitalmarktrecht, 431. Ferner KÜNG/HUBER/KUSTER, Band I, § 6 N 12 ff.

²⁰¹ WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 9 ff., 22 ff. und 28; ZOBL/KRAMER S., 11.

²⁰² FREI, 183.

²⁰³ So WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 210; so wurde bei der Einführung der Regelung zu den öffentlichen Kaufangeboten diskutiert, diese ins OR zu integrieren (anstatt ins BEHG), siehe FREI, 168 und 183, m. w. H.

²⁰⁴ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 75.

²⁰⁵ BÖCKLI, § 7 N 138; BÖCKLI, Börsengesetz von 1995, 257 ff.; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 FinfraG N 6; CR CO II-BAHAR, Art. 125 LIMF N 1; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 9; HÖHN/LANG/ROELLI, 448 ff.; JENTSCH, 70 f.; LINDER, 7 f.; MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121; REISER, 17 ff.; RÜEDI, 23 ff.; TEDJANI, 274 f.; VON DER CRONE, Angebotspflicht, 43 f.; ZOBL/KRAMER S., 51 f.; für das deutsche Recht ausführlich etwa DECKER, 35 ff.

rechtlichen Natur der Anforderungen der Übernahmeregeln aus.²⁰⁶ Jedoch ist ebenso anerkannt, dass das Übernahmerecht auch Normen privatrechtlicher Natur umfasst und es sich bei den Übernahmeregeln somit um ein Gemenge von Normen handelt.²⁰⁷ Die Abgrenzung im Einzelnen und die Rechtsnatur einzelner übernahmerechtlicher Bestimmungen ist jedoch umstritten.²⁰⁸ Die UEK hat sich in ihrer Praxis – ohne weitere Begründung – der Literatur grundsätzlich angeschlossen und qualifizierte die Normen des BEHG (noch vor der Überführung ins FinfraG) vorwiegend als öffentliches Recht, mit Verweis auf einzelne Bestimmungen, die sie als Doppelnormen oder privatrechtliche Bestimmungen qualifiziert.²⁰⁹

Die Unterscheidung zwischen öffentlichem und privatem Recht gestaltet sich im Recht ganz allgemein seit längerem zunehmend schwieriger. Mit der Zunahme von zwingenden Normen im Privatrecht (Funktionenwandel infolge des Ausbaus des sozialen Rechtsstaats) und der vermehrten Berücksichtigung von Individualinteressen im öffentlichen Recht sind die Schnittbereiche immer grösser geworden und die Grenze wird stets unschärfer.²¹⁰ Infolgedessen wird in der Doktrin teilweise gar die Zweckmässigkeit einer Zweiteilung des Rechts grundlegend bezweifelt.²¹¹ Noch durchzieht die Zweiteilung aber klar das kontinentaleuropäische Rechtssystem und sie ist vorliegend als gegeben zu akzeptieren. Die Übernahmesituation trifft einen solchen Grenzbereich, weshalb Abgrenzungsprobleme nicht überraschen.

Bei der Unterscheidung zwischen öffentlichem und privatem Recht wendet das Bundesgericht einen auf den Einzelfall zugeschnittenen *Methodenpluralis-*

²⁰⁶ BGE 133 II 233 E. 3.2.2.

²⁰⁷ Deshalb wird in diesem Zusammenhang auch vielfach von Börsengesellschaftsrecht gesprochen, so erstmals NOBEL, Querbezüge, 463; sodann NOBEL, Börsengesellschaftsrecht, 301 ff.; BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 72 ff., m. w. H.; es sind daneben auch strafrechtliche Normen auszumachen, so Art. 152 f. FinfraG; siehe etwa REISER, 18 ff.; zur privatrechtlichen Natur einzelner Bestimmungen hinten [N 1008 ff.](#)

²⁰⁸ Siehe etwa für eine Darstellung der Lehrmeinungen HÖHN/LANG/ROELLI, 446 ff.; LINDER, 7 f., m. w. H.; für die Mindermeinung siehe REUTTER, 14 f., welcher die Übernahmeregeln als funktionell privates Recht bzw. als «spezialgesetzliches Sondervertrags(schluss)recht» qualifiziert; siehe zur Problematik der Qualifizierung als gesellschafts- oder übernahmeaufsichtsrechtlich ausführlich und konkreter hinten [N 1000 ff.](#)

²⁰⁹ Empfehlung II 0161/02 der UEK vom 11.6.2003 i. S. InCentive Capital AG, E. 5.4.1.

²¹⁰ VOSER, 31 f.

²¹¹ VOSER, 30, m. w. H.

88

89

mus an.²¹² Massgebend sind gemäss Subordinationstheorie Gleich- oder Unterordnung der Beteiligten (v. a. die Möglichkeit der Ausübung von hoheitlichem Zwang), während gemäss Interessentheorie geprüft wird, ob private oder öffentliche Interessen betroffen sind. Nach der Funktionstheorie wird danach gefragt, ob öffentliche oder private Aufgaben erfüllt werden, und gemäss modaler Theorie, wie die Sanktionen ausgestaltet sind.²¹³ Eine Norm des Übernahmerechts wird demnach sicher öffentlich-rechtlicher Natur sein, wenn ihr eine öffentliche Funktion zukommt, sie öffentliche Interessen schützt und durch hoheitlichen Zwang und entsprechende Sanktionen durchgesetzt werden kann. Vor diesem Hintergrund müssen die Normen des Übernahmeaufsichtsrechts auf ihre Rechtsnatur hin untersucht werden.²¹⁴

- 90 Die Interessen- und Funktionstheorie führen nicht zu einem eindeutigen Ergebnis: Das Übernahmeaufsichtsrecht orientiert sich am Leitbild des «*level playing field*», es soll ein «Spielfeld» für alle Anleger geschaffen werden, das den Grundsätzen *Transparenz*, *Gleichbehandlung* und *Lauterkeit* gerecht wird.²¹⁵ Es bezweckt vorrangig den *Anlegerschutz* sowie den Schutz der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte.²¹⁶ Der Anlegerschutz im Übernahmerecht ist (primär) Schutz der Individualinteressen von Anlegern und (Minderheits-)Aktionären, mithin ist Anlegerschutz «Vertrauens(individual)schutz».²¹⁷ Dem Funktionenschutz – v. a. dem Schutz eines funktionierenden Unternehmenskontrollmarkts –²¹⁸ hingegen kommt eine volkswirtschaftliche Funktion

²¹² BGE 138 I 274 E. 1: Für die Abgrenzung von Privat- und öffentlichem Recht hat die Lehre diverse Methoden (u. U. Interessen-, Funktions-, Subordinationstheorie) entwickelt. Das Bundesgericht gibt keiner Methode a priori den Vorrang, sondern prüft vielmehr in jedem Einzelfall, welches Abgrenzungskriterium den konkreten Gegebenheiten am besten gerecht wird.

²¹³ HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, 51 ff.

²¹⁴ HÖHN/LANG/ROELLI, 448 ff., welche sich insb. ausführlich mit der zivil- oder öffentlich-rechtlichen Durchsetzung auseinandersetzen; siehe auch JOSEPHANS, 115.

²¹⁵ Botschaft BEHG 1993, 1381 ff.; BÖCKLI, § 7 N 136 ff.; BÖCKLI, Börsengesetz von 1995, 244 ff.; FAHRLÄNDER, § 12 N 434; PETER/BOVEY, Swiss Takeover Board, 598; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 351 f.; SCHENKER 51 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 4 ff.; ZOBEL, Börsenrecht, 25. Diese Zwecksetzung ist schon in Art. 1 Abs. 2 FinfraG und Art. 1 UEV im Gesetz festgeschrieben.

²¹⁶ ACKERMANN, 133 ff.; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 420 f.

²¹⁷ Botschaft BEHG 1993, 1381 f.; HÖHN/LANG/ROELLI, 25 ff.; siehe zur Entwicklung des Begriffs des Anlegerschutzes SETHE, Anlegerschutz, 149 ff.

²¹⁸ Ausführlich SCHENKER, Übernahmerecht, 26 ff. Der Unternehmenskontrollmarkt soll disziplinierend auf die Leitungsorgane von Publikumsgesellschaften wirken, weil diese einem Wettbewerb ausgesetzt sind und so einer natürlichen Kontrolle unterliegen.

zu, indem er die Kapitalmärkte und das Vertrauen in sie schützt, womit er «Vertrauens(kollektiv)schutz» ist.²¹⁹ Das Kapitalmarktrecht allgemein ist von dieser doppelten Zielsetzung gekennzeichnet.²²⁰ Funktionen- und Individualschutz lassen sich im Übernahmerecht oft nur schwer trennen.²²¹ Das Übernahmemaufsichtsrecht nimmt demzufolge sowohl private wie auch öffentliche Interessen wahr.²²² Eine trennscharfe Zuweisung ist schwierig.

Die Perspektive der Subordinationstheorie sowie der modalen Theorie sprechen für eine Zuweisung zum öffentlichen Recht: Öffentliche Übernahmen werden von der UEK auf die Einhaltung der Bestimmungen des FinfraG überprüft (Art. 3 Abs. 1 UEV). Die UEK ist eine eidgenössische Kommission, bestellt von der FINMA als Aufsichtsbehörde über den Finanzmarkt.²²³ Für die Verfahren vor der UEK gelten die Bestimmungen des Verwaltungsverfahrensgesetzes (Art. 139 FinfraG). Sie entscheidet mittels Verfügungen (Art. 3 Abs. 2 UEV). Die Bestimmungen des FinfraG zu den öffentlichen Kaufangeboten sind bei Nichtverfolgung teilweise mit Strafsanktionen bewehrt.²²⁴ Die UEK kann zur Sanktionierung Stimmrechte suspendieren und Erwerbsverbote auferlegen (Art. 135 Abs. 5 FinfraG).

91

Während die Interessen- und die Funktionstheorie kein eindeutiges Ergebnis hervorbringen, weisen die Subordinationstheorie sowie die modale Theorie auf einen öffentlich-rechtlichen Charakter.

92

Die Qualifikation der Rechtsnatur muss nicht zu einer ausschliesslichen Zuweisung führen. Wenn Rechtssätze sowohl eine öffentlich-rechtliche als auch eine privatrechtliche Komponente enthalten, kann auch eine *Doppelnorm* gegeben sein.²²⁵ Bezwecken übernahmerechtliche Normen sowohl den Funktionenschutz als auch den Individualschutz, so liegt eine Einordnung als Doppel-

93

²¹⁹ Botschaft BEHG 1993, 1382.

²²⁰ Wobei der Individual- und Funktionenschutz keinen Gegensatz bilden müssen, sondern komplementär sind, SK FinfraG-SETHE, Art. 1 N 27.

²²¹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 221; siehe auch ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 733 f.

²²² Siehe etwa BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 FinfraG N 5, wonach die Aufsichtsbehörden insb. in der Wahrung der Entscheidungsfreiheit der Anleger ein öffentliches Interesse bzw. ein ordnungspolitisches Prinzip sehen.

²²³ Siehe Art. 126 FinfraG; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 3 N 3 ff.; REZAI HARIRI, 317 f.

²²⁴ Siehe Art. 152 f. FinfraG.

²²⁵ Allgemein HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, 56; zum Übernahmerecht etwa, EGGEN, 402 f.; REISER, 94; ZOBL/KRAMER S., 51. Anerkannt vom BGer in BGE 133 III 97 E. 5.2 für einzelne Normen des Börsenrechts.

norm nahe und ist bei einzelnen (finanzmarktrechtlichen) Normen auch anerkannt.²²⁶ Alleine vom zweigeteilten Schutzzweck einer Norm auf eine Doppelnorm mit (auch) privatrechtlichen Wirkungen zu schliessen, ist aber zu vermeiden. Erst bei ausdrücklicher Anordnung von zivilrechtlichen Folgen ist eine Doppelnorm auszumachen.²²⁷ Die Angebotspflicht etwa umfasst eine öffentlich-rechtliche und eine privatrechtliche Komponente, indem sie einerseits die UEK verpflichtet, diese durchzusetzen und zu überwachen. Andererseits räumt sie den Aktionären der Zielgesellschaft ein vor den Zivilgerichten durchsetzbares Recht auf Unterbreitung eines Kaufangebots ein.²²⁸ Ein Teil der Lehre bejaht deshalb den *Doppelnormcharakter* der Angebotspflicht.²²⁹

- 94 Einzelne Normen hingegen – namentlich die Kraftloserklärung der restlichen Wertpapiere (*Squeeze-out*) nach Art. 137 FinfraG – schützen unzweifelhaft individuelle Interessen und sind zivilrechtlich durchzusetzen, weshalb sie aus Sicht der Interessen- bzw. Funktionstheorie als privatrechtlich zu qualifizieren sind.²³⁰
- 95 Meines Erachtens ist aufgrund der Vielfalt der Normen des Übernahmeaufsichtsrechts bei der Bestimmung der Rechtsnatur *insgesamt* Zurückhaltung zu üben. Im Lichte des bundesgerichtlichen Methodenpluralismus hat dies für jede Norm separat zu geschehen.²³¹ Festgehalten werden kann aber, dass die Bestimmungen *überwiegend* als *öffentlich-rechtlich* zu qualifizieren sind. *Ver einzelt* können indes auch Doppelnormen und privatrechtliche Normen auszumachen sein, was Folge der hybriden Natur des Übernahmerechts ist.²³²
- 96 Teilweise wird in der Doktrin vertreten, im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht sei statt auf die Unterscheidung zwischen öffentlichem Recht und

²²⁶ BGE 133 III 97 E. 5; KÜNG/HUBER/KUSTER, Band II, Art. 11 N 7 ff.

²²⁷ VOSER, 33.

²²⁸ So TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 47.

²²⁹ VON DER CRONE, Angebotspflicht, 45; HÖHN/LANG/ROELLI, 458; zur umstrittenen Rechtsnatur der Angebotspflicht siehe ausführlich HÖHN/LANG/ROELLI, 456 ff., m. w. H. sowie hinten [N 1014](#) und [1087 ff.](#)

²³⁰ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 FinfraG N 6; LINDER, 8; ZOBL/KRAMER S., 51; ausführlicher hinten [N 1017 ff.](#) Einzelne Normen wiederum sind dem Strafrecht zuzuordnen, so die Verletzung der Angebotspflicht sowie gewisse Pflichtverletzungen des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft gemäss Art. 152 f. FinfraG.

²³¹ So auch RÜEDI, 23; siehe zur Abgrenzung der Rechtsnatur der übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht im Einzelnen hinten [N 1001 ff.](#)

²³² Zur hybriden Natur siehe etwa VON DER CRONE/DAENIKER, 457.

Privatrecht vielmehr auf die Unterscheidung zwischen *ordnungsrechtlichen* und *ordnungsneutralen* Vorschriften abzustellen.²³³ Letztlich wird man zur Abgrenzung aber auch hier auf ähnliche Kriterien zurückgreifen müssen bzw. auf dieselben Abgrenzungsschwierigkeiten stossen.²³⁴

IV. Weitere Regelungsbereiche

Bei einer Unternehmensübernahme können noch zahlreiche weitere Regelungsbereiche betroffen sein, die hier kurz erwähnt seien:²³⁵ 97

Die beiden grossen – in der vorliegenden Untersuchung nicht behandelten – Gebiete sind das Kartellrecht und das Steuerrecht.²³⁶ Dem *Kartellrecht* – v. a. der Fusionskontrolle – kommt bei Unternehmensübernahmen eine zentrale Rolle zu.²³⁷ Das schweizerische Kartellgesetz ist auf alle Sachverhalte anwendbar, die sich auf dem schweizerischen Markt auswirken, d. h., es gilt das Auswirkungsprinzip (*effects doctrine*).²³⁸ Da dieses Prinzip im Wettbewerbsrecht international verbreitet ist, muss eine grenzüberschreitende Transaktion letztlich alle jeweiligen staatlichen Wettbewerbsrechte bzw. die dort vorgesehenen Verfahren einhalten, sofern eine Auswirkung im entsprechenden Staat gegeben ist.²³⁹ 98

Das Fusionskontrollrecht ist ein von den anderen – sich im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen stellenden Problematiken – stark losgelöstes 99

²³³ JOSENHANS, 115 ff.; RÜEDI, 23 ff. Von ordnungspolitischen Normen wird gesprochen, wenn das Regelungsziel verfolgt wird, die institutionellen Grundlagen der Wirtschaftsverfassung zum Wohle der Gemeinschaft zu fördern, während ordnungsneutrale Normen gesellschafts- bzw. konzernrechtliche Regelungsanliegen verfolgen.

²³⁴ Auch für die kollisionsrechtliche Betrachtung bringt diese Differenzierung m. E. insofern keinen Mehrwert, als nicht alle ordnungsrechtlichen Vorschriften international-privatrechtlich gesondert behandelt werden. Siehe zu den Voraussetzungen der Eingriffsnormen [N 164 ff.](#)

²³⁵ Neben den nachfolgend kurz dargestellten Regelungsbereichen können etwa auch das Immaterialgüterrecht, das Sozialversicherungsrecht, das Datenschutzrecht, das Arbeitsrecht, das Strafrecht und das Mietrecht in einer Übernahmesituation von Bedeutung sein. Siehe dazu vorne [N 18.](#)

²³⁷ Siehe dazu etwa DUCREY, 127 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 530 ff.; ULRICH, 1 ff.; ZÄCH, 348 ff.

²³⁸ Art. 2 Abs. 2 KG; DAVID/JACOBS, 196.

²³⁹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1024 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, 537 f.; zu den völkerrechtlichen Vorgaben siehe BSK KG-LEHNE, Art. 2 N 42 ff., und SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 152 f.

und damit eigenständiges Gebiet.²⁴⁰ Es nimmt in erster Linie eine wirtschaftliche Betrachtungsweise der Unternehmen nach der Übernahme bzw. von deren Stellung im Markt ein und zeigt deshalb wenige Überschneidungen mit dem Gesellschafts- oder dem Kapitalmarktrecht. Dasselbe gilt auch für Regelungen zur Investitionskontrolle (*foreign investment regulation*), die einen starken Bezug zum Wettbewerbsrecht aufweisen.²⁴¹ Sodann ist die Ausgangslage hier insofern eine andere, als nicht das auf die Unternehmensübernahme allgemein anwendbare Wettbewerbsrecht bestimmt werden kann, sondern das Wettbewerbsrecht jedes betroffenen Staates erfüllt werden muss.²⁴² Aus diesen Gründen soll die Thematik des anwendbaren Fusions- und Investitionskontrollrechts in den nachfolgenden Ausführungen ausgeklammert werden und es muss auf die umfassende Literatur (und Praxis) verwiesen werden.²⁴³

- 100 Gleiches gilt für *steuerrechtliche* Themen im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen. Auch hier handelt es sich um ein eigenständiges Gebiet mit wenigen Überschneidungen mit den anderen Gebieten. Deshalb wird auch hierfür auf die einschlägige Literatur verwiesen.²⁴⁴
- 101 Das *Sachenrecht* und damit eng verbunden das *Wertpapierrecht* sind neben dem Gesellschafts- und Vertragsrecht wichtig für Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung der Gesellschaftsanteile, namentlich nach der gültigen Übertragung des Eigentums daran. Beim Share Deal stellt die richtige Übertragung des Eigentums an den Aktien einen zentralen Teil der Übernahme dar und birgt einige Stolperfallen.²⁴⁵ Für ein gültiges Verfügungsgeschäft bei der

²⁴⁰ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 75.

²⁴¹ Siehe zur den aktuellen gesetzgeberischen Bestrebungen hinten [N 1141 ff.](#)

²⁴² ZÄCH, 405 ff.

²⁴³ Statt vieler ALISTAIR, 1 ff.; BÄR, Auswirkungsprinzip, 87 ff.; DABBAH, 1 ff. Zur Praxis etwa für das europäische Fusionskontrollrecht siehe die konsolidierte Mitteilung der Kommission zu Zuständigkeitsfragen gemäss der Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen.

²⁴⁴ BIRCHER-ZIMMERMANN, 1 ff.; HINNY, 257 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, 605 ff.

²⁴⁵ Weshalb teilweise im Verlauf des Übernahmeprozesses bei der Due Diligence – v. a. (aber nicht nur) bei kleineren Gesellschaften – festgestellt werden muss, dass der Verkäufer aufgrund von Formmängeln in der Übertragungskette gar nie Eigentümer der Aktien geworden ist; siehe «Stolpersteine bei der Übertragung von Aktien und GmbH-Anteilen», in: NZZ vom 27.3.2008, S. 29. Zu Übertragungsmängeln aus rechtlicher Sicht etwa Guhl/Koller et al., OR-DRUEY/GUHL, 9011 ff.; zur neueren Praxis des Bundesgerichts zum Nachweis einer lückenlosen Zessionskette siehe Urteil 4A_314/2016 vom 17.11.2016; siehe auch VISCHER M./LIEBERHERR, 293 ff.

Übertragung von Aktien ist je nach Art und Ausgabe der Aktien zu differenzieren.²⁴⁶ Beim Asset Deal ist das Sachenrecht darüber hinaus für die gesamte Übernahme von zentraler Bedeutung.²⁴⁷

Bei einer Übernahme sind auch *vorvertragliche Verhältnisse* von einiger Bedeutung. Der Prozess, bis eine Übernahme tatsächlich zustande kommt bzw. bis Verträge eingegangen werden, kann ein langer sein. Bis dahin stehen die Parteien erst in einem vorvertraglichen Verhältnis, das bei Haftungsfragen wichtig werden kann, z. B. wenn eine Partei die Übernahmeverhandlungen treuwidrig abbricht oder Verhandlungsregeln verletzt.²⁴⁸ In diesen Fällen sind die für vorvertragliche Verhältnisse entwickelten Grundsätze zur *culpa in contrahendo*, Vertrauenshaftung etc. zu berücksichtigen.

Bei allen staatlich regulierten Branchen und Tätigkeiten finden sich weitere zu beachtende Normenkomplexe: So ist das *Bankenrecht* im Finanzsektor zentral und sieht bei Übernahmen Bewilligungs- und Meldepflichten vor.²⁴⁹ Dasselbe gilt für Versicherungen. Hält die Zielgesellschaft *Grundstücke* und ist die Übernehmerin nicht als schweizerisch zu qualifizieren, so kann eine Bewilligung nach dem BewG²⁵⁰ notwendig sein.²⁵¹ Daneben sind zahlreiche weitere regulierte Bereiche auszumachen, bei denen bei Übernahmen Melde- und Bewilligungspflichten zu beachten sind.²⁵² Bei der Übernahme von börsenkotierten Gesellschaften ist ferner die *VegüV* zu beachten, welche die Vergütung des obersten Managements regelt, wobei gewisse Tatbestände der Entschädigung bei Unternehmensübernahmen explizit geregelt sind.²⁵³

²⁴⁶ Namenaktien, Inhaberaktien; verbrieft Aktien, Bucheffekten, Aktien mit aufgeschobenem Titeldruck etc. Siehe dazu BSK Wertpapierrecht-FURTER, Vor Art. 965–1155 OR N 1 ff.; Guhl/Koller et al., OR-DRUEY/GUHL, 901 ff.; ZK Aktiengesellschaft-JUNG, Art. 624 N 55 ff.; ZOBL, Wertpapierübertragung, 105 ff.

²⁴⁷ Siehe hierzu etwa WATTER, Vermögensübertragung, 7 ff.

²⁴⁸ Siehe dazu etwa DOMENICONI, 79 ff.; MONN, 245 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, 99 ff.

²⁴⁹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 556 ff.

²⁵⁰ Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG) vom 16.12.1983; dieses Gesetz ist vor allem bekannt als «Lex Koller» – benannt nach seinem geistigen Vater.

²⁵¹ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.177.

²⁵² Bspw. in der Telekommunikation und in der Luftfahrt, Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.180; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 568 ff.

²⁵³ Siehe Art. 20 Ziff. 3 VegüV, welcher gewisse Provisionen für Unternehmensübernahmen verbietet; welche Transaktionen von diesem Übernahmegriff umfasst sind, ist in der Literatur umstritten, siehe BSK VegüV-PÖSCHEL, Art. 20 N 105 ff.; Praxiskommentar VegüV-OSER/MÜLLER, Art. 20 N 130 ff.

V. Das Verhältnis zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht

1. Problematik

- 104 Wie bereits verschiedentlich angeklungen, treffen bei Übernahmen privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungsinstrumente aufeinander, weshalb auch von einer *Dualität des Übernahmerechts* gesprochen wird.²⁵⁴ Nun stellt sich die Frage, wie aufsichts- bzw. öffentlich-rechtliche Normen ins Privatrecht eingreifen und wie daraus resultierende Konflikte zu handhaben sind. In einem ersten Schritt ist dies für das nationale Verhältnis zu klären.
- 105 Die Dualität von Privatrecht und öffentlichem Recht ist nicht nur dem Übernahmerecht inhärent, sondern im kontinentaleuropäischen Recht allgemein zu finden.²⁵⁵ In vielen Bereichen der Rechtsordnung ist die Abgrenzung und Koordination (zunehmend) Gegenstand von Diskussionen.²⁵⁶ Auch im Übernahmerecht hat schon seit längerem zu kontroversen Diskussionen darüber angeregt, inwiefern die Bestimmungen des Übernahmeaufsichtsrechts die privatrechtlichen Bestimmungen «überlagern».²⁵⁷ VON BÜREN sprach in diesem Zusammenhang schon 1998 von einer «stillen Dekodifikation» des Privatrechts durch öffentlich-rechtliche Spezialerlasse.²⁵⁸ Die Problematik dieses Verhältnisses wird im grenzüberschreitenden Verhältnis bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts noch verschärft, da dann zu klären ist, inwiefern ausländisches (öffentliches) Recht das Schweizer Privatrecht verdrängen kann.
- 106 Vorab sei die Problematik an einem Praxisbeispiel veranschaulicht: Früher waren in der Übernahmepraxis Andienungsverpflichtungen häufig, d. h. Verein-

²⁵⁴ So etwa WINKELMANN, 48.

²⁵⁵ Siehe zur Entwicklung etwa VOSER, 31.

²⁵⁶ So aktuell im Bankenrecht, im Kartellrecht und allgemein im Finanzmarktrecht; siehe vertieft zu dieser Problematik und ihrer geschichtliche Entwicklung EMMENEGGER, 7 ff. Für das Verhältnis Aufsichtsrecht/Privatrecht bei den Finanzmarktgesetzten FINIG/FIDLEG siehe MAURENBRECHER, 559 ff.; für den Bereich der Finanzdienstleistungen siehe WEBER R., Finanzdienstleistungen, 405 ff.; für die Vermögensverwaltung siehe SETHE, Vermögensverwaltung, 202 ff.; für das Zusammenspiel von privat- und aufsichtsrechtlichen Verfahren, siehe BÜHLER/VON DER CRONE, 566 ff.; allgemein siehe HESS, 1163 ff.

²⁵⁷ Siehe etwa BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 72; NOBEL, Querbezüge, 463; NOBEL, Kernbestand, 97 ff.; VON BÜREN/BÄHLER, 393 f.; WINKELMANN, 52 f.; siehe zur geschichtlichen Entwicklung der zunehmenden Überlagerung von aktienrechtlichen Bestimmungen durch das Kapitalmarktrecht BK Aktienrecht-NOBEL, § 8 N 38 ff.

²⁵⁸ VON BÜREN, 181 f.

barungen zwischen dem Anbieter und Aktionären der Zielgesellschaft, in welchen sich der Aktionär verpflichtet, dem Anbieter im Rahmen der öffentlichen Übernahme unwiderruflich seine Aktien anzudienen (*irrevocables*).²⁵⁹ Unter dem FinfraG werden solche unwiderruflichen Andienungsverpflichtungen nun im Falle eines Konkurrenzangebots als unzulässig angesehen.²⁶⁰ Das Übernahmeaufsichtsrecht greift folglich direkt in die vertragliche Beziehung ein, führt zu privatrechtlicher Ungültigkeit und «übersteuert» somit die grundsätzlich geltenden Bestimmungen des Obligationenrechts.

Ähnliche Verhältnisfragen stellen sich in Bezug auf die Verfahren vor der UEK und den Zivilgerichten.²⁶¹ 107

2. Übernahmeaufsichtsrecht und dispositives Vertragsrecht

Eine Überlagerung ist einerseits da zu finden, wo übernahmeaufsichtsrechtliche Normen ins dispositive (Vertrags-)Recht eingreifen.²⁶² Dass das (öffentliche) Recht Schranke der Vertragsfreiheit bildet, ist allgemein bekannt und ergibt sich schon aus Art. 19 Abs. 2 OR.²⁶³ Da den übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen zwingender Charakter zukommt, können diese ohne Weiteres in die Privatautonomie eingreifen. 108

3. Übernahmeaufsichtsrecht und zwingendes Privatrecht

Interessanter wird es, wenn Konkurrenzen des Übernahmeaufsichtsrechts zu *zwingendem Privatrecht* auftreten. Insbesondere Aktienrecht stellt weitgehend zwingendes Recht dar. Bspw. liegen Abwehrmassnahmen gegen unfreundliche Übernahmen nach der (zwingenden) aktienrechtlichen Kompetenzordnung in der Kompetenz des Verwaltungsrats. Nach Angebotsveröffentlichung hingegen fällt gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG diese Kompetenz der 109

²⁵⁹ HÄUSERMANN, 673.

²⁶⁰ Da ein Aktionär der Zielgesellschaft frei wählen können muss, wem er seine Aktien andienen will; Art. 133 Abs. 1 FinfraG, Art. 48 Abs. 4 sowie Art. 51 Abs. 2 UEV.

²⁶¹ Siehe COURVOISIER/SCHNYDER, 269 ff., wonach das Übernahmeverfahren und die Möglichkeiten im Rahmen von Zivilprozessen schlecht aufeinander abgestimmt sind; SCHERRER, 13 ff.

²⁶² So neben vorne genanntem Beispiel etwa auch bei der Angebotspflicht, den Vorgaben betreffend Angebotslaufzeit, Preisgestaltung etc.

²⁶³ BGE 114 II 279 E. 2; BSK OR I-MEISE/HUGUENIN, Art. 19/20 N 19 ff.; Guhl/Koller et al., OR-GUHL/KOLLER, 42. Ob auch ausländisches öffentliches Recht unter Art. 19 OR berücksichtigt werden kann, ist hingegen umstritten, siehe SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 297; siehe auch ausführlich zur Grundproblematik BÄR, Kartellrecht und IPR, 46 ff.

Generalversammlung zu. Das Übernahmeaufsichtsrecht greift also in die aktienrechtliche Kompetenzordnung ein und führt zu einer Kompetenzverschiebung.²⁶⁴ Auch Privatrecht kann Ordnungsanliegen verfolgen.²⁶⁵ So sind Funktionenschutz und Anleger- bzw. Aktionärsschutz auch im Aktienrecht bekannt.²⁶⁶ Nichtsdestotrotz sind wesentliche systematische Unterschiede auszumachen.²⁶⁷

- 110 Aus dogmatischer Sicht ist zu fragen, wie solche verschiedenen ordnungsrechtlichen Normen zueinander stehen.²⁶⁸ Es handelt sich hier um einen Konflikt von Bundeszivilrecht und öffentlichem Recht des Bundes, mithin um Recht gleicher Stufe. Sofern sich die betreffenden Erlasse nicht besonders zu Konflikten zwischen den Gesetzen äussern, muss nach den allgemeinen Auslegungs- bzw. Kollisionsregeln vorgegangen werden.²⁶⁹ Darüber hinaus sind

²⁶⁴ So die h. L.; siehe BAUMANN, 4; BERNET, 276; BERTSCHINGER, 331; BLAAS/PETER/ROOS, 185; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 49; FRAUENFELDER, 125; NOBEL, Querbezüge, 466; WERLEN ST., Rechtsstellung Zielgesellschaft, 226; siehe dazu auch Botschaft BEHG 1993, 1415. BÖCKLI, 1995, 250, hingegen spricht sich gar dafür aus, dass die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen nicht das Aktienrecht abändern, sondern dem Verwaltungsrat einfach öffentlich-rechtliche Ge- und Verbote macht.

²⁶⁵ Was mit dem Ausbau des Interventionsstaates einhergeht, VOSER, 33. Siehe zur Kompetenzverschiebung allgemein durch Überlagerung des Übernahmerechts Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 13 f.

²⁶⁶ Dies führt etwa dazu, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz sowohl dem Aktienrecht als auch dem Übernahmeaufsichtsrecht inhärent ist. Gerade in Bezug auf das Aktienrecht ist deshalb eine (teilweise) Zielkongruenz auszumachen, was das Konfliktpotential abmildert. Im Verhältnis zum Vertragsrecht hingegen stehen Privatautonomie und zwingende Eingriffe zum Schutze der Anleger einander diametral entgegen (WINKELMANN, 48 ff.).

²⁶⁷ Bspw. soll das Aktienrecht auch Gläubiger und andere Stakeholder schützen, nicht nur die Anleger, siehe WINKELMANN, 53 f.

²⁶⁸ Vorab stellt sich schon die Frage, ob normtheoretisch ein Fall von Normenkollision oder Normenkumulation vorliegt nach der Unterscheidung, wie sie das BGer vornimmt. Nach BGE 141 II 66 E. 2.4 sind einerseits Normen zu unterscheiden, welche den gleichen Sachverhalt «unter gleichen Gesichtspunkten unterschiedlich beurteilen» (dann liegt eine eigentliche Normkollision vor); andererseits Normen, welche einen Sachverhalt «nach unterschiedlichen Gesichtspunkten» regeln (indem sie Rechtsfolgen an unterschiedliche Tatbestandsmerkmale anknüpfen oder unterschiedliche Ziele verfolgen), sodass kumulative Normenkonkurrenz bzw. Normenkumulation vorliegt. Da das Übernahmeaufsichtsrecht und das Privatrecht unterschiedliche Ziele verfolgen, wäre von Normenkonkurrenz bzw. Normenkumulation auszugehen. Diese terminologische Unterscheidung ist jedoch nicht mit der Terminologie des internationalen Privatrechts abgestimmt und ihr ist deshalb im Weiteren nicht zu folgen.

²⁶⁹ ZK ZGB Personenrecht-MARTI, Vor Art. 5-6 N 199.

innerstaatliche Rechtskollisionen auf dem Wege einer harmonisierenden Rechtsauslegung und -anwendung zu mildern.²⁷⁰ Nach den bekannten Kollisionsregeln²⁷¹ sind die übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen als speziellere und spätere Regelungen zu qualifizieren, sodass ihnen grundsätzlich Vorrang zukommen muss, auch wenn beide materiell als zwingende Bestimmungen zu qualifizieren sind.²⁷² Deshalb ist in der Lehre auch grundsätzlich unbestritten, dass eine «Überlagerung» bzw. «Verdrängung» des Privatrechts gegeben ist.²⁷³ Das Bundesgericht hat in einem Entscheid kurz festgehalten, dass übernahmerechtliche Vorgaben in die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Regeln «eingreifen» und diese «ergänzen».²⁷⁴ Privatrecht und Übernahmeaufsichtsrecht ergänzen sich in vielerlei Hinsicht und es ist ein Zusammenwirken beider Normenkomplexe notwendig. Teilweise verweist das Übernahmerecht gar ausdrücklich auf das Gesellschaftsrecht (z. B. Art. 37 UEV). Spezialität hat auch nicht zwingend Derogation der allgemeineren Norm zur Folge.²⁷⁵ Eine vollständige Verdrängung der privatrechtlichen Normen ist deshalb abzulehnen. Im Gegenteil ist der Umfang der Überlagerung auf dem Wege der Auslegung zu mildern.

Gemäss Doktrin ist bei der Anwendung von öffentlich-rechtlichen und privatrechtlichen Normen ein Konkurrenzverhältnis in primär drei Konstellationen anzutreffen, nämlich in Form des *Rechtsfolgenwiderspruchs*, der *Rechtsfolgendivergenz* und der *Rechtsfolgenidentität*.²⁷⁶ Diese drei Konstellationen sind

111

²⁷⁰ ZK ZGB Personenrecht-MARTI, Vor Art. 5–6 N 199.

²⁷¹ «*Lex specialis derogat legi generali*» sowie «*lex posterior derogat legi priori*», dazu etwa BGE 88 IV 133; BGE 114 Ib 224.

²⁷² Vgl. VON BÜREN, 181 f.; die allgemeineren privatrechtlichen Bestimmungen können gar überlagert werden, wenn eine Norm des FinfraG privatrechtlicher Natur ist. Allerdings ist hier darauf hinzuweisen, dass kein typischer Fall der Spezialität vorliegt, da die generellere Norm die speziellere nicht gänzlich abdeckt, sondern nur partiell ein Überschneidungsverhältnis gegeben ist, dazu allgemein KRAMER E., 125 ff.

²⁷³ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 72; NOBEL, Querbezüge, 463; VON BÜREN/BÄHLER, 393 f.

²⁷⁴ BGE 133 II 232 E. 4.1.

²⁷⁵ MAUCHLE, 940.

²⁷⁶ EMMENEGGER, 94 ff.; ähnlich MAURENBRECHER, 559 ff.

auch im Verhältnis von Privatrecht und Übernahmeaufsichtsrecht zu finden.²⁷⁷ Bei Rechtsfolgenwidersprüchen ist sachlogisch, dass im Umfang des Widerspruchs keine Kumulation erfolgen kann, sondern eine exklusive Anwendung der *lex specialis* (übernahmeaufsichtsrechtlichen Norm) erfolgen muss und somit eine Derogation der *lex generalis* (aktienrechtlichen Norm).²⁷⁸ Bei Rechtsfolgendivergenz und -identität hingegen gilt dies nicht bzw. nur im divergierenden Aspekt. Bei sich nur überschneidenden Regelungen muss dem Gedanken einer Sicherung der Anwendung beider Normenbereiche Rechnung getragen werden.²⁷⁹

- 112 Deshalb muss m. E. das Verhältnis zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und (zwingendem) Privatrecht bzw. die «Überlagerung» so verstanden werden, dass das Übernahmeaufsichtsrecht die entsprechenden privatrechtlichen Normen nicht vollständig verdrängt, indem es anstelle der privatrechtlichen Normen derogierend anwendbar wäre, sondern diese ergänzt und punktuell präzisiert. Nur bei Rechtsfolgenwidersprüchen bzw. divergierenden Überschneidungen verdrängt es das Privatrecht – und nur soweit notwendig, d. h. im sich ausschliessenden Umfange.

4. Pflichtenkollisionen im Besonderen: Ausstrahlungstheorie

- 113 Ein Konflikt zwischen Aktien- und Übernahmeaufsichtsrecht zeigt sich namentlich auch bei den *Pflichten* der Akteure in der Übernahmesituation. Insbesondere der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann in einer Übernahme

²⁷⁷ Im Übernahmerecht kann als Beispiel für die dritte Konstellation das Gleichbehandlungsgebot genannt werden: Der Gleichbehandlungsgrundsatz ist sowohl im Aktienrecht als auch im Übernahmeaufsichtsrecht fundamental, sodass diesbezüglich ein grundsätzlicher Gleichlauf von aktien- und übernahmeaufsichtsrechtlicher Regelung resultiert, siehe Art. 717 Abs. 2 OR und Art. 1 FinfraG sowie Art. 49 UEV; VON DER CRONE, Grundsätze, 1 ff. Widersprüchliche Regelungen sind etwa beim vorne geschilderten Beispiel der Andienungsvereinbarungen auszumachen, indem das Vertragsrecht die Einhaltung des Vertrages gebietet, während das FinfraG die Durchsetzung verbietet. Rechtsfolgendivergenz ist bei der Regelung des Verhaltens des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation auszumachen, da Regelungen sowohl des FinfraG (v. a. in Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 35 ff. UEV) und der aktienrechtlichen Vorschriften zum Handeln des Verwaltungsrats (v. a. Art. 717 OR) existieren, diese letztlich in den meisten Fällen aber zu deckungsgleichen Ergebnissen führen.

²⁷⁸ Im Allgemeinen bei Normenkonkurrenz dazu KRAMER E., 130.

²⁷⁹ MAUCHLE, 943. Vgl. auch die Ausführungen zur relativen und absoluten Spezialität bei EMMENEGGER, 151 ff.

sowohl privatrechtlichen als auch übernahmeaufsichtsrechtlichen Pflichten unterliegen.²⁸⁰ Diese Pflichten sind oft parallel ausgestaltet,²⁸¹ müssen aber nicht deckungsgleich sein. In diesen Fällen stellt sich die Frage nach dem Verhältnis der übernahmeaufsichts- und der zivilrechtlichen Pflichten. Eine Überlagerung der gesellschaftsrechtlichen Pflichten ist insbesondere in der Hinsicht zu verzeichnen, dass Verhaltenspflichten «prozeduralisiert», d. h. auf Prozesse bzw. Verfahren zugeschnitten werden.²⁸²

Zur Beantwortung der Frage nach dem Verhältnis von öffentlichem und privatem Recht und im Speziellen den sich daraus ergebenden Pflichtenkatalogen lohnt sich ein Blick in die Doktrin zum Verhältnis von Aufsichtsrecht und Privatrecht im Finanzmarktrecht allgemein. Dort wurde diese Frage bearbeitet und verschiedene Lösungsansätze wurden entwickelt.²⁸³ Nach der *Ausstrahlungstheorie* sollen Aufsichtsrecht und Zivilrecht wechselseitig zur Auslegung der relevanten Normen herangezogen werden.²⁸⁴ Nach der These des *Vorrangs des Zivilrechts* soll sich dieses absolut durchsetzen,²⁸⁵ was aber m. E. in Bezug auf das Übernahmerecht undenkbar ist.²⁸⁶ Die *Doppelnormthese* will den aufsichtsrechtlichen Normen auch zivilrechtliche Wirkung verleihen.²⁸⁷ Eine Doppelnormnatur kommt jedoch nur bei einzelnen übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen in Frage. Schliesslich erklärt die *Gleichlauftheorie*, dass beiden Normengebieten ein zwingender (harmonisierter) Gleichlauf zukommt.²⁸⁸ Ein Gleichlauf mag wünschenswert und über weite Strecken auch möglich sein, da aber das Übernahmeaufsichtsrecht teilweise mit dem Privat-

114

²⁸⁰ Bspw. hat der Verwaltungsrat in der Übernahmesituation sein Verhalten an den aktienrechtlichen Vorgaben (v. a. Art. 717 OR) auszurichten. Nun schreibt aber auch Art. 132 FinfraG (i. V. m. Art. 30 ff. UEV) dem Verwaltungsrat gewisse Verhaltensweisen vor bzw. schränkt diese ein.

²⁸¹ So ist die Gleichbehandlungspflicht doppelt verankert, siehe Art. 717 Abs. 2 OR und Art. 1 FinfraG sowie Art. 49 UEV.

²⁸² So Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 6 ff., zwar für das deutsche Recht, dies hat aber auch für das Schweizer Recht Geltung.

²⁸³ ASSMANN, 37 ff.; MAURENBRECHER, 555 ff.; SETHE, Vermögensverwaltung, 202 ff.; SETHE, Anlegerschutz, 747 ff.; WEBER R., Finanzdienstleistungen, 405 ff.

²⁸⁴ SETHE, Vermögensverwaltung, 207 ff.

²⁸⁵ So v. a. ASSMANN, 45.

²⁸⁶ Diese Lehrmeinung vom Primat des Zivilrechts ist abzulehnen, da sonst privatrechtlich vom Aufsichtsrecht abgewichen werden könnte und die zwingende Durchsetzung des Aufsichtsrechts so umgangen würde. Siehe SETHE, Vermögensverwaltung, 209.

²⁸⁷ EBENROTH/WILKEN, 246; MAURENBRECHER, 565; SETHE, Vermögensverwaltung, 206.

²⁸⁸ SETHE, Vermögensverwaltung, 204.

recht diametral entgegenlaufenden Vorschriften operiert, ist es m. E. nicht vorstellbar, die Normen beider Rechtsgebiete zu einem Gleichlauf vereinigen zu können.

- 115 Für den Bereich des Übernahmerechts ist m. E. deshalb der *Ausstrahlungstheorie* zur Anwendung zu verhelfen. Sie ist am Beispiel des Verhaltens des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation näher zu betrachten. Nach der Ausstrahlungstheorie kommt den aufsichtsrechtlichen und privatrechtlichen Pflichten grundsätzlich Selbständigkeit zu, über weite Strecken ist aber ein Gleichlauf zu finden und durch Auslegung nach Möglichkeit zu erwirken, so dass die Normen gegenseitig «Strahlungswirkungen» zeigen.²⁸⁹ Bezogen auf die Pflichten des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation bedeutet dies, dass die aktienrechtlichen Pflichten (z. B. Sorgfalts- und Treuepflicht) weiterhin gelten.²⁹⁰ Die «Ausstrahlungswirkung» der übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen aber konkretisiert die (eher unbestimmten) aktienrechtlichen Begriffe, so dass die übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorgaben im Wege der Auslegung herangezogen werden können.²⁹¹ Umgekehrt könnte auch bei einer aufsichtsrechtlichen Betrachtung auf zivilrechtlich entwickelte Grundsätze zurückgegriffen werden.
- 116 Mit der Ausstrahlungstheorie lässt sich die Normendivergenz zwischen Übernahmemaufsichtsrecht und Privatrecht – insbesondere im Zusammenhang mit kollidierenden Pflichtengefügen – reduzieren.

5. Verhältnis international

- 117 Auf der *internationalen Ebene* kann sich die Problematik noch verstärken, welche sich aus dem Verhältnis von öffentlichem und privatem Recht ergibt. Erstens sind die verschiedenen staatlichen Rechtsordnungen nicht aufeinander abgestimmt. Zweitens wird in verschiedenen Rechtsordnungen die Zuweisung zum öffentlichen bzw. zum privaten Recht unterschiedlich vorgenommen. Drittens ist es ohnehin schwieriger, im internationalen Verhältnis einen Eingriff des ausländischen öffentlichen Rechts ins Privatrecht zu akzeptieren.

²⁸⁹ SETHE, Vermögensverwaltung, 207 ff., im Kontext der Vermögensverwaltung; ECKERT, 231 ff., ausführlich zur Ausstrahlungswirkung unter dem FIDLEG.

²⁹⁰ Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 15.

²⁹¹ Siehe zur Auslegung im Übernahmerecht EGGEN, 398 ff.

Schliesslich kommt hier die Metafrage nach dem anwendbaren Recht hinzu, wobei das Aufsichts- und das Zivilrecht schon grundlegend unterschiedlichen Anknüpfungssystemen folgen.²⁹²

Bei internationalen Sachverhalten ist das Verhältnis zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht primär über Instrumente des Kollisionsrechts zu lösen, insbesondere über die Dogmatik des internationalen Privatrechts.²⁹³ Diese Problematik ist bei den kollisionsrechtlichen Grundlagen wieder aufzunehmen.²⁹⁴ Vorliegend ist aber nach der Berücksichtigung von ausländischen Normen auf der *Ebene des Sachrechts* zu fragen. Denkbar ist m. E. indes, die *Ausstrahlungstheorie* auch auf Sachrechtsebene nutzbar zu machen, da auf dem Wege der Auslegung auch ausländisches Recht – unabhängig von einer internationalen Anwendbarkeit der entsprechenden Norm – eine gewisse Wirkung zeigen kann (die Zulässigkeit der Anwendung der Ausstrahlungstheorie in internationalen Sachverhalten lässt sich m. E. zudem kollisionsrechtlich begründen)²⁹⁵. Deshalb kann ausländisches Börsen- oder Übernahmeaufsichtsrecht ins schweizerische Recht «strahlen» und so massgebend sein, ohne dass eine direkte Anwendbarkeit aus Sicht der Schweiz gegeben wäre.²⁹⁶

118

Gemäss einer Entscheidung des Bundesgerichts kann sodann die Verletzung ausländischen zwingenden Rechts zu Sittenwidrigkeit eines Vertrags nach Art. 20 Abs. 1 OR führen.²⁹⁷ Zwingendes ausländisches Recht kann demnach über Art. 20 OR direkt in schweizerisches dispositives Recht eingreifen. Der Weg über die Sittenwidrigkeit stellt m. E. aber nur ein Notargumentarium dar, international-privatrechtliche Überlegungen gehen vor.

119

²⁹² Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 8 f.

²⁹³ Dazu hinten [N 126 ff.](#)

²⁹⁴ Siehe hinten insb. [N 164 ff.](#)

²⁹⁵ Die Ausstrahlungstheorie lässt sich kollisionsrechtsdogmatisch über das Institut der Anpassung erfassen, siehe hinten [N 160 f.](#)

²⁹⁶ Der Verwaltungsrat einer Schweizer Zielgesellschaft hat bspw. die aktienrechtlichen Pflichten des Schweizer Rechts während der Übernahme zu beachten, ansonsten er sich verantwortlich macht. Wenn nun aber diese Zielgesellschaft ihre Aktien im Ausland kotiert hat, ist in der Regel das Übernahmeaufsichtsrecht dieses Staates anwendbar. Die sich daraus ergebenden Pflichten «strahlen» nun auf die – relativ unbestimmten – aktienrechtlichen Pflichten und konkretisieren diese. Namentlich über die Sorgfalts- und Treuepflicht ist deshalb das ausländische Recht zu berücksichtigen, ganz unabhängig von der Anwendbarkeit dieser Bestimmungen auf die Übernahme. Vgl. auch hinten [N 1223.](#)

²⁹⁷ Urteil 4A_753/2011 des BGer vom 16.7.2012, E. 6.5. Die Verletzung muss auch nach Schweizer Auffassung sittenwidrig sein.

VI. Zwischenfazit

- 120 Ein so verstandenes Übernahmerecht im weiteren Sinne ist als *Querschnittsmaterie* zu qualifizieren. In ihrer Gesamtheit kann eine Übernahme kollisionsrechtlich nur erfasst werden, wenn sowohl das Vertragsrecht, das Gesellschaftsrecht als auch das Übernahmemaufsichtsrecht einbezogen werden. Die verschiedenen Rechtsgebiete sind teils an ähnlichen Regelungszielen ausgerichtet. Bspw. sind im Gesellschaftsrecht der Aktionärsschutz und das Gleichbehandlungsprinzip zentral, während im Aufsichtsrecht der Anlegerschutz ähnliche Ziele verfolgt. Daneben sind aber auch grundlegende Unterschiede zu verzeichnen: Während im Vertrags- und Gesellschaftsrecht die Privatautonomie bzw. die Gestaltungsfreiheit vorherrschen, ist das Aufsichtsrecht von zwingender Rechtsdurchsetzung geprägt. Ein solches «mehrschichtiges Normengefüge», welches verschiedenen Prinzipien und Grundsätzen unterliegt, kann naturgemäss nicht frei von Spannungen sein.²⁹⁸ Dieser juristischen Vieltätigkeit ist im Hinblick auf die kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung Rechnung zu tragen.
- 121 Das *Zusammenspiel* der privat- und öffentlich-rechtlichen Bestimmungen ist nach Möglichkeit *ergänzend* zu handhaben. Das Übernahmemaufsichtsrecht schränkt einerseits die Privatautonomie ein. Andererseits werden (zwingende) privatrechtliche Normen aufgrund von Überlegungen zur Gesetzeskonkurrenz bei Widersprüchen von den übernahmemaufsichtsrechtlichen Normen überlagert. Diese Verdrängung ist m. E. aber auf das geringstmögliche Mass einzuschränken und soll nur punktuell erfolgen, um das Zusammenspiel der Normenkomplexe nicht unnötig zu erschweren. Auf dem Wege der Auslegung zeigen die beiden Normenkomplexe eine gegenseitige Wechselwirkung, indem sie jeweils in das andere Rechtsgebiet «strahlen».

²⁹⁸ Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 5.

§ 4 Kollisionsrechtliche Grundlagen

Zur Einführung in die kollisionsrechtliche Dimension soll auf die für vorliegende Untersuchung massgebenden *Grundlagen des internationalen Privatrechts* und des *Wirtschaftskollisionsrechts* eingegangen werden. 122

Wenn ein Sachverhalt (bspw. eine Unternehmensübernahme) mehrere Rechtsordnungen berührt, braucht es Regeln, die im Einzelfall das auf diesen Sachverhalt anwendbare Recht bestimmen.²⁹⁹ Diese Aufgabe kommt dem *Kollisionsrecht* zu. Es regelt die Berufung des in der Sache anzuwendenden materiellen Rechts, wenn ein Sachverhalt Berührungen zu mehreren Rechtsordnungen hat.³⁰⁰ Auf einer metarechtlichen Ebene bestimmt es, welche Normen des nationalen, ausländischen oder internationalen Rechts auf eine Rechtsfrage anwendbar sind.³⁰¹ Die Rechtsfolge einer Kollisionsnorm ist die Massgeblichkeit eines bestimmten (nationalen) Rechts. 123

Weist eine Übernahme einen internationalen Bezug auf, so bestimmen demzufolge Kollisionsnormen zwingend das auf Rechtsfragen anzuwendende materielle Recht. Für die Übernahme sind nun zivil- wie aufsichtsrechtliche Normen relevant, die unterschiedlichen Anknüpfungssystemen folgen. 124

Das Kollisionsrecht ist traditionell ein Pfeiler des internationalen Privatrechts.³⁰² Kollisionsnormen sind überall denkbar, wo verschiedene Rechtsordnungen «kollidieren» können,³⁰³ und sind deshalb u. a. auch vermehrt im internationalen Wirtschafts(aufsichts)recht anzutreffen. Da der Sachverhalt der Unternehmensübernahme nicht einzig dem Privatrecht zuzuweisen ist, sondern auch eine aufsichtsrechtliche Dimension haben kann, ist auch auf diese «neueren»³⁰⁴ – vom herkömmlichen internationalen Privatrecht abzugrenzenden – Kollisionsnormen bzw. das Wirtschaftskollisionsrecht einzuge- 125

²⁹⁹ SCHWANDER, IPR, 67 ff.; SIEHR, IPR, 2.

³⁰⁰ KREN KOSTKIEWICZ, 124 f.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 8.

³⁰¹ SCHNYDER, Kollisionsnormen, 40.

³⁰² Neben der Frage nach der internationalen gerichtlichen Zuständigkeit und der Anerkennung und Vollstreckung von ausländischen Entscheiden.

³⁰³ SCHNYDER, Kollisionsrecht, 41.

³⁰⁴ «Neu» relativ verstanden im Vergleich zum viel älteren traditionellen Kollisionsrecht; das Wirtschaftskollisionsrecht wurde schon in den 80er-Jahren eingehend diskutiert, siehe etwa m. w. H. VON HEIN, Grundfragen Übernahme kollisionsrecht, 219 sowie die das ganze Werk SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht.

hen, was separat geschehen wird. Dabei sind auch die Gemeinsamkeiten und Unterschiede herauszuarbeiten sowie das Zusammenspiel zwischen dem traditionellen internationalen Privatrecht und dem Wirtschaftskollisionsrecht zu klären.

I. Dogmatische Grundlagen des traditionellen Kollisionsrechts

- 126 Grundsätzlich soll für die dogmatischen Grundlagen des Kollisionsrechts auf die einschlägige Literatur verwiesen werden.³⁰⁵ Nachfolgend sind aber die für die Thematik der vorliegenden Untersuchung zentralen Begriffe zu definieren und auf ausgewählte Problematiken ist vertieft einzugehen.

1. Übersicht

- 127 Dem *traditionellen Kollisionsrecht* als Teil des internationalen Privatrechts liegt der Gedanke zugrunde, dass Rechtsordnungen gleichwertig (Äquivalenz) und deshalb austauschbar sind, sodass diejenige Rechtsordnung gesucht werden kann, welche die engste Verbindung zum Sachverhalt aufweist (*Prinzip des engsten Zusammenhangs*).³⁰⁶ Begründet wurden die Grundsätze der traditionellen kollisionsrechtlichen Methode von Friedrich Carl von Savigny, der die Suche nach derjenigen Rechtsordnung postulierte, der ein Rechtsverhältnis seiner Natur nach angehört, d. h., in der es seinen «Sitz» hat.³⁰⁷ Das internationale Privatrecht will die verschiedenen Rechtsordnungen voneinander abgrenzen und koordinieren und diejenige für anwendbar erklären, welche aus überstaatlicher Optik am besten zur Regelung des Sachverhalts geeignet ist.³⁰⁸ Aufgrund der Äquivalenz der Rechtsordnungen können die Kollisionsnormen im internationalen Privatrecht mehrheitlich *allseitig* ausgestaltet werden, d. h., sie bestimmen sowohl die Anwendung des eigenen als auch des fremden Rechts.³⁰⁹

³⁰⁵ Etwa BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Vor Art. 13–19; CADUFF, 81 ff.; FURRER/GIRSBERGER/MÜLLER-CHEN/SCHRAMM, 16 ff.; KREN KOSTKIEWICZ, 124 ff.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 29 ff.; SIER, 434 ff.; ZK IPRG I, 3. Abschnitt.

³⁰⁶ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 43 ff.

³⁰⁷ VON SAVIGNY, 28 ff.

³⁰⁸ KREN KOSTKIEWICZ, 85; MARK NDUE, 5.

³⁰⁹ JOSENHANS, 108 f.

Internationales Privatrecht ist primär nationales Recht und in der Schweiz im IPRG verankert.³¹⁰ Das System der Verweisungsnormen des IPRG folgt dem Prinzip des engsten Zusammenhangs.³¹¹ Für die Bestimmung des anwendbaren Rechts sind in Art. 13–19 IPRG einige der wichtigsten allgemeinen Fragen geregelt.³¹² Dem IPRG gehen jedoch Staatsverträge vor.³¹³ Im Bereich der Bestimmung des anwendbaren Rechts ist Staatsvertragsrecht allerdings nicht dermassen entscheidend wie bei der Zuständigkeitsordnung. Für die vorliegende Thematik sind Staatsverträge nur für Randthemen relevant.³¹⁴ 128

Auf europäischer Ebene existiert ein europaweit stark vereinheitlichtes internationales Privatrecht, da hier Verordnungen der Europäischen Union zu finden sind.³¹⁵ Die Schweiz als Drittstaat wird von diesen Verordnungen nicht erfasst. 129

2. Einzelfragen bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts

Einige Problematiken und Begrifflichkeiten werden nachfolgend näher dargestellt, da diese im weiteren Gang der Untersuchung benötigt werden. Dabei wird sogleich der Konnex zum Übernahmerecht hergestellt. Das Verfahren zur 130

³¹⁰ Das IPRG regelt eine grenzüberschreitende Materie aus einseitig nationaler Perspektive; SIEHR, IPR, 6 ff.

³¹¹ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 43 f.

³¹² BSK IPRG–MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Vor Art. 13–19 N 1 ff.

³¹³ Art. 1 Abs. 2 IPRG.

³¹⁴ Von gewisser Bedeutung sind: Haager Übereinkommen vom 15.6.1955 betreffend das auf internationale Kaufverträge über bewegliche körperliche Sachen anzuwendende Recht; das Haager Übereinkommen vom 5.7.2006 über die auf bestimmte Rechte an intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung; Übereinkommen der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf vom 11.4.1980.

³¹⁵ Vorliegend dürften v. a. die Rom I-VO (Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.6.2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht) und die Rom II-VO (Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.7.2007 über das auf ausservertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht) interessieren, welche das internationale Privatrecht der vertraglichen und ausservertraglichen Schuldverhältnisse regeln; siehe REIHER, 22 ff.; sodann KONTAGEORGOU, 161 ff.

Berufung des in der Sache anwendbaren Rechts wird nachfolgend in Übereinstimmung mit der Terminologie im internationalen Privatrecht auch als *Anknüpfung* bezeichnet.³¹⁶

- 131 Als *Anknüpfungsbegriffe* – der Teil einer Kollisionsnorm, mittels dessen die massgebende Rechtsordnung bestimmt und der Tatbestand und die Rechtsfolge verknüpft werden –³¹⁷ kommen im vorliegend interessierenden Gebiet eine Vielzahl von Möglichkeiten in Frage. So sind *territoriale* Anknüpfungsbegriffe wie Sitz (der betroffenen Gesellschaften bzw. Wohnsitz, Aufenthalt, Niederlassung der Parteien), *Kotierungsort*, Ort der gelegenen Sache (Unternehmensvermögen, Wertpapiere etc.), Handlungsort (der handelnden Parteien, z. B. des Verwaltungsrats) etc. relevant, aber auch *persönliche* Anknüpfungsbegriffe (v. a. die *Inkorporation* der Gesellschaften) und *funktionelle* Anknüpfungen (Parteiwillen gemäss Vertrag, charakteristische Leistung der Übernahmeverpflichtungen etc.).³¹⁸

2.1. Berufung von Recht mit öffentlich-rechtlichem Charakter

- 132 Wird ein ausländisches Recht berufen, so stellt sich schon allgemein die Frage, welchen Umfang die kollisionsrechtliche Verweisung hat (Problematik der Sachnorm- oder Gesamtverweisung, *Renvoi* etc.).³¹⁹ Im vorliegend besonders interessierenden Schnittbereich von öffentlichem und privatem Recht drängt sich die Frage auf, ob nur ausländisches Privatrecht oder auch *öffentliches Recht* berufen wird.³²⁰ Lange war die Anwendbarkeit von fremdem öffentlichem Recht aufgrund des Territorialitätsprinzips ausgeschlossen.³²¹ Art. 13 Satz 2 IPRG erklärt hierzu, dass die Anwendbarkeit einer Bestimmung des ausländischen Rechts «*nicht allein dadurch ausgeschlossen (ist), dass ihr ein öffentlich-rechtlicher Charakter zugeschrieben wird.*» Diese Formulierung lässt eine gewisse Skepsis gegenüber der Anwendbarkeit von fremdem öffentlichem Recht vermuten, die das Gesetz aber im gleichen Zuge wieder auszuräumen scheint. Jedoch soll Art. 13 IPRG gemäss wohl h. L. unmissverständlich eine umfassende

³¹⁶ Zum Anknüpfungsvorgang etwa CHK IPRG-BUHR/GABRIEL/SCHRAMM, Art. 13 N 4; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 29 ff.; SIEHR, IPR, 491.

³¹⁷ MARK NDUE, 6; SIEHR, IPR, 491 ff.

³¹⁸ Zu den Arten von Anknüpfungsbegriffen siehe KREN KOSTKIEWICZ, 144 ff.

³¹⁹ Siehe dazu etwa SCHWANDER, IPR, 146 ff.

³²⁰ Zur Problematik der Anwendung öffentlichen Rechts aus Sicht des internationalen Privatrechts ausführlich SCHWANDER, *lois d'application immédiate*, 65 ff.

³²¹ Was als «public law taboo» bekannt war, Zetzsche/Lehmann, *Finanzdienstleistungen*-LEHMANN, § 1 N 12 ff.

Verweisung zum Ausdruck bringen, die auch öffentlich-rechtliche Normen erfasst (Prinzip der *offenen Verweisung*).³²² Teilweise wird gefordert, dass aufgrund der bewusst vorsichtig formulierten IPRG-Bestimmung zu differenzieren ist, je nachdem was die Auswirkungen des ausländischen öffentlichen Rechts auf das Privatrecht sind und welchen Zweck das ausländische Recht verfolgt.³²³ Das Bundesgericht hat denn auch Vorbehalte, wenn die Normen des ausländischen öffentlichen Rechts zur «Durchsetzung von Machtansprüchen» dienen.³²⁴ Es spricht nichts dagegen, Normen öffentlich-rechtlichen Charakters anzuwenden, welche ein legitimes Allgemeininteresse zum Gegenstand haben oder vorwiegend zum Schutze privater Interessen eingreifen.³²⁵ Hingegen ist bei Normen, die vorwiegend subjektive Interessen des Erlassstaates verfolgen, Vorsicht angezeigt.³²⁶

Eine strikte Unterteilung des berufenen Rechts in anwendbares Privatrecht und nicht anwendbares öffentliches Recht würde zumindest in gewissen Rechtsgebieten zu einem regelrechten Auseinanderreißen der Rechtsordnung führen, wenn ein Rechtsgebiet sowohl von privatrechtlichen als auch öffentlich-rechtlichen Normen durchdrungen ist.³²⁷ Weitgehend Einigkeit besteht deshalb in Bezug auf die Anwendbarkeit ausländischer öffentlich-rechtlicher Normen, welche der Garantie des Wirtschaftssystems dienen und zu diesem Zweck das Vertrags- und Gesellschaftsrecht beschränken bzw. erweitern.³²⁸ Auch das Übernahmeaufsichtsrecht ist hier anzusiedeln. Es hat (auch) den

133

³²² BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 13 N 19; MILLAUER, 117; SCHWANDER, IPR, 192; ZK IPRG I-HEINI/FURRER, Art. 13 N 37 f.

³²³ So v. a. VISCHER F., Zwingendes Recht, 441; teilweise SIEHR, 502; kritisch auch VOSER, 53 ff. und 78 ff., welche auf die Ordnungsrelevanz einer Norm abstellt und betont, dass Art. 13 IPRG bewusst der Rechtsprechung Raum dafür lässt, gewisse öffentlich-rechtliche Normen nicht anzuwenden.

³²⁴ BGE 118 II 348 E. 3b. Die ältere höchstrichterliche Rechtsprechung war (noch unter dem alten Recht) viel zurückhaltender und ging davon aus, dass öffentliches Recht nicht von einer international-privatrechtlichen Verweisung umfasst ist, siehe etwa BGE 72 III 52 E. 1 und BGE 76 III 60 E. 3 f.

³²⁵ ZK IPRG (2. Aufl.)-HEINI, Art. 13 N 15; SIEHR, Eingriffsnormen, 75 f.; ähnlich schon das Bundesgericht noch unter der strengeren Rechtsprechung BGE 107 II 489 E. 3.

³²⁶ Wobei unterschiedlich mit der Problematik umgegangen wird, siehe BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 13 N 20 ff., m. w. H.

³²⁷ VOSER, 33.

³²⁸ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 13 N 19; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 246 f.; VISCHER F., Zwingendes Recht, 444; so sind im Wettbewerbsrecht auch öffentlich-rechtliche Wettbewerbsnormen der *lex causae* anwendbar, soweit sie zivilrechtliche Wirkung haben, BSK IPRG-DASSER/BREI, Art. 137 N 25.

Schutz privater Interessen zum Ziele, und der Funktionenschutz dient nicht subjektiven staatlichen Interessen. Das enge und ergänzende Zusammenspiel von öffentlichem und privatem Recht im Übernahmerecht führt dazu, dass die öffentlich-rechtlichen Normen nicht einfach aus dem Privatrecht herausgerissen werden und isoliert betrachtet werden können. Von der Anwendbarkeit auszuschliessen sind aber Normen zum Schutz heimischer Unternehmen vor ausländischen Übernahmen im Sinne eines ökonomischen Patriotismus.³²⁹

- 134 Wird für eine privatrechtliche Frage auf ausländisches Recht verwiesen, kann deshalb grundsätzlich auch das ausländische Übernahmemaufsichtsrecht mit angewandt werden.³³⁰

2.2. Grad der Differenzierung bei der Anknüpfung

- 135 Da eine Übernahme aus rechtlicher Sicht kein einheitlicher Vorgang ist und deshalb kaum als Ganzes anzuknüpfen ist, stellt sich die Frage, wie weit ein Sachverhalt bei der Anknüpfung in einzelne Rechtsfragen aufzuschlüsseln ist bzw. wie fein diese Fragen aufzugliedern sind. Diese Frage stellt sich im internationalen Privatrecht generell, im vorliegenden Zusammenhang aber besonders.

a Grundlagen

- 136 Aus ganz grundlegender Optik ist zu fragen, was überhaupt Gegenstand der kollisionsrechtlichen Subsumtion ist. Ist das Lebensverhältnis (z. B. die Übernahme) Anknüpfungsgegenstand oder die Rechtsfrage (z. B. Pflichten des Verwaltungsrats in der Übernahme)? Dabei ist auf die Rechtsfrage als Bindeglied zwischen der Ebene des Tatsächlichen und der juristischen Terminologie abzustellen.³³¹ Die Rechtsfrage ist aus dem Zusammenspiel von Lebenssachverhalt und Kollisionsnorm zu bilden.³³² Eine gewisse wechselseitige Einwirkung ist dabei auszumachen, da zur Bildung einer für das internationale Privatrecht sinnvollen Rechtsfrage die Ausgestaltung der Kollisionsnormen relevant ist.

³²⁹ Dazu vorne [N 55](#).

³³⁰ Allerdings zieht die Anwendbarkeit von ausländischem Privatrecht auf eine Übernahme nicht zwingend die Anwendbarkeit des Übernahmemaufsichtsrechts desselben Staates mit sich. Es sind die Anwendungsvoraussetzungen des ausländischen Aufsichtsrechts zu prüfen, jedenfalls ist aus Sicht des Schweizer IPRG die Möglichkeit der Anwendbarkeit eröffnet.

³³¹ HEYN, 20, m. w. H.

³³² So HEYN, 21.

Verweisungsnormen bestimmen grundsätzlich in ihrem Tatbestand selbst den Gegenstand der Anknüpfung, was in der Regel ein umfassender Rechtsfragenkomplex ist, aber auch einzelne Teilfragen sein können.³³³ Eine gewisse Aufschlüsselung eines Sachverhalts in Rechtsfragen gebietet schon die kollisionsrechtliche Gerechtigkeit und das Prinzip des engsten Zusammenhangs.³³⁴ 137

Es ist aber ein *Spannungsverhältnis* auszumachen zwischen dem Wunsch nach *einheitlicher Anknüpfung* zusammengehörender Tatbestandsgruppen (v. a. zur Vermeidung von Normenkollisionen, die bei gleichzeitiger Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnungen auf eine Tatbestandsgruppe resultieren würde) und *differenzierter Anknüpfung* einzelner Rechtsfragen (zur Berufung der für die spezifische Frage geeigneteren Rechtsordnung). Bei einer historischen Betrachtung wird ersichtlich, dass die möglichst einheitliche Anknüpfung eines ganzen Bündels an Rechtsfragen lange beabsichtigt war.³³⁵ 138

Bei zunehmend komplexeren Fragestellungen und Sachverhalten – wie bspw. bei Unternehmensübernahmen – ist eine Ausdifferenzierung von Rechtsfragen jedoch häufig unvermeidbar und geboten. Hat ein Sachverhalt zu mehreren Rechtsordnungen starke «Rechtsberührungen», so kann eine einheitliche Anknüpfung (auch bei der Rechtsordnung mit dem engsten Zusammenhang) zu einer ungewünschten Verdrängung der übrigen Rechtsordnungen führen, obwohl diese den Sachverhalt eigentlich auch wesentlich mitprägen sollten.³³⁶ Deshalb werden solche Sachverhalte in der kontinentaleuropäischen Tradition in Teilfragen zerlegt, die je nach räumlichem Schwerpunkt den verschiedenen Rechtsordnungen zugewiesen werden können.³³⁷ 139

Die Dogmatik des internationalen Privatrechts hat für die Differenzierung bei der Anknüpfung verschiedene Techniken entwickelt (Anknüpfung von Haupt- und Teilfragen, Sonderanknüpfung, Spaltung der Anknüpfung, Gesamt- und Einzelstatut etc.).³³⁸ Die Abgrenzung und Einordnung der entwickelten Techniken wird in der Literatur nicht einheitlich gehandhabt.³³⁹ Konsequenz einer differenzierten Anknüpfung ist regelmässig eine Spaltung des anwendbaren 140

³³³ SIEHR, IPR, 490. Genauso wie im nationalen Recht bei einem zu beurteilenden Sachverhalt Rechtsfragen weit oder aber spezifischer formuliert werden können, so ist dies bei der Anknüpfung möglich; SCHWANDER, IPR, 139 f.

³³⁴ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 53 ff.

³³⁵ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 53; SIEHR, IPR, 514 ff.

³³⁶ LOOSCHELDERS, 86.

³³⁷ LOOSCHELDERS, 87.

³³⁸ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 54 ff.

³³⁹ Siehe dazu SCHWANDER, IPR, 135 und 140.

Rechts (*dépeçage*), sodass gleichzeitig unterschiedliche Rechtsordnungen anwendbar sind.³⁴⁰ Mit der *dépeçage* einher geht die Gefahr von Disharmonien der anwendbaren Rechte mangels inhaltlicher Abstimmung der Rechtsordnungen.³⁴¹ Dieses Spannungsverhältnis ist im Bereich des Übernahmerechts besonders ausgeprägt.

b Sonderanknüpfung und Mehrfachqualifikation

- 141 Für die Übernahmesituation ist v. a. die Wirkungsweise einer *Sonderanknüpfung* zu vertiefen. Wird eine Hauptfrage oder ein Sachverhalt grundsätzlich einheitlich angeknüpft und eine Rechtsordnung berufen, so können einzelne Teilfragen herausgebrochen und losgelöst von der Regelanknüpfung einer eigenständigen Anknüpfung zugeführt werden.³⁴² Von einer Hauptfrage ist auszugehen, wenn ein grösserer Kreis von Rechtsfragen eine unumstrittene Kollisionsnorm besitzt.³⁴³ Eine Aufsplitterung der Anknüpfung in Teilfragen durch Sonderanknüpfungen ist durch das Gesetz möglich, beliebig weit denkbar und bietet sich aus verschiedenen Gründen an.³⁴⁴ Besonders im Gesellschaftsrecht arbeitet das IPRG mit Sonderanknüpfungen.³⁴⁵
- 142 Auch ohne gesetzlich festgelegte Sonderanknüpfung stellt sich immer die Frage, ob eine spezifische Rechtsfrage einheitlich mit der Hauptfrage anzuknüpfen ist oder ob Gründe für eine Aufschlüsselung und differenziertere Sonderanknüpfung auszumachen sind. Für eine solche – sich nicht aus dem Gesetz ergebende – Sonderanknüpfung kommen verschiedene Institute des internationalen Privatrechts in Frage (v. a. das Institut der Anpassung und die Eingriffsnormen).³⁴⁶ Das Bundesgericht hat in einem Entscheid festgehalten, dass auf der Suche nach der Rechtsordnung mit dem stärksten Zusammenhang einer Abtrennung einer Teilfrage und Bildung einer Sonderanknüpfung

³⁴⁰ AUBART, 12; der französische Begriff der *dépeçage* hat sich international eingebürgert, obwohl er an sich als Begriff keinen dogmatischen Erkenntnismehrwert schafft.

³⁴¹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 229.

³⁴² SCHNYDER/LIATOWITSCH, 56. Zum Begriff der Teilfragen SCHWANDER, IPR, 138 f.

³⁴³ BÄR, Kartellrecht und IPR, 184.

³⁴⁴ BÄR, Kartellrecht und IPR, 184; SCHWANDER, IPR, 143.

³⁴⁵ Siehe dazu die Regelanknüpfung in Art. 154 f. IPRG und die Sonderanknüpfungen in Art. 156 ff. IPRG.

³⁴⁶ Siehe dazu hinten [N 154 ff.](#) und [N 164 ff.](#)

auf dem Wege der Auslegung einer Kollisionsnorm nichts im Wege steht, selbst wenn dabei die Zergliederung eines Rechtsinstituts in Kauf zu nehmen ist.³⁴⁷

Von der Sonderanknüpfung abzugrenzen sind *Mehrfachqualifikationen*. Der Begriff der Mehrfachqualifikation wird terminologisch nicht einheitlich verwendet.³⁴⁸ Weit definiert wird darunter verstanden, dass ein Lebenssachverhalt (oder die sich daraus ergebende Rechtsfrage) nicht genau einer Kollisionsnorm zugeordnet werden kann, sondern unter mehrere Kollisionsnormen zu fassen ist.³⁴⁹ Dazu kann die Konstellation gehören, wenn für eine Rechtsfrage mehrere Rechtsgebiete massgebend sind, was auch als Rechtsfragen- bzw. Rechtsnormenkonkurrenz bezeichnet wird.³⁵⁰ Unter Mehrfachqualifikation wird aber ebenfalls der Fall erfasst, wenn eine Rechtsfrage sowohl dem öffentlichen Recht als auch dem Privatrecht zugehört.³⁵¹ Das Resultat einer Mehrfachqualifikation kann wiederum die Spaltung des anwendbaren Rechts (*dépeçage*) sein. 143

Ein Beispiel für eine Mehrfachqualifikation wäre die Frage nach der gültigen Übertragung von Eigentum an Aktien. Diese (eigentlich schon spezifisch formulierte) Rechtsfrage muss nach Vertragsrecht, Sachen- bzw. Wertpapierrecht und Gesellschaftsrecht beantwortet werden, was zur Berufung mehrerer Rechtsordnungen führen kann.³⁵² 144

c Gesamt- und Einzelstatut

Weit gefasste Anknüpfungspunkte können als *Gesamtstatut* bezeichnet werden, während die Anknüpfung einzelner spezifischer Fragen das *Einzelstatut* ergibt.³⁵³ Unter den Begriff des Gesamtstatuts wird primär subsumiert, wenn ein *materiell-rechtlich zusammengehörender* Sachverhalt breit angeknüpft wird.³⁵⁴ Sind für einen Sachverhalt hingegen mehrere Rechtsgebiete relevant, kann nicht von einem Gesamtstatut in diesem Sinne gesprochen werden, weil es an der materiell-rechtlichen Zusammengehörigkeit fehlt. Im Kontext der 145

³⁴⁷ BGE 141 III 513 E. 5.4.3.

³⁴⁸ Siehe schon die vielen Konstellationen dargestellt bei HEYN, 33 ff.; zum Verständnis des Qualifikationsprozesses im Allgemeinen siehe BERNASCONI, 67 ff.

³⁴⁹ AUBART, 26.

³⁵⁰ So HEYN, 47.

³⁵¹ HEYN, 49 f.

³⁵² Siehe [N 478 ff.](#)

³⁵³ REICHEL, 92 ff.

³⁵⁴ REICHEL, 92, es lässt sich jedoch keine einheitliche Definition finden.

Übernahme, in welchem verschiedene materiell-rechtliche Grundlagen relevant sind, kann deshalb für eine Gesamtbetrachtung nicht von einem eigentlichen Gesamtstatut gesprochen werden.³⁵⁵

d Zwischenfazit

- 146 Zusammenfassend ist festzuhalten, dass bei Sachverhalten mit Bezügen zu mehreren Rechtsgebieten und starken Berührungspunkten zu verschiedenen Rechtsordnungen eine weite einheitliche Anknüpfung kaum möglich ist, da sie im Spannungsverhältnis zur Berufung des «nahen» Rechts steht. Eine Differenzierung wird regelmässig unumgänglich sein, was die Berufung verschiedener Rechtsordnungen mit sich bringen kann. Das Spannungsverhältnis zwischen Differenzierung und einheitlicher Anknüpfung ist im internationalen Privatrecht generell gegeben und ein allgemeines Lösungsrezept besteht nicht. Es ist im *Einzelfall* abzuwägen, wieweit eine Aufspaltung kollisionsrechtlich notwendig und sinnvoll ist.

2.3. Ausnahmeklausel

- 147 Art. 15 IPRG sieht eine *ausnahmsweise Korrektur der Regelverweisung* vor, wenn der Sachverhalt offensichtlich mit einem anderen Recht in viel *engerem Zusammenhang* steht. Seiner Funktion – dem Anstreben kollisionsrechtlicher Gerechtigkeit – gemäss beschränkt sich Art. 15 IPRG auf die Korrektur unechter Lücken und ist nur auf offensichtlich atypische Sachverhalte anwendbar (Funktion eines «Notventils»³⁵⁶).
- 148 Im vorliegend interessierenden Bereich sind aber verschiedene Konstellationen denkbar, in denen der Ausnahmeklausel Bedeutung zukommen kann:
- 149 So wird die Möglichkeit diskutiert, die Ausnahmeklausel beizuziehen, um bei einem besonders engen inneren Zusammenhang einer Materie eine *einheitliche Anknüpfung* trotz eigentlicher Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnungen (nach den allgemeinen Kollisionsnormen) zu erzielen.³⁵⁷

³⁵⁵ Nur in einem weit verstandenen Sinne kann der Begriff des (Übernahme-)Gesamtstatuts verwendet werden, wenn breite Anknüpfungen vorgenommen werden.

³⁵⁶ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 15 N 7; ZK IPRG-GIRSBERGER/GASSMANN, Art. 15 N 23 ff. und N 46 ff.

³⁵⁷ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 15 N 13; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 74; ZK IPRG I-GIRSBERGER/GASSMANN, Art. 15 N 65, m. w. H.; die Einzelheiten sind in der Literatur umstritten. Siehe für Beispiele aus der Praxis des Bundesgerichts BGE 131 III 289 E. 2.5 und BGE 94 II 355 E. 3 f.

Ebenso kann die Anwendung von *zwingenden Rechtssätzen* einer grundsätzlich nicht berufenen Rechtsordnung den «verweisungsrechtlichen Schwerpunkt» eines Rechtsverhältnisses dergestalt verlagern, dass es sich anbietet, über die Ausnahmeklausel diese Rechtsordnung auf den gesamten Sachverhalt anzuwenden.³⁵⁸ Im Bereich des Übernahmerechts könnte dies von Bedeutung sein, wenn trotz der grundsätzlichen Berufung des inländischen Privatrechts die Geltung eines ausländischen Übernahmehaufsichtsrechts den verweisungsrechtlichen Schwerpunkt ins Ausland zieht. 150

Stark einschränkend ist im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht aber zu beachten, dass die Ausnahmeklausel nie anwendbar sein kann, wenn eine Rechtswahl gegeben ist (Art. 15 Abs. 2 IPRG). Dies ist sowohl im Vertragsrecht als auch im Gesellschaftsrecht (Rechtswahl durch Inkorporation) bedeutend.³⁵⁹ 151

3. Normenkonflikte und Anpassung

3.1. Das Problem der Normenkollisionen

Das Nebeneinander von mehreren Rechtsordnungen kann zu Konflikten und Widersprüchen führen, für die das internationale Privatrecht gewisse Lösungsmöglichkeiten bieten muss. Schon im nationalen Recht können Widersprüche oder Unstimmigkeiten zwischen verschiedenen Normen auftreten, die mittels Auslegung und Konkurrenzregeln zu lösen sind.³⁶⁰ Auf internationaler Ebene ist – aufgrund der fehlenden übernationalen Abstimmung der Rechtsordnungen in weiten Bereichen – diese Gefahr viel grösser. Normenkollisionen können auf unterschiedliche Verweisungen in verschiedenen Rechtsordnungen zurückzuführen sein, aber auch auf die extraterritoriale Wirkung von Normen.³⁶¹ Dabei sind positive und negative Normenkollisionen bzw. Normenwidersprüche und -diskrepanzen zu unterscheiden.³⁶² 152

³⁵⁸ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 227; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 74.

³⁵⁹ Im Gesellschaftsrecht sollen die Parteien mittels Inkorporation das auf die Gesellschaft anwendbare Recht steuern können, ohne dem Grundsatz des engsten Bezugs zu genügen, BGE 117 II 494 E. 7; zur Nichtanwendbarkeit der Ausnahmeklausel im Gesellschaftsrecht siehe ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 154 N 30 f.

³⁶⁰ Vorrang der *lex specialis* etc., siehe dazu schon vorne [N 110](#).

³⁶¹ EKKENGA/KUNTZ, 2435.

³⁶² NEUHAUS, 252; SIEHR, IPR, 533 f.; siehe ausführlich dazu [N 197 ff.](#), [N 755 ff.](#) und [N 1295 ff.](#)

- 153 Negative Normenkonflikte bzw. Normenmängel sind gegeben, wenn sich gar keine Rechtsordnung auf eine Frage anwendbar erklärt.³⁶³ Positive Anwendungskonflikte oder Normenhäufungen hingegen sind gegeben, wenn mehrere Rechtsordnungen nebeneinander berufen sind, dabei aber kein sachgerechtes oder gar ein widersprüchliches Ergebnis resultiert.³⁶⁴ Mit anderen Worten können bei der Anwendbarkeit von mehreren Rechtsordnungen auf einen Sachverhalt Unstimmigkeiten und Widersprüche auftreten, die einer Abstimmung bedürfen.³⁶⁵ Während negative Normenkonflikte zu Schutzlücken führen, ziehen positive Normenkonflikte Pflichtenkollisionen sowie Mehraufwendungen nach sich.³⁶⁶

3.2. «Anpassung» zur Lösung von Normenkonflikten

a Die Anpassung

- 154 Der international-privatrechtliche Begriff der *Anpassung* (auch «Adaption», «Angleichung») bezeichnet die *modifizierte Anwendung* einer Rechtsordnung zur Vermeidung von Konflikten bei gleichzeitiger Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnungen aufgrund internationaler Bezüge.³⁶⁷
- 155 Die Anpassung einer Rechtsordnung an eine andere kann bei positiven Anwendungskonflikten in primär drei *Konstellationen* notwendig werden:³⁶⁸ Es können auf einen Sachverhalt *verschiedene Rechtsbereiche* anwendbar sein (Rechtsfragen- oder Rechtsnormenkonkurrenz), was zur Berufung unterschiedlicher Rechtsordnungen für die einzelnen Rechtsbereiche führen kann.³⁶⁹ Auch eine *Spaltung der Anknüpfung* (aufgrund einer Sonderanknüpfung, Teilfrage etc.) kann zur Berufung mehrerer Rechtsordnungen für eine Frage führen. Schliesslich führt auch das *Auftreten von Eingriffsnormen* zur

³⁶³ Siehe etwa JOSENHANS, 340; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 747; EKKENGA/KUNTZ, 2433 f., sprechen von Normenmangel und erachten diesen nicht als per se problematisch, da er einer liberalen gesetzgeberischen Grundhaltung entsprechen könne.

³⁶⁴ LOOSCHELDERS, 8; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 747.

³⁶⁵ EKKENGA/KUNTZ, 2432.

³⁶⁶ JOSENHANS, 440.

³⁶⁷ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 90.

³⁶⁸ SCHWANDER, IPR, 198.

³⁶⁹ Als Lehrbuchfall gilt hier die gleichzeitige Anwendbarkeit von Erbrecht und Ehegüterrecht bei einem Todesfall; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 90; SCHWANDER, IPR, 198; ZK IPRG I-GIRSBERGER/GASSMANN, Art. 15 N 72.

gleichzeitigen Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnungen.³⁷⁰ Im Bereich des Übernahmerechts sind alle drei Konstellationen auszumachen.³⁷¹ In besonderen Fällen – etwa bei internationalen Umstrukturierungen – führt das *Kumulationsprinzip*³⁷² zur gleichzeitigen Anwendbarkeit zweier Gesellschaftsrechte und somit zur Normenkonkurrenz. Dort ist anerkannt, dass zum Zwecke der Koordination eine Notwendigkeit der Anpassung besteht.³⁷³

Mittels der «Anpassung» können nun solche Konflikte entschärft werden, wobei verschiedene Lösungsmöglichkeiten unter dem Gesichtspunkt der Anpassung (kontrovers) diskutiert werden. LOOSCHELDERS bezeichnet die «Anpassung» deshalb gar als das unsicherste Terrain, auf dem nahezu alles streitig sei.³⁷⁴

156

Die *kollisionsrechtlichen Lösung* nimmt die Anpassung bei den Kollisionsnormen vor, indem durch Auslegung, Ergänzung, Nichtanwendung und Ersetzung der international-privatrechtlichen Bestimmungen diejenigen Sachnormen berufen werden, die zu einem widerspruchsfreien Ergebnis führen.³⁷⁵ Bei der *materiell-privatrechtlichen Lösung* wird die Anpassung auf Ebene der Sachnormen der anwendbaren Rechtsordnungen vorgenommen.³⁷⁶ Durch Auslegung der berufenen Sachnormen soll eine Lösung des Widerspruchs oder der Diskrepanz gefunden werden.³⁷⁷ Mit diesen Methoden können auch negative Normenkollisionen gelöst werden, indem durch Auslegung versucht wird, eine Rechtsordnung zu berufen bzw. ihre Normen materiell anzuwenden.³⁷⁸ Meines Erachtens muss keiner Methode generell der Vorzug gegeben werden. Eine

157

³⁷⁰ SCHWANDER, IPR, 198; zu den Eingriffsnormen siehe sogleich hinten [N 164 ff.](#)

³⁷¹ Während Rechtsnormenkonkurrenz etwa bei der Frage nach der Übertragung von Eigentum an Aktien auftritt, sind die Sonderanknüpfungen etwa im Gesellschaftsrecht relevant, während sich die Eingriffsnormenproblematik im Zusammenhang mit dem Übernahmeaufsichtsrecht stellt.

³⁷² Siehe dazu hinten [N 528.](#)

³⁷³ OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al., Vorb. zu Art. 161–164b N 8 ff.

³⁷⁴ LOOSCHELDERS, 1.

³⁷⁵ SCHWANDER, IPR, 200.

³⁷⁶ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 90; eine weitere Lösungsmöglichkeit wäre die Bildung spezieller – auf diese Sachverhalte zugeschnittener – *Sachnormen* des internationalen Privatrechts (SCHWANDER, IPR, 201). In besonderen Fällen kann die Anpassung auch analog der Ausnahmeklausel gemäss Art. 15 IPRG geschehen, was jedoch strittig ist: Gemäss ZK IPRG I-GIRSBERGER/GASSMANN, Art. 15 N 71, kann Art. 15 für die Anpassung nicht beigezogen werden; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 90, hingegen sprechen sich dafür aus.

³⁷⁷ LOOSCHELDERS, 35.

³⁷⁸ KELLER/SIEHR, 455 f.

Auslegung von Normen darf auf jeder Ebene erfolgen, d. h. sowohl bei den Kollisionsnormen als auch dem berufenen Recht. Da das Problem im internationalen Privatrecht zu lokalisieren ist, soll m. E. zuerst versucht werden, es mit dessen Mitteln zu lösen.³⁷⁹ Bringt dies kein befriedigendes Ergebnis, so bleibt aber die materiell-rechtliche Lösung.

- 158 Die *dogmatische Einordnung* der Anpassung ist in der Doktrin umstritten. Ein Teil der (älteren) Lehre verortet sie als (gewöhnliche) Auslegungsmethode, während der andere sie eher als besondere – über die eigentliche Auslegung hinausgehende – kollisionsrechtliche Methode einer modifizierten Rechtsanwendung qualifiziert.³⁸⁰ Zweitere Einordnung eröffnet viel weiter gehende Möglichkeiten, da sie eine Korrektur an der eigentlichen Auslegung zur Vermeidung von Normenwidersprüchen aus Gründen der materiellen Gerechtigkeit zulässt.³⁸¹ Meines Erachtens liefert das Institut der Anpassung nur dann einen Mehrwert, wenn es dergestalt verstanden wird. SCHWANDER wertet die so verstandene Anpassung als Form der Sonderanknüpfung.³⁸²

b Ausstrahlungstheorie als Konkretisierung der Anpassung

- 159 Die Anpassung hat auf jeden Fall eine *Modifikation* der kollisions- oder materiell-rechtlichen Normen zur Folge als Resultat der (besonderen international-privatrechtlichen) Auslegung, wobei die Modifikation auf das geringstmögliche Mass zu reduzieren ist.³⁸³ Methodisch kann auf die teleologische Reduktion oder die Lückenfüllung zurückgegriffen werden, wobei Ersatzanknüpfungen möglich sind, um das passende Recht zu berufen.³⁸⁴
- 160 Die Anpassung stellt eine breite, über weite Strecken strittige Thematik dar. Sie ist daher nach Möglichkeit für die vorliegende Thematik zu konkretisieren. Die Anpassung erlaubt eine Modifikation bei den anwendbaren Sachnormen zur Vermeidung von Konflikten, indem durch (besondere) *Auslegung* der berufenen Norm eine Lösung des Widerspruchs bzw. der Diskrepanz gefunden werden soll. Dies weist substantielle Ähnlichkeiten mit der vorne dargestellten

³⁷⁹ So auch SCHWANDER, IPR, 201; a. A. EKKENGA/KUNTZ, 2433, welche die kollisionsrechtliche Anpassung für den Bereich des Übernahmerechts für nicht tauglich halten.

³⁸⁰ Siehe für eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Meinungen LOOSCHELDERS, 60 ff.; für eine besondere kollisionsrechtliche Methodik etwa SCHWANDER, lois d'application immédiate, 34.

³⁸¹ LOOSCHELDERS, 63.

³⁸² SCHWANDER, lois d'application immédiate, 325.

³⁸³ LOOSCHELDERS, 176 ff.

³⁸⁴ LOOSCHELDERS, 195 ff.

Ausstrahlungstheorie auf. Diese will – im nationalen Bezug – Kollisionen zwischen aufsichts- und privatrechtlichen Pflichten durch Auslegung und Anerkennung einer Ausstrahlungswirkung des anderen Rechts zu einem Gleichlauf führen.³⁸⁵

Da die Ausstrahlungstheorie für Konflikte bei Binnensachverhalten entwickelt wurde, stellt sich die Frage, wie sie *kollisionsrechtsdogmatisch* zu erfassen ist, wenn es um das Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht auf *internationaler Ebene* geht. Meines Erachtens darf diese Frage mit dem international-privatrechtlichen Institut der Anpassung beantwortet werden: Die Ausstrahlungstheorie konkretisiert die materiell-rechtliche Anpassung, indem sie näher umschreibt, wie die Modifikation der sachrechtlichen Norm (durch die Strahlungswirkung) zu geschehen hat. Die von der Literatur entwickelten Grundsätze zu Wirkung der Ausstrahlungstheorie können genutzt werden, um die Anpassung – insbesondere für die Problematik der Pflichtenkollisionen – im Übernahmerecht zu konkretisieren. Im Gegenzug liefert das Institut der Anpassung die kollisionsrechtsdogmatische Rechtfertigung für die Anwendung der Ausstrahlungstheorie auch auf internationaler Ebene. Kurz gefasst *legitimiert* die Anpassung die Ausstrahlungswirkung auf internationaler Ebene, während die Ausstrahlungstheorie die Anpassung *konkretisiert*.

161

Da sich die Ausstrahlungstheorie im Binnenbezug auf das *Verhältnis von Zivil- und Aufsichtsrecht* beschränkt, kann sie die Anpassung auch auf internationaler Ebene nur in diesem Verhältnis konkretisieren. Sie äussert sich hingegen nicht zum Verhältnis von gleichzeitig anwendbaren Zivilrechtsordnungen oder von kollidierenden Aufsichtsrechten. Bei solchen Verhältnissen ist eine «gewöhnliche» Anpassungsproblematik gegeben.

162

3.3. Schlussfolgerung

Das Institut der Anpassung ist für den Fall des Auftretens von Normenkonflikten in der vorliegenden Untersuchung auf jeden Fall im Auge zu behalten. Es bietet gewisse dogmatische Ansätze dazu, wie aus Sicht des internationalen Privatrechts im Falle von Normenkollisionen positiver oder negativer Art reagiert werden kann. Dabei kann sowohl die kollisionsrechtliche als auch die materiell-rechtliche Anpassung hilfreich sein. Letztere umfasst auch die Ausstrahlungstheorie.

163

³⁸⁵ Siehe vorne [N 113 ff.](#)

4. Eingriffsnormen

- 164 Für das Zusammenspiel von öffentlichem Recht und Privatrecht im internationalen Verhältnis ist vertieft auf das international-privatrechtliche Konzept der *Eingriffsnormen* bzw. der *lois d'application immédiate*³⁸⁶ einzugehen. Die Berufung einer Rechtsordnung durch die Regelverweisung bedarf aus Sicht eines Staates manchmal einer Korrektur, um gewisse zwingende Bestimmungen und fundamentale Prämissen der Rechtsordnung durchzusetzen, was mittels Eingriffsnormen geschehen kann.³⁸⁷
- 165 Eingriffsnormen werden definiert als Sachnormen, welchen ein eigener (vom Anknüpfungsbegriff der allgemeinen Kollisionsregel abweichender) räumlicher Anwendungsbereich zukommt und die aus der Optik des Erlassstaates *aufgrund ihrer Schutzfunktion unmittelbar zwingend* anzuwenden sind, unabhängig vom geltenden Wirkungsstatut.³⁸⁸ Dogmatisch handelt es sich bei Eingriffsnormen ebenfalls um ein Instrument der Sonderanknüpfung.³⁸⁹

4.1. Inländische Eingriffsnormen

a Grundlagen

- 166 Gemäss Art. 18 IPRG bleiben Bestimmungen des schweizerischen Rechts vorbehalten, die *wegen ihres besonderen Zweckes unabhängig* von dem durch dieses Gesetz bezeichneten Recht *zwingend anzuwenden* sind.³⁹⁰ Gemäss Doktrin soll mit diesem Vorbehalt die Anwendung von international *absolut zwingenden* Normen des Forumstaates gesichert werden, wobei sich der *qualifiziert* zwingende Charakter insbesondere aus der politischen, sozialen oder wirtschaftlichen Bedeutung ergeben kann.³⁹¹ Eingriffsnormen regeln ihren örtlichen Anwendungsbereich selbständig – sei dies ausdrücklich oder implizit.³⁹²
- 167 Da nur *qualifiziert zwingende* Normen *lois d'application immédiate* darstellen, sind diese von den *gewöhnlichen* zwingenden Normen des schweizerischen

³⁸⁶ Siehe zur Terminologie ausführlich MEIER N., Eingriffsnormen, 51 ff.

³⁸⁷ KREN KOSTKIEWICZ, 239 ff.; SCHWANDER, IPR, 243 ff.

³⁸⁸ KREN KOSTKIEWICZ, 240; MEIER N., Eingriffsnormen, 4 f.; MENG, 654 f.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 74; SCHWANDER, IPR, 237; SIEHR, Eingriffsnormen, 41; VOSER, 4.

³⁸⁹ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 74.

³⁹⁰ Siehe für ein Anwendungsbeispiel BGE 125 III 443 E. 3d.

³⁹¹ KREN KOSTKIEWICZ, 240; MEIER N., Eingriffsnormen, 51; SCHWANDER, IPR, 238 f.

³⁹² ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 1.

Rechts abzugrenzen, welche im Rahmen der *lex causae* zur Anwendung kommen. Vorauszusetzen ist einerseits ein *international* zwingender Charakter, d. h., dass die Norm auch international durchgesetzt werden möchte. Sodann bedeutet «qualifiziert zwingend», dass über eine blosser Unabdingbarkeit hinausgehend eine Norm die Befolgung *ganz besonderer öffentlicher* (v. a. ordnungs- und wirtschaftspolitischer) Ziele durchsetzen will.³⁹³ Diese Abgrenzung im Einzelnen vorzunehmen bereitet dort Schwierigkeiten, wo sich öffentlich-rechtliche und privatrechtliche Normen gegenseitig durchdringen, was namentlich bei Bestimmungen des Unternehmens- und Gesellschaftsrechts der Fall sein kann.³⁹⁴ Eingriffsnormen sind regelmässig unter den öffentlich-rechtlichen Normen zu finden, es kann sich aber auch um dem öffentlichen Recht nahestehende privatrechtliche Normen mit (mindestens auch) ordnungspolitischer Interessenverfolgung handeln.³⁹⁵ Normen im Schnittbereich des öffentlichen und privaten Rechts sind im Einzelfall auf ihren Eingriffsnormcharakter hin zu untersuchen.³⁹⁶

Die theoretischen Grundlagen der Eingriffsnormen sind noch immer umstritten.³⁹⁷ Aus kollisionsrechtlicher Perspektive liegt eine einseitige Verweisungsnorm vor, der als *lex specialis* Vorrang gegenüber den allgemeinen Kollisionsregeln zukommt.³⁹⁸ Ein materiell-rechtlicher Ansatz hingegen lässt die Norm ihren eigenen Anwendungsbereich definieren, sodass sich insofern eine kollisionsrechtliche Verweisung erübrige.³⁹⁹

168

b Wirkung der Eingriffsnorm

Ist eine Eingriffsnorm einschlägig, so stellt sich die Frage, welche *Rechtsfolgen* dieser «Vorbehalt» der Bestimmung mit sich bringt. Da die Anwendung der Eingriffsnorm einer kollisionsrechtlichen *Sonderanknüpfung* gleichkommt,

169

³⁹³ Botschaft IPRG, 314; Göthel, M&A-GÖTHEL, 260 f.; MEIER N., Eingriffsnormen, 85 f.; RÜEDI, 38; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 12 f., gemäss welchem die Abgrenzung zwischen exogenen (von aussen auf das Privatrecht einwirkenden) Normen und zwingenden privatrechtimmanenten Normen vorzunehmen ist; SCHWANDER, lois d'application immédiate, 281.

³⁹⁴ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 14; VOSER, 30 ff.

³⁹⁵ VOSER, 36; ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 2.

³⁹⁶ Siehe ausführlich MEIER N., Eingriffsnormen, 70 ff., insb. 79.

³⁹⁷ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 3 ff.; ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 1 f.

³⁹⁸ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 75.

³⁹⁹ KREN KOSTKIEWICZ, 131; SCHWANDER, IPR, 243; SCHWANDER, lois d'application immédiate, 377; VOSER, 237 f.

sind nur die Teilfragen, welche von der Eingriffsnorm geregelt werden, gesondert anzuknüpfen und *punktuell* zur Anwendung zu bringen, wobei die Anwendung zurückhaltend und in engem Rahmen zu erfolgen hat.⁴⁰⁰ Es werden nur die unmittelbaren Rechtsfolgen berücksichtigt.⁴⁰¹ Unter diese fällt insbesondere die Gültigkeit bzw. Nichtigkeit eines privatrechtlichen Rechtsverhältnisses. Die Rechtsfolgen, über welche die Eingriffsnorm keine Anordnungen trifft (v. a. mittelbare zivilrechtliche Folgen), sind hingegen der *lex causae* zu entnehmen.⁴⁰² Zur Bestimmung der Rechtsfolgen ist also zuerst die Eingriffsnorm darauf hin zu analysieren, ob sie (allenfalls auf dem Wege der Auslegung) eine unmittelbare Rechtsfolge anordnet.⁴⁰³ Bspw. ist zu prüfen, ob sie die Wirksamkeit eines privatrechtlichen Rechtsgeschäfts berührt.⁴⁰⁴ Ist eine solche unmittelbare Rechtsfolge der Eingriffsnorm nicht zu entnehmen, sind die *mittelbaren* zivilrechtlichen Folgen nach der *lex causae* zu prüfen (etwa Schadenersatzansprüche).⁴⁰⁵ Es ist jedoch auch denkbar, dass eine Eingriffsnorm explizit mittelbare zivilrechtliche Folgen regelt.

c *Übernahmerechtliche Regelungen als Eingriffsnormen?*

- 170 In diesem Zusammenhang gilt es zu prüfen, ob die übernahmerechtlichen Regelungen der Schweiz grundsätzlich als Eingriffsnormen qualifizieren. Dies hat sowohl für das Übernahmemaufsichtsrecht als auch das Vertrags- und Gesellschaftsrecht zu geschehen.
- 171 Beim *Übernahmemaufsichtsrecht* müssten – aufgrund der unterschiedlichen Rechtsnatur – die einzelnen Bestimmungen separat betrachtet werden. Im Allgemeinen lässt sich aber sagen, dass börsen- und finanzmarktrechtliche Normen klar den Eingriffsnormen zugerechnet werden – sowohl von der Dok-

⁴⁰⁰ BGE 128 III 201 E. 1; HENRY, 187; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 78; SCHWANDER, IPR, 243 f.

⁴⁰¹ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 23.

⁴⁰² SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 296.

⁴⁰³ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 224.

⁴⁰⁴ Bsp.: Nach dem FinfraG sind unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen im Falle eines Konkurrenzangebots unzulässig. Wird diese Regelung als Eingriffsnorm qualifiziert, so ist die unmittelbare Folge der Ungültigkeit der Andienungsverpflichtungen dem Übernahmemaufsichtsrecht als Eingriffsrecht zu entnehmen (hier nur auf dem Wege der Auslegung). Die mittelbaren Ansprüche aus der Rückabwicklung des Vertrages hingegen sind nach dem anwendbaren Vertragsrecht zu bestimmen.

⁴⁰⁵ ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Art. 18 N 9 f.

trin⁴⁰⁶ als auch der Judikatur.⁴⁰⁷ LEHMANN bezeichnet das Finanzmarktrecht gar als «archetypisches Eingriffsrecht».⁴⁰⁸ Das aufsichtsrechtliche Übernahmerecht ist zweifelsohne *zwingend* anwendbar und verfolgt (mindestens auch) ordnungspolitische Zwecke (Schutz des Kapitalmarkts) und definiert seinen Anwendungsbereich autonom aufgrund der Zielsetzung des Gesetzes, unabhängig von der international-privatrechtlichen Anknüpfung.⁴⁰⁹ Die Einstufung einer Bestimmung als *qualifiziert* zwingend verlangt, dass aus Gründen des Gemeinwohls in die Gestaltungsfreiheit von Privaten eingewirkt wird (Verfolgung überindividueller Gemeininteressen).⁴¹⁰ Im Bereich des Kapitalmarktrechts kann es bisweilen schwer fallen, klare Aussagen zu den von den Normen verfolgten Interessen zu machen.⁴¹¹ Im Bereich des Übernahmeaufsichtsrechts dürften die Normen aber überwiegend als qualifiziert zwingend eingeordnet werden, da sie (mindestens auch) überindividuelle Interessen verfolgen. Dies lässt m. E. klar auf Eingriffsnormcharakter der übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen schliessen. Die Bestimmungen des Übernahmeaufsichtsrechts sehen eine selbständige Regelung ihres Geltungsbereichs vor.⁴¹² Deshalb handelt es sich um *atypische Eingriffsnormen* in der Form von Sachnormen mit eigenen räumlich-persönlichen Tatbestandsmerkmalen.⁴¹³

Gemäss MEIER hingegen sind kapitalmarktrechtliche Vorschriften nicht als Eingriffsnormen zu qualifizieren, da der Kapitalmarkt einen nationalen Sachverhalt darstelle und das Kapitalmarktrecht als öffentliches Recht gar nicht

172

⁴⁰⁶ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 78; BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 16; BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Vor Art. 150-165 N 6; GRETER, 402; KREN KOSTKIEWICZ, 240; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 367 f.; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 77; STEINRÖTTER, 59 ff.; VOSER, 133; ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 36 ff.; a. A. SIEHR, IPR, 419.

⁴⁰⁷ Urteil B-1215/2009 des BVGer vom 9.11.2010, E. 7.1.2. Das BVGer hielt in diesem Urteil fest, dass die Normen des schweizerischen Börsenrechts zur Melde- und Angebotspflicht Eingriffsnormen i. S. d. IPRG darstellen; siehe sodann BGE 130 II 351 E. 6.1, woraus geschlossen werden kann, dass Anleger- und Funktionenschutzgedanken Eingriffsnormen zur Durchsetzung verhelfen können.

⁴⁰⁸ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 533, jedoch zur Regelung aus der Sicht Deutschlands.

⁴⁰⁹ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Vor Art. 150-165 N 6; RÜEDI, 38; siehe Art. 125 FinfraG.

⁴¹⁰ SCHNYDER/BOPP, 395.

⁴¹¹ SCHNYDER/BOPP, 395; siehe dazu schon vorne [N 86 ff.](#)

⁴¹² Siehe Art. 125 FinfraG und dazu hinten [N 653 ff.](#)

⁴¹³ Zu den Sachnormen des internationalen Privatrechts mit räumlich-persönlichen Tatbestandsmerkmalen KREN KOSTKIEWICZ, 131; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 75; SCHWANDER, IPR, 243; SCHWANDER, lois d'application immédiate, 377; VOSER, 237 f.

vom IPRG erfasst werde.⁴¹⁴ Dieser Meinung ist jedoch aus folgenden Gründen nicht zu folgen: Zwar regelt das IPRG das internationale *Privatrecht*, es muss jedoch unbedingt auch öffentliches Recht insofern aus der Optik des internationalen Privatrechts erfassen, als es dieses nicht einfach ignorieren kann, sondern Lösungsmöglichkeiten im Umgang mit dem öffentlichem Recht (insb. bei Normenüberschneidungen) bieten muss. Dies kann über Art. 18 IPRG geschehen. Zudem ist aufgrund der Globalisierung der Kapitalmärkte in aller Regel ein internationaler Sachverhalt im Sinne des internationalen Privatrechts gegeben,⁴¹⁵ besonders im Bereich des Übernahmerechts.

- 173 Hingegen eindeutig nicht qualifiziert zwingend sind die für Übernahmen relevanten *vertragsrechtlichen* Bestimmungen. Etwas differenzierter gestaltet sich die Situation bei den *gesellschaftsrechtlichen* Bestimmungen. Hier findet sich eine Vielzahl zwingender Bestimmungen, sodass zu untersuchen ist, ob diese die Schwelle zu *qualifiziert* zwingend i. S. v. Art. 18 IPRG überschreiten. Gemäss Bundesgericht sind die zwingenden Normen des Gesellschaftsrechts im Grundsatz nicht zu den Eingriffsnormen zu zählen.⁴¹⁶ Dies ergibt sich schon klar aus der Konzeption der gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen im IPRG und dem Entscheid für die Inkorporationstheorie.⁴¹⁷ Die Anwendung einer einzelnen gesellschaftsrechtlichen Bestimmung als Eingriffsnorm bei einem besonderen Schutzzweck bleibt aber vorbehalten.⁴¹⁸
- 174 Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Bestimmungen des Übernahmeaufsichtsrechts aus Sicht des IPRG im Grundsatz als Eingriffsnormen zu qualifizieren sind, die sich für anwendbar erklären, selbst wenn ausländisches Gesellschafts- und Vertragsrecht zur Anwendung kommt. Eine definitive Qualifikation kann aber erst im Rahmen einer Einzelfallprüfung für die konkrete Norm geschehen.⁴¹⁹
- 175 Die übernahmeaufsichtsrechtlichen Regeln lassen sich somit dogmatisch grundsätzlich über das Konzept der Eingriffsnormen vom internationalen Privatrecht erfassen.

⁴¹⁴ MEIER N., Eingriffsnormen, 184 ff.

⁴¹⁵ Siehe etwa Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 84; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 151 f.

⁴¹⁶ BGE 117 II 494 E. 7.

⁴¹⁷ BSK IPRG- EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 18.

⁴¹⁸ MEIER N., Eingriffsnormen, 203.

⁴¹⁹ Siehe konkreter hinten [N 1168 ff.](#)

4.2. Ausländische Eingriffsnormen

Neben den inländischen Eingriffsnormen ist auch der Umgang mit ausländischen Eingriffsnormen zu betrachten. Dies können Eingriffsnormen eines Drittstaates sein oder aber Eingriffsnormen des ausländischen Staates, dessen Privatrecht grundsätzlich als *lex causae* berufen wird. 176

a Eingriffsnormen eines Drittstaats (Art. 19 IPRG)

Das IPRG verhilft gemäss Art. 19 auch gewissen *ausländischen Eingriffsnormen* zum Durchbruch. Das Recht eines Drittstaats kann entgegen der Regelverweisung vorgehen, wenn es zwingend angewandt sein will und nach schweizerischer Rechtsauffassung schützenswerte, offensichtlich überwiegende Interessen dies gebieten sowie ein enger Zusammenhang zum Sachverhalt gegeben ist.⁴²⁰ Die Rechtsprechung stellt *hohe Anforderungen* an die Anwendungsvoraussetzungen und versteht Art. 19 IPRG als verweisungsrechtliches Korrekturinstrument, das nur in Ausnahmefällen zum Zuge kommen soll.⁴²¹ 177

Erforderlich ist zuerst – wie bei den inländischen Eingriffsnormen –, dass es sich um Bestimmungen handelt, welchen ein *international zwingender Anwendungswille* zukommt.⁴²² Die Eingriffsnorm soll zum Zuge kommen, wenn – aus Sicht der schweizerischen Rechtsordnung – schützenswerte und offensichtlich überwiegende Interessen einer Partei es gebieten, was eine Interessenabwägung verlangt.⁴²³ Überdies wird ein *enger Zusammenhang* des Sachverhalts mit dieser drittstaatlichen Rechtsordnung vorausgesetzt. Dieser wird je nach der in Frage stehenden Schutzgesetzgebung durch unterschiedliche Anknüpfungspunkte vermittelt.⁴²⁴ Art. 19 Abs. 2 IPRG verlangt auch, den *Zweck* der Norm zu berücksichtigen. Ein tauglicher Zweck in diesem Sinne kann Normen verschiedenster Zielsetzungen zukommen, insbesondere dürften Normen staats- und wirtschaftspolitischer Zielsetzung einschlägig sein.⁴²⁵ Schliesslich verlangt Abs. 2 nach einer insgesamt sachgerechten Entscheidung in Bezug auf die Rechtsfolgen und somit nach einer *Ergebniskontrolle*.⁴²⁶ 178

⁴²⁰ BGE 136 III 392 E. 2.2.

⁴²¹ BGE 130 III 620 E. 3.5.1; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 80.

⁴²² BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 19 N 14; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 79 f.

⁴²³ SCHWANDER, IPR, 252.

⁴²⁴ ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 19 N 27.

⁴²⁵ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 19 N 15 f.; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 297 f.

⁴²⁶ SCHWANDER, IPR, 253.

- 179 Bei einer Anwendbarkeit ausländischer Eingriffsnormen bleibt zu prüfen, was die Wirkung bzw. die *Rechtsfolge* der Anwendung ausländischer Eingriffsnormen ist. Der Gesetzgeber hat eine «*kann*»-Formulierung gewählt und unterstellt darüber hinaus die Folgen einer Sachgerechtigkeitsabwägung. Damit soll der rechtsanwendenden Instanz Spielraum zugestanden werden, entweder ausländisches Recht unmittelbar anzuwenden oder dieses lediglich zu berücksichtigen.⁴²⁷ Wie bei inländischen Eingriffsnormen sind auch hier die unmittelbaren Rechtsfolgen grundsätzlich der Eingriffsnorm zu entnehmen, während für die mittelbaren Rechtsfolgen auf die *lex causae* abzustellen ist.⁴²⁸ Jedoch steht dies unter dem Vorbehalt der «nach schweizerischer Rechtsauffassung sachgerechten Entscheidung» i. S. v. Abs. 2, was auch hinsichtlich der Rechtsfolgen der Rechtsanwendungsinstanz grossen Entscheidungsfreiraum einräumt.⁴²⁹ Die Doktrin sieht darin teilweise eine *Anpassungsregel* mit einem Verweis auf das richterliche Ermessen.⁴³⁰
- 180 Grundsätzlich sind die Rechtsfolgen ausländischer Eingriffsnormen deshalb gleich wie bei inländischen zu bestimmen, wobei der rechtsanwendenden Instanz hier mehr Anwendungsermessen eingeräumt wird.

b Eingriffsnormen der ausländischen lex causae

- 181 Ausländische Eingriffsnormen des Staates, dessen Recht ohnehin anwendbar ist, werden im Rahmen von Art. 13 IPRG als integraler Bestandteil der *lex causae* berufen.⁴³¹ Das Verhältnis von Art. 19 und Art. 13 IPRG war früher umstritten,⁴³² unter dem geltenden Recht jedoch sollte klar sein, dass diese Konstellation unter Art. 13 IPRG zu subsumieren und die Anwendung wenig problematisch ist.⁴³³

⁴²⁷ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 19 N 32.

⁴²⁸ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 81.

⁴²⁹ MILLAUER, 138.

⁴³⁰ ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 19 N 50.

⁴³¹ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 78; SCHWANDER, IPR, 247 f.; TEDJANI, 275 f.

⁴³² Siehe SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 29; VOSER, 79 ff.

⁴³³ Siehe zu Art. 13 IPRG vorne [N 132](#). A. M. ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Art. 19 N 2.

c *Ausländische übernahmerechtliche Regelung als Eingriffsnormen?*

Sollen ausländische Übernahmevorschriften als Eingriffsnormen eines Drittstaates zur Anwendung kommen, müssen sie den hohen Anforderungen von Art. 19 IPRG gerecht werden. 182

Dies ist bei übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen denkbar, wobei eine Beurteilung letztlich nur für eine konkrete Rechtsordnung vorgenommen werden kann. Es kann auf die Ausführungen zum Eingriffsnormcharakter des inländischen Übernahmeaufsichtsrechts verwiesen werden.⁴³⁴ Hier sind zwar die Voraussetzungen höher, jedoch ist auch das Ermessen der Rechtsanwendungsinstanz grösser. Wenn die ausländischen Übernahmeregeln ein dem Schweizer Recht ähnliches Regime vorsehen, wird die Zweck- und Ergebniskontrolle allerdings keine besondere zusätzliche Hürde darstellen. 183

Dies ist aber auch im Bereich des Gesellschaftsrechts denkbar. Verschiedene ausländische Rechtsordnungen sehen im Gesellschaftsrecht verstärkt zwingende – v. a. sozial- und wirtschaftspolitisch motivierte – Vorschriften vor, insbesondere für den Fall, dass sich das Aktivitätszentrum der Gesellschaft nicht im Inkorporationsstaat befindet.⁴³⁵ Diese ausländischen Normen sind im Einzelnen daraufhin zu überprüfen, ob sie die geschilderten hohen Anwendungsvoraussetzungen von Art. 19 IPRG tatsächlich erfüllen. 184

II. Wirtschaftskollisionsrecht

1. Grundlagen

Im Bereich des *Wirtschaftsrechts* ist seit längerem eine Abkehr von den Grundsätzen des eben umschriebenen traditionellen Kollisionsrechts zu verzeichnen.⁴³⁶ Wie vorne dargestellt, stützt sich das traditionelle internationale Privatrecht auf den Gedanken der Gleichordnung und Austauschbarkeit der Rechtsordnungen und versucht, das Rechtsverhältnis der Rechtsordnung mit dem engsten Bezug zuzuweisen. Im Wirtschaftsrecht hingegen tritt die Durchsetzung der eigenen *Ordnungspolitik* in räumlicher Hinsicht in den Vor-

⁴³⁴ Siehe soeben [N 170 ff.](#)

⁴³⁵ ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 19 N 20.

⁴³⁶ Die Herausbildung eines Wirtschaftskollisionsrecht wird seit den 80er Jahren diskutiert, siehe für einen historischen Abriss BASEDOW, 13 ff.; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 3 ff.

dergrund.⁴³⁷ Aufgrund der ordnungspolitischen Interessen des Staates in wirtschaftsrechtlichen Fragen möchte dieser seine Interessen zwingend verwirklicht wissen, weshalb eine Austauschbarkeit der Rechtsordnungen diesen Zielen im Wege stünde.⁴³⁸

- 186 Da das Übernahmeaufsichtsrecht überwiegend als öffentliches Recht zu qualifizieren ist, geht es auf internationaler Ebene um die Kollision von öffentlichem Recht. Wirtschaftskollisionsrecht ist insofern Teil eines «öffentlichen Kollisionsrechts».⁴³⁹ Die kollisionsrechtliche Behandlung muss schon deshalb über das traditionelle internationale Privatrecht hinausgehen.⁴⁴⁰
- 187 So hat sich im Wirtschaftsrecht eine spezifische kollisionsrechtliche Methodik entwickelt: Anstatt dass vom Sachverhalt her die massgebende Rechtsordnung gesucht bzw. abstrakt angeknüpft wird, bestimmt sich der Anwendungsbereich vom (konkreten) Gesetz her – aus sich heraus.⁴⁴¹ Mit anderen Worten erfolgt im Wirtschaftskollisionsrecht eine Rückkoppelung an Sachrechtsbestimmungen, d. h. Kollisionsfragen sind im Einzelfall anhand der relevanten Sachnormen zu klären (Sachrechtsabhängigkeit), welche ihren räumlich-persönlichen Anwendungswillen (explizit) preisgeben.⁴⁴²
- 188 Diese «statutische Methode»⁴⁴³ bedeutet aus Sicht des internationalen Privatrechts eine «geistige Rückkehr» zur Methodik, wie sie vor der Entwicklung der allseitigen Verweisungsmethoden postuliert wurde.⁴⁴⁴ Obwohl man deshalb – überspitzt formuliert – von einer Rückkehr in die mittelalterliche Methodik sprechen könnte, werden dieser Systemwechsel und dessen Notwendigkeit im Wirtschaftsrecht bzw. diese «Krise» des traditionellen internationalen Privatrechts – aus guten Gründen – diskutiert bzw. befürwortet oder als notwendig

⁴³⁷ BASEDOW, 8 f., schon 1988; JOSEPHANS, 109.

⁴³⁸ JOSEPHANS, 110; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 27.

⁴³⁹ Wobei die Existenz und Gestalt mindestens eines mehrseitigen «öffentlichen Kollisionsrechts» seit langem umstritten sind, insb. aufgrund der Verschmelzung von Sach- und Kollisionsnormen und der mangelnden Kodifikation, KMENT, 212 ff.; siehe zum öffentlichen Kollisionsrecht im Allgemeinen KMENT, 202 ff.

⁴⁴⁰ Siehe zum internationalen Kapitalmarktrecht als überwiegend internationalem öffentlichem Recht SCHNYDER/BOPP, 393.

⁴⁴¹ MENG, 653; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 113.

⁴⁴² SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 113; SIEHR, Eingriffsnormen, 47.

⁴⁴³ Als «statutisch» wird der Ansatz bezeichnet, da er wie die Statuentheorie beim Gesetz ansetzt, siehe etwa AUBART, 31.

⁴⁴⁴ BASEDOW, 9 und 13, der von einer Umkehr der «kopernikanischen Wende» in dieser Fragestellung spricht.

anerkannt.⁴⁴⁵ Die dogmatische Auseinandersetzung mit dem Wirtschaftskollisionsrecht wurde ausführlich in Deutschland,⁴⁴⁶ aber auch – insbesondere von SCHNYDER vertieft – in der Schweiz, geführt.⁴⁴⁷

Der Begriff des *Wirtschaftsrechts* umfasst die Gesamtheit derjenigen Normen, welche über ihren unmittelbaren Regelungsgegenstand hinaus die Ziele einer Wirtschaftsverfassung verwirklichen sollen.⁴⁴⁸ Wirtschaftsrecht will den Bereich der Wirtschaft *ordnen*, wobei die Umschreibung des Regelungsbereichs typologisch zu erfolgen hat; wichtigste Typusmerkmale sind Gemeinwohlbezug, Steuerungscharakter und gesamtwirtschaftliche Ausrichtung.⁴⁴⁹ Das Wirtschaftsrecht ist von *ordnungspolitischen Normen* (Gebots-, Verbots- und Erlaubnisnormen) durchzogen.⁴⁵⁰ Solche ordnungspolitischen Normen sind eigentlich kein neueres Phänomen, sondern weltweit schon seit der Abkehr vom frühliberalen Ordnungsmodell des 19. Jahrhunderts in wachsender Zahl auszumachen.⁴⁵¹ Durch starke Entwicklungsimpulse aus dem US-amerikanischen Recht, welches allgemein nach der räumlich-sachlichen Reichweite des Sachrechts fragt, hat sich das Wirtschaftsrecht und insbesondere das Kapitalmarktrecht aber in jüngerer Vergangenheit vermehrt dieser Tendenz hingegeben.⁴⁵²

189

Das *internationale Wirtschaftsrecht* hat die Regelung der Probleme des grenzüberschreitenden Wirtschaftsverkehrs durch Staaten und internationale Organisationen zum Inhalt.⁴⁵³ *Wirtschaftskollisionsrecht* hingegen ist die Gesamtheit der Rechtssätze, die festlegen, wessen Staates Wirtschaftsrecht an-

190

⁴⁴⁵ Siehe etwa STEINRÖTTER, 75 ff.; allerdings ist m. E. gerade im Bereich des Übernahmerechts zu fragen, ob nicht eine Anerkennung der Rechtsordnungen als gleichwertig in Betracht zu ziehen ist, da hier zwar öffentliche Interessen verfolgt werden, jedoch nicht im Kern die Eigeninteressen der Staaten im Vordergrund stehen, sondern die öffentlichen Interessen der Staaten (an einem effizienten Markt etc.) über weite Strecken gleichläufig sind.

⁴⁴⁶ Siehe in Deutschland etwa BASEDOW, 8 ff.; DROBNIG, 1 ff.

⁴⁴⁷ In der Schweiz hat sich SCHNYDER äusserst vertieft mit dem Wirtschaftskollisionsrecht befasst, siehe SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 1 ff.; SCHNYDER, *Grenzüberschreitende Übernahmen*, 345 ff.; SCHNYDER, *Kollisionsrecht*, 39 ff.; aber auch SIEHR, *Eingriffsnormen*, 41 ff.; RÜEDI, 31 ff.

⁴⁴⁸ DROBNIG, 2; SIEHR, *Eingriffsnormen*, 45.

⁴⁴⁹ SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 114.

⁴⁵⁰ SCHNYDER/BOPP, 393.

⁴⁵¹ DROBNIG, 2 f.; JOSENHANS, 109; zur geschichtlichen Entwicklung siehe Basedow, 13 ff.

⁴⁵² Kronke et al., *Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD*, Teil L N 44.

⁴⁵³ DROBNIG, 1 f.

zuwenden ist.⁴⁵⁴ Gemäss der Definition von SCHNYDER ist Wirtschaftskollisionsrecht Rechtsanwendungs- oder Verweisungsrecht für grenzüberschreitende Wirtschaftssachverhalte, das angibt, welche ordnungsrechtlichen wirtschaftsrechtlichen (Eingriffs-)Normen in einem Fall zu berufen und anzuwenden sind.⁴⁵⁵

- 191 Da das Wirtschaftskollisionsrecht sachrechtsbezogen ist, kann es nicht selbstständig kodifiziert werden, sondern die wirtschaftskollisionsrechtlichen Normen sind in den verschiedenen Sachrechtserlassen aufzufinden.⁴⁵⁶

2. Einordnung in der Dogmatik des internationalen Privatrechts

- 192 Es stellt sich die Frage, wie solche wirtschaftsrechtlichen Normen, welche ihren Anwendungsbereich statutisch festlegen, im System des internationalen Privatrechts zu verorten sind.

- 193 Wirtschaftskollisionsrecht stellt aus der Optik des internationalen Privatrechts gemäss Doktrin einen Anwendungsbereich einer Anknüpfung von *Eingriffsnormen* dar.⁴⁵⁷ Wenig geklärt ist hingegen, ob dies im Allgemeinen zutrifft oder nur für gewisse Kategorien von wirtschafts(kollisions)rechtlichen Normen.⁴⁵⁸ Dies ist (aus Sicht des Schweizer Rechts) nach den vorne umschriebenen Voraussetzungen der Eingriffsnormen zu prüfen.⁴⁵⁹ Dabei können in- und ausländische wirtschaftsrechtliche Normen als Eingriffsnormen des Schweizer Rechts i. S. v. Art. 18 IPRG oder des ausländischen Rechts gemäss Art. 19 IPRG qualifizieren. Nicht allen wirtschaftsrechtlichen Bestimmungen kommt jedoch ordnungsrechtlicher Charakter zu: Steuerungsschwache oder gar -neutrale

⁴⁵⁴ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 5.

⁴⁵⁵ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 436.

⁴⁵⁶ Normen im Wirtschaftsrecht, welche den Anwendungsbereich eines Erlasses festlegen, werden teilweise auch als *Grenznormen* bezeichnet, BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 37 f., 42 f.; ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Art. 19 N 19.

⁴⁵⁷ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 6; DROBNIG, 4; JOSENHANS, 109; RÜEDI, 37 f.; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 26 f., 113; SCHNYDER/BOPP, 394; SIEHR, Eingriffsnormen, 47 ff.; DROBNIG, 4, beschreibt dies plastisch als Eingriff der ordnungspolitischen Vorschriften «wie Wölfe in die prästabilisierte Herdenharmonie der weltweit fungiblen Zivilrechtsnormen».

⁴⁵⁸ Gemäss SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 113, stellen ordnungsneutrale wirtschaftsrechtliche Vorschriften keine Eingriffsnormen dar.

⁴⁵⁹ Siehe vorne [N 164 ff.](#)

Vorschriften können u. U. die Voraussetzungen der Eingriffsnormen nicht erfüllen, sodass sie vom internationalen Privatrecht auch nicht besonders zu erfassen sind.⁴⁶⁰

Wenn zwingende Normen des Wirtschaftsrechts als Eingriffsnormen eine wichtige Stellung einnehmen und ganze Rechtsgebiete dem System des internationalen Privatrechts entziehen, resultiert daraus ein Bedeutungs- bzw. Funktionsverlust des internationalen Privatrechts.⁴⁶¹ Ebenso folgt aus der Sachrechtsabhängigkeit wirtschaftskollisionsrechtlicher Verweisungen der *Sonderanknüpfungscharakter* des Wirtschaftsrechts, da eine von anderen Rechtsanwendungsfragen unabhängige und eigenständige Anknüpfung erfolgen soll.⁴⁶² 194

Da sich das Wirtschaftskollisionsrecht an der Durchsetzung eigener Ordnungsinteressen orientiert, gibt es grundsätzlich nur über das eigene Rechtsanwendungsinteresse Auskunft, sodass die Wirtschaftskollisionsnormen als *einseitige Verweisungsnormen* ausgestaltet sind – nicht allseitig wie im klassischen Kollisionsrecht.⁴⁶³ Dies ist dann sachlogisch, wenn mangels ordnungspolitischer Neutralität der wirtschaftsrechtlichen Bestimmungen auch keine Gleichwertigkeit und Austauschbarkeit der Rechtsordnungen anerkannt wird.⁴⁶⁴ 195

Schliesslich ist im Wirtschaftskollisionsrecht regelmässig ein *Gleichlauf* zwischen *forum* und *ius* auszumachen, d. h., die Verfahrens- Gerichts- und Aufsichtszuständigkeit verläuft parallel zur Frage des anwendbaren Rechts.⁴⁶⁵ Aus Sicht des internationalen Privatrechts handelt es sich um den «*naiven Urzustand*», dass jeder Staat sein eigenes Recht anwenden soll,⁴⁶⁶ wobei die Gegebenheiten im Wirtschaftsrecht berechnete Gründe hierfür liefern können. 196

⁴⁶⁰ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 16. Die wirtschaftsrechtlichen Normen lassen sich mit BASEDOW in ordnungspolitische Normen des Institutionen- und des Individualschutzes unterteilen, je nachdem ob sie den Schutz einer gesamten Wirtschaftsinstitution zum Inhalt haben oder nur bestimmter Gruppenbelange, BASEDOW, 27.

⁴⁶¹ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 113.

⁴⁶² BASEDOW, 23; RÜEDI, 35; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 26 f. und 114.

⁴⁶³ JOSENHANS, 112 f.; RÜEDI, 36; SIEHR, Eingriffsnormen, 47, erklärt hingegen, dass aufgrund der Heterogenität des Wirtschaftskollisionsrechts nicht a priori gesagt werden kann, dass dessen Kollisionsnormen nur einseitig ausgestaltet sind.

⁴⁶⁴ BASEDOW, 20 ff.; JOSENHANS, 110.

⁴⁶⁵ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 96; SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 117; WATTER/MALACRIDA, 139.

⁴⁶⁶ SCHWANDER, IPR, 9.

3. Methodik des Wirtschaftskollisionsrechts

3.1. Das Koordinationsproblem: Normenkonflikte

197 Die einseitigen Verweisungsnormen des Wirtschaftskollisionsrechts führen unausweichlich zu *Koordinationsproblemen*: Da die Rechtsordnungen nicht als gleichwertig akzeptiert werden, sondern die eigenen ordnungspolitischen Normen durchgesetzt werden sollen, mangelt es auch an der internationalen Koordination, sodass *positive und negative Normenkonflikte* die unvermeidbare Konsequenz bilden bzw. kumulative Anwendungen von Ordnungsrecht oder Schutzlücken resultieren.⁴⁶⁷ Dies wird noch dadurch verschärft, dass Extraterritorialität für wirtschaftsrechtliche Normen kennzeichnend ist, weshalb bei extensiven Anwendungsansprüchen einer Rechtsordnung Doppelbelastungen oder widersprüchliche Anwendungsbefehle resultieren können.⁴⁶⁸ Will jede Rechtsordnung ihren Anwendungsbereich selbst definieren, folgen unvermeidbar Jurisdiktionskonflikte, da eben die Errungenschaften des ausdifferenzierten Systems der allseitigen Verweisungen des internationalen Privatrechts verloren gehen.

3.2. Lösungsansätze

- 198 So muss das Wirtschaftskollisionsrecht eine eigene Methodik finden, um Normenkollisionsprobleme zu lösen bzw. schon zu vermeiden. Aus Sicht des traditionellen internationalen Privatrechts handelt es sich um Koordinationsmechanismen für Konflikte zwischen verschiedenen Eingriffsnormen.
- 199 Diese allgemeine Problematik des Wirtschaftskollisionsrechts im Rahmen des vorliegenden Grundlagenteils beantworten zu wollen, wäre offensichtlich illusorisch, weshalb ein Lösungsansatz lediglich für den Bereich des Übernahmerechts zu suchen ist. Hierfür sollen kurz die Lösungsansätze angesprochen

⁴⁶⁷ BASEDOW, 34 f.; EKKENGA/KUNTZ, 2432 ff.; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 46 ff.; JOSENHANS, 113 und 340 ff.; RÜEDI, 53, 119 ff.; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 152; VON HEIN, Kodifikation, 533.

⁴⁶⁸ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 115. Gewisse Schranken der extraterritorialen Anwendung sind jedoch in völkerrechtlichen Grundsätzen zu finden, insb. in der «Theorie der sinnvollen Anknüpfung», siehe SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 117; jedoch ist umstritten, welche völkerrechtliche Grundsätze in diesem Bereich als anerkannt gelten, siehe aktueller etwa JOSENHANS, 98 ff.; MENG, 458 ff.

werden, welche allgemein diskutiert werden. Der Fokus soll auf Lösungsmöglichkeiten gelegt werden, welche im Bereich des Finanzmarktrechts und insbesondere im Übernahmerechts überhaupt in Frage kommen.

a Koordination und Rechtsangleichung

Eine Lösung von Normenkonflikten wäre durch *überstaatliche Kooperation* und Koordination denkbar.⁴⁶⁹ Eine Abstimmung wäre etwa durch Sachrechtsharmonisierung, bilaterale Vereinbarungen, Anerkennung der ausländischen Rechtsordnung oder Verfahrens- und Aufsichts-Koordination möglich.⁴⁷⁰ Eine solche überstaatliche Kooperation läuft aber teilweise der Durchsetzung eigener Ordnungsinteressen der Staaten zuwider und ist nur bei einer geeigneten politischen Ausgangslage überhaupt denkbar, weshalb sie nur in gewissen Bereichen vorhanden ist.⁴⁷¹ In diversen Bereichen des internationalen *Finanzmarktrechts* ist eine Tendenz zu *übernationaler Kooperation* in unterschiedlicher Ausprägung auszumachen.⁴⁷² So ist eine gewisse Sachrechtsharmonisierung auf dem Wege der Festlegung von Mindeststandards und eine Zunahme der Aufsichts-Koordination zu verzeichnen.⁴⁷³ Auch das Schweizer Recht hat vor einer gewissen Rechtsangleichung im Finanzmarktrecht allgemein nicht Halt gemacht.⁴⁷⁴

200

⁴⁶⁹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 48 f.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 227; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 23 ff.

⁴⁷⁰ Ausführlich SCHUSTER G., 598 ff., zu den Möglichkeiten der mehrseitigen internationalen Lösungen; aktueller etwa Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 85 ff.

⁴⁷¹ So bspw. im Rahmen der Europäischen Union; vgl. jedoch schon zu den Problemen auf Stufe der Europäischen Union im Bereich des Übernahmerechts im Zusammenhang mit der kollisionsrechtlichen Bestimmung in Art. 4 ÜRL, NEYE, 291; NOBEL, Übernahmerichtlinie, 3 f.; SIEHR, Eingriffsnormen, 63 ff.; vgl. auch SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 101 ff. und 116; zu möglichen Nachteilen und Risiken einer internationalen Harmonisierung etwa Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 97.

⁴⁷² Siehe allgemein etwa NOBEL, Finanzmarktrecht, § 3; siehe zum Einheitsrecht im internationalen Finanzmarktrecht etwa MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 55; zur Koordination und Kooperation bei der Regulierung der Finanzmärkte SETHE/LEHMANN, 660 ff.; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 23 ff.

⁴⁷³ Siehe dazu etwa EGGEN/SCHAEFER, 368; HOMSY, 19 ff.; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 48.

⁴⁷⁴ SETHE, Rechtsangleichung, 363 f.

- 201 Diese Tendenz ist hingegen beim *Übernahmerecht* (eigentlich ein Teil des Finanzmarktrechts) nicht zu beobachten, auch wenn sie von der Doktrin schon länger gefordert wurde.⁴⁷⁵
- 202 Ein sich im Finanzmarktrecht immer stärker durchsetzendes Phänomen bzw. Rechtsinstrument, welches ebenfalls als Koordinationsinstrument im Sinne des Wirtschaftskollisionsrechts dienen kann und eng mit der Sachrechtsharmonisierung verwoben ist, stellt die *Äquivalenz* dar.⁴⁷⁶

b Gebot der Zurückhaltung, flexibilisierte Anwendungsansprüche und Äquivalenz

- 203 Auch ohne überstaatliche Koordination kann versucht werden, das Problem von Normenkonflikten *einseitig* zu lösen bzw. zumindest abzuschwächen. Die Doktrin hat hierfür Ansätze entwickelt, die teilweise aus völkerrechtlichen Prinzipien abgeleitet werden.⁴⁷⁷ So wird etwa basierend auf einem Gebot der Zurückhaltung in Jurisdiktionenkonflikten die Abwägung konkurrierender Jurisdiktionsansprüche postuliert.⁴⁷⁸
- 204 Auch ohne völkerrechtliche Vorgaben steht es einer Rechtsordnung frei, einseitig Jurisdiktionenkonflikte abzuwägen und Zurückhaltung bei der Anwendung eigenen Rechts zu üben. Anstatt einer «Alles-oder-nichts-Entscheidung» zugunsten der eigenen bzw. fremden Rechtsordnung ist auch ein Mittelweg denkbar.⁴⁷⁹ Dies kann etwa durch *Ermessens- und Ausnahmevorschriften* geschehen, die eine Einzelfallbetrachtung erlauben. Oder die Rechtsordnung kann Mechanismen der *Zurückhaltung* unter Berücksichtigung anderer Rechtsordnungen fördern.⁴⁸⁰ Eine Ermessensvorschrift kann die Möglichkeit einräumen, im Falle von Normenkonflikten das eigene Durchsetzungsinteresse zurückzustellen.⁴⁸¹

⁴⁷⁵ Zumindest nicht ausserhalb der Europäischen Union; siehe etwa ZIMMER, *Grenzüberschreitende Übernahmen*, 748; Auf Ebene der Europäischen Union hat die Übernahmerrichtlinie eine weitgehende Sachrechtsharmonisierung gebracht; siehe dazu etwa TORCA, 289 f.; gemäss JOSEPHANS, 231, ist aufgrund der grossen Spielräume der Staaten bei der Umsetzung der Richtlinie nicht von einer eigentlichen Vereinheitlichung auszugehen.

⁴⁷⁶ Dazu sogleich [N 207](#).

⁴⁷⁷ Siehe etwa SANDROCK, *Völkerrechtliche Grenzen*, 19 ff.; WILDHABER, 105 ff.; ferner HEINI, 93 ff.

⁴⁷⁸ Ausführlich für den Bereich des Börsenrechts SCHUSTER G., 650 ff.

⁴⁷⁹ SCHUSTER G., 658.

⁴⁸⁰ SCHUSTER G., 658 f., 671 ff.

⁴⁸¹ SCHUSTER G., 659 f.

Bei *flexibilisierten Anwendungsansprüchen* von Normen würde die eigene Anwendbarkeit nicht völlig losgelöst von der Anwendbarkeit anderer Rechtsordnungen bestimmt, sondern die Norm könnte unter gewissen Bedingungen «freiwillig» zurücktreten. Werden die Ordnungsinteressen einer Rechtsordnung auch durch die fremde Rechtsordnung geschützt, kommt ein Anwendungsverzicht bzw. eine nur subsidiäre Anwendung in Frage. 205

Dabei stellt sich die Frage, nach welchen Kriterien eine solche einseitige Kollisionsentscheidung zu treffen ist. Es werden insbesondere Interessenabwägungen diskutiert, dass also demjenigen Staat mit überwiegenden Interessen der Vorrang eingeräumt wird.⁴⁸² SCHNYDER postuliert eine (Mit-)Berücksichtigung konkurrierender Auslandinteressen.⁴⁸³ Sobald ein Interesse des ausländischen Wirtschaftsrechts anerkannt und berücksichtigt werden könne, vermöge es u. U. den (zunächst einseitig) bestimmten Anwendungsbereich des eigenen Rechts einzuschränken.⁴⁸⁴ Die Grenze müsse dabei immer der Ordnungsauftrag des inländischen Rechts sein.⁴⁸⁵ SCHNYDER ist zuzustimmen, dass eine Rechtsordnung schon angesichts der Interdependenz von Märkten ohnehin nicht das eigene Wirtschaftsrecht ohne Rücksicht auf internationale Verhältnisse bzw. ausländisches Recht durchzusetzen vermag. Deshalb ist u. U. in Fremdrechtsberücksichtigung eine Eingrenzung des Anwendungswillens der eigenen Rechtsordnung sinnvoll. Dabei ist die Abwägung der verschiedenen Rechtsanwendungsinteressen ein mögliches Kriterium.⁴⁸⁶ Allerdings ist bei Übernahmen eine Interessenvielfalt auszumachen, mit der umzugehen ist. 206

Zurückhaltung bei der Durchsetzung des eigenen Rechts kann namentlich auf der Anerkennung des ausländischen Rechts als äquivalent beruhen. Der Aspekt der Voraussetzung solch flexibilisierter Anwendungsansprüche ist mithin stark mit dem *Äquivalenzregime* verknüpft. Der Äquivalenzansatz untersucht ausländische Regulierung und Aufsicht auf ihre Gleichwertigkeit mit der inländischen Regulierung. Dies unter anderem mit dem Zwecke der Vermeidung von Normenkollisionen und Doppelspurigkeiten.⁴⁸⁷ Dabei wird nicht ein grenzüberschreitend einheitlicher Ansatz verfolgt, sondern die Prüfung der Gleichwertigkeit erfolgt nach den eigenen Grundsätzen einer Rechtsord- 207

⁴⁸² SCHUSTER G., 689 ff.

⁴⁸³ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 108 ff., 117 und 186 ff.

⁴⁸⁴ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 186 ff.

⁴⁸⁵ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 191.

⁴⁸⁶ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 293; SCHUSTER G., 661 ff.

⁴⁸⁷ WEBER R./SETHE, 572.

nung.⁴⁸⁸ Sofern das rechtliche Schutzniveau (etwa hinsichtlich Anleger-, Funktionen- und Systemschutz) im entsprechenden Ausland aus Sicht des eigenen Rechts gleichwertig gewahrt ist, kann unter einem Äquivalenzregime auf die Einhaltung der eigenen Vorschriften verzichtet werden.⁴⁸⁹ Zwar werden bei Äquivalenzansätzen regelmässig andere Gesichtspunkte im Vordergrund stehen (Marktzugänge etc.),⁴⁹⁰ doch können Äquivalenztests auch Instrumente sein, um konkurrierende Normenwendungen zu verhindern, indem bei Äquivalenz von der Durchsetzung der eigenen Normen abgesehen wird.⁴⁹¹ Anders als im traditionellen internationalen Privatrecht wird nicht allgemein von der Gleichwertigkeit der Rechtsordnungen ausgegangen, sodass auch nicht ohne Weiteres auf das ausländische Recht verwiesen werden kann. Immerhin kann aber das ausländische Recht als gleichwertig anerkannt und in der Folge auf die Anwendung des eigenen Rechts verzichtet werden.

- 208 Diese Methodik wird im Zusammenhang mit einem Anwendungsverzicht auch unter dem Titel «*substitute compliance*»⁴⁹² erfasst. Sie ist dem amerikanischen Finanzmarktrecht entsprungen und dient in erster Linie der Einschränkung extraterritorialer Anwendungsansprüche, indem die Einhaltung des eigenen Rechts durch Nachweis der Einhaltung einer gleichwertigen ausländischen Regulierung «ersetzt» werden kann.⁴⁹³ Die *substitute compliance* mit dem Zwecke der Lösung von positiven Normenkonflikten hat bereits im Schweizer Finanzmarktrecht Einzug gehalten.⁴⁹⁴
- 209 Ein Anwendungsverzicht muss nicht zwingend ein gleichwertiges ausländisches Schutzniveau voraussetzen, auch wenn dies (zumindest im Finanzmarktrecht) häufig vorausgesetzt wird. Als Voraussetzung kann – anstelle der Äquivalenz – auch etwa ein Vergleich der regulatorischen Zielsetzungen der betroffenen Rechtsordnungen dienen.⁴⁹⁵ Bei Normenkonflikten kommt dem Vergleich der Regelungszwecke allgemein eine wichtige Rolle zu.⁴⁹⁶ Sind die

⁴⁸⁸ WEBER R./SETHE, 572.

⁴⁸⁹ Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 110.

⁴⁹⁰ Siehe etwa zur Frage der Äquivalenz der schweizerischen Finanzmarktregulierungen FINIG und FIDLEG mit MiFID II und MiFIR, SETHE, Drittstaatenregime, 624 f.

⁴⁹¹ Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 110.

⁴⁹² Siehe als Beispiel BAHAR, Derivative Trading, 488. Zur *substitute compliance* allgemein JACKSON, 169 ff.

⁴⁹³ SK FinfraG-CARRUZO, Vor Art. 93 N 295 ff.; Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 124.

⁴⁹⁴ SK FinfraG-KRAMER S./FAVRE, Art. 95 N 1 ff.

⁴⁹⁵ Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 124.

⁴⁹⁶ SCHUSTER G., 653.

Schutzzwecke des ausländischen Rechts ähnlich gelagert, so kommt ein Anwendungsverzicht eher in Frage, als wenn das ausländische Recht primär eigene staatliche Interessen durchsetzen möchte und dessen extraterritoriale Durchsetzung aus Sicht des eigenen Rechts nicht zu unterstützen ist. Das fremde Recht könnte auch bloss im Rahmen der Anwendungskriterien in die Erwägungen einbezogen bzw. *mitberücksichtigt* werden. Oder es könnte als Minimalvoraussetzung des Anwendungsverzichts verlangt werden, dass der Sachverhalt im Sinne von «reasonable links» mindestens gewisse Bezüge zum ausländischen Recht aufweist.⁴⁹⁷

Eine weitere Form der Berücksichtigung fremden Rechts zur Abmilderung von Normenkonflikten besteht in den «*foreign compulsion defense*»-Überlegungen.⁴⁹⁸ Danach soll im Sinne einer Einrede von einer Haftung entbunden werden, wenn ein Verhalten, das inländisches Recht verletzt, durch ausländisches Recht bzw. staatlichen Zwang vorgeschrieben wurde.⁴⁹⁹ Damit sollen namentlich Pflichtenkollisionen ausgeräumt werden.⁵⁰⁰

Diese Instrumente sind m. E. in Erwägung zu ziehen, um die Einseitigkeit von wirtschaftskollisionsrechtlichen Anknüpfungen zu kompensieren. Mittels Flexibilisierung der Anwendungsansprüche können Normenkollisionen zumindest immer dann verhindert werden, wenn die Durchsetzung der eigenen Rechtsordnung nicht zwingend notwendig scheint.

c Lösung mittels Anknüpfungsmethodik

Das Wirtschaftskollisionsrecht kann Normenkonflikten auch mittels einer *eigenen Anknüpfungsmethodik* vorbeugen, die Normenkollisionen zu verhindern versucht, auch wenn nur einseitige Kollisionsnormen gegeben sind. Dazu ist ein Blick auf das US-amerikanische Recht im Kartell- oder Kapitalmarktrecht sinnvoll, da dieses schon traditionell nach der räumlich-sachlichen Reichweite eines Erlasses fragte und hierfür eine Dogmatik entwickeln musste.⁵⁰¹ So war das klassische «Anknüpfungskriterium» im Kartell- und Kapitalmarktrecht der

⁴⁹⁷ Siehe zum *reasonable link* etwa SCHUSTER G., 651 ff.

⁴⁹⁸ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 215 f.

⁴⁹⁹ Siehe etwa SANDROCK, Völkerrechtliche Grenzen, 39 f.

⁵⁰⁰ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 216.

⁵⁰¹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 44 ff.

Test, ob «effects» auf dem eigenen Territorium vorhanden sind (*effects doctrine*).⁵⁰² Diese Anknüpfung an der Auswirkung hat sich (auch in der Schweiz) im Kartellrecht durchgesetzt und überzeugt dort.⁵⁰³

- 213 Ob die *effects doctrine* bzw. das *Auswirkungsprinzip* allgemein im Wirtschaftskollisionsrecht zu übernehmen ist – wie dies die ältere deutsche Lehre forderte –⁵⁰⁴ oder wie die Anknüpfung anderweitig sachgerecht zu erfolgen hat, ist in der Doktrin umstritten.⁵⁰⁵ Verschiedene Autoren sprechen sich für eine Anknüpfung nach dem *Auswirkungsprinzip*, nach dem *Marktprinzip* oder für eine *differenzierte Anknüpfung* aus.⁵⁰⁶
- 214 SCHNYDER und weitere Autoren hingegen postulieren eine *funktionale Anknüpfung* wirtschaftsrechtlicher Normen.⁵⁰⁷ Anknüpfungen sind auf die Verwirklichung der *Schutzzwecke* der betroffenen Sachnormen auszurichten (etwa den Schutz der Anleger bzw. Minderheitsaktionäre). Aus dem Schutzzweck der Sachnormen ist ihr kollisionsrechtliches Anwendungs- und Durchsetzungsinteresse herzuleiten, aber auch einzugrenzen, und es sind die verschiedenen Rechtsanwendungsinteressen gegeneinander abzuwägen, wobei auf fremde Ordnungsanliegen Rücksicht zu nehmen ist.⁵⁰⁸ Dieser Ansatz muss gemäss SCHNYDER in den verschiedenen Sachbereichen des Wirtschaftsrechts verifiziert und adaptiert angewandt werden.⁵⁰⁹
- 215 Meines Erachtens ist es kaum möglich, für das Wirtschaftsrecht allgemein einheitliche Anknüpfungskriterien zu entwickeln, sind doch die einzelnen Disziplinen sehr verschieden. Mag das Auswirkungsprinzip sich etwa im internationalen Kartellrecht bewährt haben,⁵¹⁰ so ist die Ausgangslage im internationalen Konzernrecht oder im Kapitalmarktrecht eine ganz andere.⁵¹¹ Um den Eigenheiten der jeweiligen Rechtsgebiete Rechnung zu tragen, ist eine Auseinandersetzung mit der Problematik in den jeweiligen wirtschaftsrechtlichen

⁵⁰² BÄR, *Auswirkungsprinzip*, 87 ff.; BSK KG-LEHNE, Art. 2 N 45.

⁵⁰³ Siehe Art. 2 Abs. 2 KG.

⁵⁰⁴ Siehe dazu aus Schweizer Sicht SCHNYDER/BOPP, 395, m. w. H.

⁵⁰⁵ Siehe für eine Darstellung der verschiedenen Lehrmeinungen RÜEDI, 41 ff.

⁵⁰⁶ Siehe wieder die Darstellung der verschiedenen Lehrmeinungen in RÜEDI, 41 ff.

⁵⁰⁷ SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 32 ff. Ähnlich etwa EKKENGA/KUNTZ, 2432.

⁵⁰⁸ SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 115, 293 f., 438.

⁵⁰⁹ SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 431 ff., 439.

⁵¹⁰ Siehe dazu etwa BÄR, *Auswirkungsprinzip*, 87 ff.

⁵¹¹ JOSENHANS, 237 f.; siehe zum Kapitalmarktrecht SCHNYDER/BOPP, 395 ff.

Einzelbereichen notwendig.⁵¹² SCHNYDER ist insoweit zuzustimmen, als für die Anknüpfung der wirtschaftsrechtlichen Kollisionsnormen der Schutzzweck des jeweiligen Sachrechts zentral ist. Im *Kapitalmarktrecht* hat sich allgemein (wohl) die Marktanknüpfung durchgesetzt – d. h. die Anknüpfung an den Markt respektive die Marktauswirkungen –, wobei die Konkretisierung der Marktanknüpfung strittig bleibt, namentlich für die unterschiedlichen kapitalmarktrechtlichen Regelungsbereiche.⁵¹³

Teilweise wird man sich damit abfinden müssen, dass man nicht um eine *kumulative Anknüpfung* herumkommt. Mithin müssen international tätige bzw. finanzierte Unternehmen regelmässig Aufsichtsvorschriften verschiedener Rechtsordnungen kumulativ erfüllen, was in gewissen Disziplinen – namentlich im Fusionskontrollrecht – schon lange unbestritten ist und sich in der Praxis als tauglich erwiesen hat.⁵¹⁴ 216

Eine würdige Auseinandersetzung mit der Anknüpfungsmethodik für das gesamte Wirtschaftskollisionsrecht würde über den Rahmen vorliegender Arbeit weit hinausgehen. Nachfolgend werden aber die bisher (etwa von SCHNYDER) erarbeiteten wirtschaftskollisionsrechtlichen Grundsätze und Prinzipien für die Untersuchung im Bereich des Übernahmerechts zu nutzen sein. 217

4. Abgrenzung zum Wirtschaftsstatut

Unter dem Begriff des Wirtschaftskollisionsrechts werden somit Kollisionen von zwingenden wirtschaftsrechtlichen Vorschriften untersucht. Davon zu unterscheiden ist der vor allem von DUBS postulierte Begriff des *Wirtschaftsstatuts*.⁵¹⁵ Unter Wirtschaftsstatut versteht DUBS eine Denkfigur, welche wirtschaftsrechtliche Sachverhalte mit plurinationalen Elementen erfasst, die – obwohl äusserlich als einheitliches Wirtschaftsgeschehen wahrgenommen – aufgrund ihrer rechtlichen Struktur einer international-privatrechtlichen Handhabung unter Berücksichtigung mehrerer Rechtsordnungen bedür- 218

⁵¹² So auch RÜEDI, 49 f. und mindestens sich auch für eine Verifizierung in den einzelnen Disziplinen aussprechend SCHNYDER, *Wirtschaftskollisionsrecht*, 433 ff.; SCHNYDER, *Internationales Kapitalmarktrecht*, 166.

⁵¹³ SCHNYDER/BOPP, 396. Marktanknüpfung wird verstanden als Anknüpfung an den betroffenen Markt (insb. die Marktauswirkungen), unabhängig vom Sitz der beteiligten Parteien, wobei die Definition im Einzelnen umstritten ist; siehe RÜEDI, 44 ff. m. w. H.

⁵¹⁴ SCHNYDER, *Internationales Kapitalmarktrecht*, 166.

⁵¹⁵ DUBS, *Lauterkeitsstatut*, 169 ff.; auch BRÜGGER/DUBS, *Anwendbarkeit Übernahmerecht*, 42 f.

fen.⁵¹⁶ Das Wirtschaftsstatut soll als «*Gemenge von Rechtssätzen verschiedener Sachnormordnungen*» aufgefasst werden, welches insgesamt «*in harmonischer Weise den beteiligten Rechtssubjekten Rechte zuweist und Pflichten auferlegt*»⁵¹⁷. Dies soll aber primär als eine methodologische Anweisung verstanden werden und mittels Sonderanknüpfungen im weiteren Sinne oder Sachnormen des internationalen Privatrechts verwirklicht werden.⁵¹⁸

- 219 Hier geht es nicht unmittelbar um die Kollision verschiedener Wirtschaftsrechte, sondern um eine international-privatrechtlich sinnvolle Koordination der verschiedenen berufenen Normen eines wirtschaftlichen Sachverhalts. Dies hat ebenfalls die Vermeidung von Normenkonflikten zum Ziel. Meines Erachtens ist DUBS insofern zu folgen, als wirtschaftlich einheitliche Sachverhalte vom internationalen Privatrecht nach Möglichkeit auch als solche einheitlich (im Sinne von widerspruchsfrei) erfasst werden sollen. Ein Wirtschaftsstatut als *Leitfigur* ist deshalb zu begrüßen und gerade für die vorliegende Untersuchung zentral. Ob der Begriff des Wirtschaftsstatuts als solcher einen Mehrwert bringt, sei dahingestellt.

5. Wirtschaftskollisionsrecht und Übernahmerecht

- 220 Das Übernahmemaufsichtsrecht ist als Teil des Finanzmarktrechts dem Wirtschaftsrecht zuzuordnen, da es die Ziele der Wirtschaftsverfassung verwirklichen soll, indem es dem Anleger- und Funktionenschutz dient.⁵¹⁹ Wie vorne beschrieben, handelt es sich bei den übernahmemaufsichtsrechtlichen Bestimmungen (überwiegend) um Eingriffsnormen, welche ihren Anwendungsbereich selbständig definieren.⁵²⁰ Da liegt es nahe, dass im Bereich des Übernahmemaufsichtsrechts ebenfalls wirtschaftskollisionsrechtliche Normen und Mechanismen auszumachen sind. Zur Einordnung soll kurz untersucht werden, ob dies für das Übernahmemaufsichtsrecht der Schweiz zutrifft. Es soll hier eine «prima facie»-Einordnung vorgenommen werden, eine vertiefte Darstellung erfolgt im dritten Teil der Untersuchung.⁵²¹

⁵¹⁶ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 42 f.

⁵¹⁷ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 42 Fn 21.

⁵¹⁸ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 44; BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 74. Eine Grundlage sieht DUBS auch in der Ausnahmeklausel des Art. 15 IPRG, DUBS, Lauterkeitsstatut, 189 ff.

⁵¹⁹ Siehe vorne [N 90](#).

⁵²⁰ Siehe vorne [N 170 ff.](#)

⁵²¹ Siehe hinten [§ 9 ff.](#)

Für das Übernahmeaufsichtsrecht regelt Art. 125 Abs. 1 FinfraG den örtlichen Anwendungsbereich der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote. Abs. 2 sieht eine Möglichkeit des Verzichts auf die Anwendung des schweizerischen Rechts vor, falls eine solche zu Normenwidersprüchen führen würde. Damit ist eine *eigenständige kollisionsrechtliche Regelung* ohne Bezug zum internationalen Privatrecht auszumachen.⁵²² Wie im internationalen Kapitalmarktrecht üblich,⁵²³ ist die Bestimmung als einseitige Rechtsanwendungsnorm ausgestaltet, d. h. sie regelt nur, welche (internationalen) Sachverhalte von der inländischen Rechtsordnung erfasst werden, verweist aber nicht auf ausländisches Recht. Damit ist im Übernahmeaufsichtsrecht mit Art. 125 FinfraG eine typische wirtschaftskollisionsrechtliche Norm zu finden.⁵²⁴ 221

Die Doktrin hat sich im Bereich des Übernahmerechts mit der Frage der wirtschaftskollisionsrechtlichen Behandlung auseinandergesetzt – überwiegend aber noch unter altem Recht.⁵²⁵ Auf die Frage, wie die Anknüpfung in diesem «Übernahmekollisionsrecht» sinnvoll vorzunehmen und wie die Regelung in Art. 125 FinfraG im Einzelnen zu beurteilen ist, wird jedoch noch nicht an dieser Stelle eingegangen.⁵²⁶ 222

Auch im *Gesellschaftsrecht* ist die Tendenz der Entwicklung zu einem Wirtschaftsrecht auszumachen und ein Bestreben der Staaten, ihren unternehmensrechtlichen Konzeptionen zum zwingenden Durchbruch zu verhelfen.⁵²⁷ 223
Besonders das Aktienrecht zeigt sich als Mischform von Verbandsrecht und Marktrecht.⁵²⁸ Trotzdem ist das Gesellschaftsrecht im internationalen Verhältnis *nicht* dem Wirtschaftskollisionsrecht zuzuordnen, denn auch die zwingenden gesellschaftsrechtlichen Regeln stellen grundsätzlich keine Eingriffsnormen dar,⁵²⁹ sondern sind mit den Methoden des traditionellen internationalen Privatrechts zu erfassen. Dies schliesst nicht per se aus, dass einzelne Fragen, die zumindest teilweise dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen sind, wirtschaftskollisionsrechtliche Bestimmungen vorsehen können, bspw. im Konzern-

⁵²² Siehe ausführlich hinten [N 1157 ff.](#)

⁵²³ SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 153 ff.

⁵²⁴ Ausführlicher hinten [N 660](#) und [664 ff.](#)

⁵²⁵ So insb. in der Schweiz BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 35 ff.; RÜEDI, 63 ff.; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 345 ff.; diese konnten sich aber alle noch nicht zur aktuellen Regelung in Art. 125 FinfraG bzw. der entsprechenden (revidierten) Norm im BEHG äussern; in Deutschland ACKERMANN, 29 ff.; JOSENHANS, 111 ff.

⁵²⁶ Siehe dazu hinten [N 660 ff.](#)

⁵²⁷ VISCHER F., Unternehmensrecht, 379, 385.

⁵²⁸ So WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 249 ff.

⁵²⁹ Siehe vorne [N 173.](#)

recht.⁵³⁰ Im Grundsatz sind aber gesellschaftsrechtliche Fragen nach den traditionellen international-privatrechtlichen Bestimmungen anzuknüpfen. Dasselbe gilt für vertragsrechtliche Aspekte von Übernahmen.

⁵³⁰ Siehe dazu etwa BEHRENS, 89 ff.; ROHR, 1 ff.; VISCHER F, Unternehmensrecht, 385.

§ 5 Schlussfolgerungen aus dem Grundlagenteil

I. Allgemeine Erkenntnisse

Unter dem Begriff *Unternehmensübernahme* sollen verschiedene Transaktionsarten erfasst werden, wobei der Schwerpunkt auf den Aktienkaufvertrag und die öffentliche Übernahme gelegt wird. Die *Internationalität* der Übernahme verlangt eine erhebliche Berührung zu mehr als einem Staat, insbesondere durch ein anknüpfungsrelevantes Merkmal (namentlich Sitz der Parteien und Kotierungsort). *Übernahmerecht* wird hier umfassend verstanden: Neben dem aufsichtsrechtlichen Übernahmerecht werden davon auch die relevanten privatrechtlichen Regelungen erfasst. 224

Die *materiell-rechtlichen Grundlagen* der Unternehmensübernahme bilden insbesondere das Vertragsrecht, grössere Teile des Gesellschaftsrechts sowie die Regelungen zu den öffentlichen Übernahmeangeboten im FinfraG (das Übernahmemaufsichtsrecht). Es sind privat- und öffentlich-rechtliche Bestimmungen anzutreffen, wobei die Abgrenzung im Bereich des Übernahmemaufsichtsrechts als Mischmaterie schwierig sein kann. Es ist von einem ergänzenden Zusammenspiel der privat- und übernahmemaufsichtsrechtlichen Normen auszugehen, wobei das Übernahmemaufsichtsrecht die Privatautonomie in verschiedener Hinsicht einschränkt und darüber hinaus zwingende privatrechtliche Normen überlagert. Auf dem Wege der Auslegung zeigen die beiden Normenkomplexe gegenseitige Wechselwirkung, indem sie in das jeweils andere Rechtsgebiet «strahlen». 225

Für die *kollisionsrechtlichen Grundlagen* kann festgehalten werden, dass im Bereich des Wirtschaftsrechts – zu dem auch das Übernahmerecht zweifellos gehört – Vorschriften auszumachen sind, welche ihren Anwendungsbereich selbst festlegen, unabhängig von den international-privatrechtlichen Verweisungsnormen. Ihre Bedeutung ist für das Wirtschaftsrecht derart gross, dass sich ein Wirtschaftskollisionsrecht herausbilden musste, welches Kollisionen dieser wirtschaftsrechtlichen (Eingriffs-)Normen regeln soll. Dies ist interessanterweise weitgehend unabhängig von der Dogmatik des internationalen Privatrechts geschehen, sodass das Wirtschaftskollisionsrecht teils eigene Instrumente und Lösungsmöglichkeiten kennt. 226

- 227 So ist im hier interessierenden Bereich des Übernahmerechts bei einer kollisionsrechtlichen Betrachtung ein *Methodendualismus* aus dem traditionellen Kollisionsrecht und dem Wirtschaftskollisionsrecht auszumachen.⁵³¹ Das Verhältnis von internationalem Privatrecht und Wirtschaftskollisionsrecht bildet das kollisionsrechtliche Spiegelbild zur sachrechtlichen Stellung des Übernahmerechts im Schnittbereich von Privatrecht und öffentlichem Recht.⁵³²
- 228 Sowohl die Überlegungen zum Verhältnis vom öffentlichen Recht zum Privatrecht in der Übernahme-situation (im nationalen Bezug) als auch die Überlegungen zur Wirkungsweise der Eingriffsnormen (im internationalen Verhältnis) haben interessanterweise je selbständig zum Ergebnis geführt, dass die «überlagernde» Norm das andere Recht nur soweit punktuell verdrängen sollte, als dies auch notwendig ist.
- 229 Während das Verhältnis zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht schon bei Binnensachverhalten für diverse *Spannungen* sorgt, verstärkt sich die Problematik auf der *internationalen Ebene* noch. Zunächst sind die verschiedenen staatlichen Rechtsordnungen nicht aufeinander abgestimmt (was für die verschiedenen Normenkomplexe im schweizerischen Recht hingegen gegeben sein müsste). Mangels sachlicher Abstimmung resultieren auf internationaler Ebene viel eher Normenwidersprüche bzw. Rechtsfolgenwidersprüche. Die unterschiedliche Zuweisung identischer Materie zum öffentlichen oder privaten Recht in verschiedenen Rechtsordnungen kann ebenfalls zu Komplikationen führen. Wenn die Zuweisung zum öffentlichen oder privaten Recht nicht nach denselben Kriterien erfolgt, macht dies bei grenzüberschreitenden Betrachtungen ein Abstützen auf die Unterteilung in öffentliches Recht und Privatrecht in gewisser Weise obsolet.⁵³³ Sodann ist die Frage nach dem Verhältnis von öffentlichem Recht und Privatrecht auch auf internationaler Ebene rechtspolitisch schwieriger. Ist es noch naheliegend, einen Eingriff des inländischen öffentlichen Rechts ins Privatrecht zu akzeptieren, so ist dies bei ausländischem öffentlichem Recht nicht mehr selbstverständlich. Schliesslich kommt hier die Metafrage nach dem anwendbaren Recht hinzu, wenn das Aufsichts- und Zivilrecht schon *grundlegend unterschiedlichen Anknüpfungssysteme*

⁵³¹ JOSENHANS, 107; zum Methodendualismus von internationalem Privatrecht und Wirtschaftskollisionsrecht allgemein BASEDOW, 20 f.

⁵³² WINKELMANN, 56.

⁵³³ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 37 ff.

men folgen.⁵³⁴ Es muss geklärt werden, wie sich die unterschiedliche Anknüpfungsmethodik für eine Gesamtbetrachtung in Übereinstimmung bringen lässt.

Die *Grenzziehung* zwischen den Regelungsbereichen im Übernahmerecht ist schwierig.⁵³⁵ Es muss geprüft werden, was die übernahmeaufsichtsrechtliche Regelung alles erfasst, um zu beurteilen, wie weit sie das Privatrecht überhaupt verdrängen kann. Was auf nationaler Ebene weniger von Relevanz ist, muss auf internationaler Ebene schon als Ausgangsfrage entscheidend sein, da die Abgrenzung für die Entscheidung der methodischen Erfassung über das internationale Privatrecht oder das Wirtschaftskollisionsrecht massgebend ist. So sieht denn auch die Übernahmerichtlinie der Europäischen Union eine ausdrückliche Regelung des Abgrenzungsproblems vor.⁵³⁶ Deshalb ist im Gang der weiteren Untersuchung auf die Abgrenzung der Regelungsbereiche der Übernahme zu achten. 230

II. Methodik des Übernahmekollisionsrechts

Bei der Bestimmung des auf eine internationale Unternehmensübernahme anwendbaren Rechts wird vielfach der Begriff des «*Übernahmekollisionsrechts*» verwendet.⁵³⁷ Dieser soll – was sich schon aus dem Begriff ergibt – das Kollisionsrecht der Unternehmensübernahme beschreiben. Einige Autoren verwenden den Begriff des Übernahmekollisionsrechts für die kollisionsrechtlichen Normen des Übernahmeaufsichtsrechts, die am ehesten noch als eigenständige Regelung qualifiziert werden können.⁵³⁸ Wird Übernahmerecht – wie vorliegend – in einem weiten Sinne verstanden, so kann es in der Schweiz jedoch kein eigentliches (eigenständiges) Übernahmekollisionsrecht geben.⁵³⁹ Vielmehr sind übernahmekollisionsrechtliche Bestimmungen sowohl im IPRG als auch im Finanzmarktaufsichtsrecht zu suchen. Deshalb scheint es bei einer 231

⁵³⁴ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 8 f.

⁵³⁵ MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 230 ff.

⁵³⁶ Art. 4 Abs. 2 lit. e Übernahmerichtlinie; siehe hierzu hinten [N 964 ff.](#)

⁵³⁷ Siehe ausführlich zum Begriff des Übernahmekollisionsrechts etwa JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 269 ff., und RÜEDI, 63 ff.; siehe auch EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 381; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 373.

⁵³⁸ So für die Schweiz RÜEDI, 63; für Deutschland etwa JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 269 f.; wobei auch in diesem Fall umstritten ist, wie das Verhältnis zur international-privatrechtlichen Dimension der Übernahme aussieht.

⁵³⁹ So auch EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 381; vgl. auch SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 373.

solch weit gefassten Definition fraglich, ob das Kollisionsrecht der Übernahme eines eigenen Begriffs bedarf, sofern ihm nicht gewisse Grundsätze, Prinzipien oder Vorgehensweisen eigen sind.⁵⁴⁰ Jedenfalls umschreibt der Begriff im hier verstandenen Sinne die *Gesamtheit* der kollisionsrechtlichen Normen im Bereich des *Übernahmerechts*.

1. Kollisionsrechtlicher Methodendualismus

- 232 Konsequenz der unterschiedlichen Rechtsnatur der übernahmerelevanten Bestimmungen ist, dass auf kollisionsrechtlicher Ebene ein *Methodendualismus* aus dem traditionellen Kollisionsrecht und dem Wirtschaftskollisionsrecht auszumachen ist. Das *traditionelle Kollisionsrecht* ist für die privatrechtlichen Aspekte einer Übernahme massgebend. Namentlich für die vertrags-, gesellschafts- und sachenrechtlichen Aspekte der Übernahme ist deshalb nach dem IPRG das anwendbare Recht zu bestimmen. Für die aufsichtsrechtlichen Aspekte hingegen ist das *Wirtschaftskollisionsrecht* massgebend. Art. 125 FinfraG legt – entsprechend dem sachrechtsbezogenen Ansatz – den Anwendungsbereich der Bestimmungen des Übernahmeaufsichtsrechts selbst fest und erklärt diese, unabhängig von der Anwendbarkeit ausländischen (Gesellschafts- und Vertrags-)Rechts, nach den international-privatrechtlichen Verweisungsnormen für (nicht) anwendbar.
- 233 Es stellt sich die Frage, wieweit bei grenzüberschreitenden Übernahmen überhaupt das *Zusammenspiel* des internationalen Privatrechts und des Wirtschaftskollisionsrechts von Bedeutung ist. Die beiden Disziplinen können als Zweige eines weit verstandenen (methodenpluralistischen) internationalen Privatrechts verstanden werden, da vielfältige Wechselwirkungen und Annäherungen bestehen – oder aber sie werden isoliert betrachtet.⁵⁴¹ In gleicher Weise können die privat- und die aufsichtsrechtlichen Aspekte einer Übernahme grundsätzlich eigenständig betrachtet werden oder aber es wird eine Gesamtbetrachtung vorgenommen. Sofern Schnittbereiche und Wechselwirkungen bestehen, muss das Verhältnis von Aufsichts- und Zivilrecht geklärt werden.

⁵⁴⁰ Zur Frage des Leitprinzips im Übernahmekollisionsrecht N 282 ff.

⁵⁴¹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 220; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 11.

Im Folgenden soll geprüft werden, wie bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Unternehmensübernahmen vorgegangen werden muss, vor dem Hintergrund, dass eine rechtsgebietsübergreifende Materie und ein kollisionsrechtlicher Methodendualismus anzutreffen sind. 234

2. Notwendigkeit der Gesamtbetrachtung von Zivil- und Aufsichtsrecht

Aufsichtsbehörden prüfen – als Ausfluss des Grundsatzes des Gleichlaufs von Zuständigkeit und anwendbarem Recht – primär die Anwendung des eigenen Aufsichtsrechts bzw. eventuell das Zusammenspiel der verschiedenen Aufsichtsrechte. Zivilgerichte hingegen fokussieren sich in erster Linie auf das internationale Privatrecht.⁵⁴² Auch in der Übernahmesituation als Schnittstelle von Privat- und Aufsichtsrecht werden deshalb die Rechtsgebiete oft weitgehend *isoliert* angegangen. Es ist in diesem Zusammenhang zu fragen, ob eine *Gesamtbetrachtung* des Zusammenspiels von internationalem Privatrecht und Übernahmearbeitsrecht überhaupt von praktischer Bedeutung ist, was nachfolgend zu prüfen ist. 235

2.1. Relevanz des Zivilrechts für Aufsichtsbehörden

Die Aufsichtsbehörden betrachten – soweit ersichtlich – die Anwendbarkeit des Übernahmearbeitsrechts weitgehend gesondert und beziehen international-privatrechtliche Überlegungen höchstens marginal in ihre Erwägungen ein.⁵⁴³ Im bekannten «Tag Heuer»-Fall – einer Übernahme, bei welcher die Frage nach der Anwendbarkeit des Übernahmearbeitsrechts im Zentrum stand –⁵⁴⁴ hat die (damalige) Übernahmekammer der EBK das internationale Privatrecht in aller Kürze nur erwähnt, ohne sich damit auseinanderzusetzen oder auf das Zusammenspiel einzugehen.⁵⁴⁵ Sie hält allein kurz fest, dass das 236

⁵⁴² Siehe zur «Scheu» der Zivilgerichte vor der Anwendung von (ausländischem) Finanzmarktrecht MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 102 ff. sowie Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 26.

⁵⁴³ Immerhin kurz erwähnt hat die UEK gewisse Bestimmungen des IPRG etwa in folgenden Fällen: Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.2; Verfügung 423/01 der UEK vom 24.7.2009 i. S. EFG International AG, E. 1; Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

⁵⁴⁴ Siehe dazu ausführlich hinten [N 642 ff.](#)

⁵⁴⁵ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3a.

internationale Privatrecht höchstens «indirekt» massgebend sei.⁵⁴⁶ Dem wird entgegengehalten, dass das internationale Privatrecht nur massgeblich oder eben nicht massgeblich sein könne, ein (indirektes) Drittes gebe es in diesem Fall nicht.⁵⁴⁷ Die Übernahmekammer ist gar willentlich von den Prinzipien des internationalen Privatrechts im Gesellschaftsrecht (Inkorporationsprinzip) abgewichen.⁵⁴⁸ Eine Übereinstimmung stand demnach nicht im Vordergrund. Dass aber Gründe für eine Abstimmung bestehen, wird weder erwähnt noch reflektiert. Insbesondere hätte sich in diesem Fall die Anwendung des Übernahmeaufsichtsrechts in Abweichung von den Grundsätzen des internationalen Privatrechts m. E. nicht aufgedrängt. Dies wird schon daraus ersichtlich, dass die UEK als Vorinstanz (im Gegensatz zur Übernahmekammer der EBK) in ihrer Empfehlung gerade umgekehrt entschieden hatte⁵⁴⁹ und dass dies auch in der Literatur auf begründete Kritik gestossen ist.⁵⁵⁰

237 Die UEK zeigte sich noch eher als die EBK geneigt, zumindest am Rande auf international-privatrechtliche Grundsätze zurückzugreifen. So hat sie in einer Empfehlung zur Lösung eines positiven Normenkonflikts zwischen südafrikanischem und schweizerischem Übernahmeaufsichtsrecht (also einem wirtschaftskollisionsrechtlichen Problem) unter Verweis auf Art. 117 Abs. 1 IPRG auf das vertragskollisionsrechtliche Prinzip des engsten Zusammenhangs abgestellt.⁵⁵¹ Dieses Beispiel zeigt, dass auch in der Praxis die Methodik des internationalen Privatrechts von Aufsichtsbehörden nutzbar gemacht werden könnte, um Normenkonflikte zwischen Wirtschaftsrechtsordnungen zu lösen.⁵⁵²

238 Meines Erachtens kann eine gewisse Betrachtung des internationalen Privatrechts für *Aufsichtsbehörden* nicht nur einen Mehrwert generieren, sondern sie ist ohnehin unumgänglich. Bspw. verweist Art. 37 UEV für die Beurteilung der Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft auf das Gesellschaftsrecht. Wenn die Aufsichtsbehörde die Frage nach der Zulässigkeit von

⁵⁴⁶ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3a.

⁵⁴⁷ EKKENGA/KUNTZ, 2434.

⁵⁴⁸ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3a.

⁵⁴⁹ Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. Tag Heuer International SA.

⁵⁵⁰ Siehe etwa die Anmerkungen zur Verfügung der Übernahmekammer der EBK von BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 69 ff.; EKKENGA/KUNTZ, 2434; PETER/BOVEY, 27.

⁵⁵¹ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 21.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

⁵⁵² Siehe ausführlicher hinten [N 906 ff.](#)

Abwehrmassnahmen prüft – bspw. in einem Übernahmeangebot auf eine Gesellschaft mit Sitz im Ausland –, so wird sie prüfen müssen, welches Gesellschaftsrecht überhaupt anwendbar ist (dass der Verweis in der UEV statisch nur auf Schweizer Recht erfolgt, ist nicht ohne Weiteres anzunehmen).⁵⁵³ Sodann kann die UEK bspw. Stimmrechte suspendieren (Art. 135 Abs. 5 FinfraG), was traditionell eine zivilrichterliche Kompetenz darstellte und direkt ins Privatrecht wirkt.⁵⁵⁴ Die Grenze zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht ist deshalb auch für Aufsichtsbehörden nicht immer klar zu ziehen, zumal das Übernahmeaufsichtsrecht diverse Regelungen mit privatrechtlichem Charakter enthält (bspw. die Kraftloserklärung von Beteiligungspapieren nach Art. 137 FinfraG).⁵⁵⁵ Schliesslich kann schon ganz grundlegend die Anwendbarkeit des FinfraG nicht ohne Berücksichtigung von ausländischem Privatrecht bestimmt werden, da der Anwendungsbereich der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen Rücksicht auf die Anwendbarkeit kollidierender (auch privatrechtlicher) ausländischer Normen nimmt.⁵⁵⁶

Sodann stellt sich das Problem *privatrechtlicher Vorfragen* im öffentlichen Recht.⁵⁵⁷ Dem Aufsichtsrecht liegt regelmässig eine privatrechtliche Problematik zugrunde und es verwendet aus dem Privatrecht stammende Begrifflichkeiten (z. B. Aktionärsbenachteiligung, Gesellschaftssitz etc.).⁵⁵⁸ Sofern das Aufsichtsrecht keine autonome Regelung dafür enthält, ist deshalb das Privatrecht zu konsultieren und als Folge dessen auch das internationale Privatrecht. Das Bundesgericht hat in einem Fall – in einem der seltenen Bundesgerichtsentscheide zum Übernahmerecht – festgehalten, dass die Übernahmebehörden (d. h. aktuell insb. die UEK) vorfrageweise gesellschaftsrechtliche Fragen beurteilen können.⁵⁵⁹ Wie weit die UEK gesellschaftsrechtliche Fragen beurteilen darf, bildet Gegenstand einer Kontroverse.⁵⁶⁰ Es ist aber im vorliegenden Zusammenhang bereits höchst interessant, dass die UEK als Aufsichtsbehörde explizit vorfrageweise über privatrechtliche Fragen entscheiden kann bzw. muss. Es zeigt insbesondere, dass das Übernahmeaufsichtsrecht und das

239

⁵⁵³ Siehe dazu hinten [N 743 f.](#)

⁵⁵⁴ REZAI HARIRI, 328.

⁵⁵⁵ Siehe dazu ausführlich [N 1008 ff.](#)

⁵⁵⁶ Siehe hierzu hinten [N 771.](#)

⁵⁵⁷ EKKENGA/KUNTZ, 2434; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 102.

⁵⁵⁸ EKKENGA/KUNTZ, 2434.

⁵⁵⁹ Urteil 2A.394/2000 des BGer vom 2.7.2001, insb. E. 3 und E. 5c; kommentiert in TSCHÄNI, Bundesgerichtsentscheid, 298 ff.

⁵⁶⁰ SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 138 N 6; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 120 f.; Verfügung 0598/01 der UEK vom 1.4.2015 i. S. Sika AG, E. 2.2.

Privatrecht in vielen Fällen eben nicht gesondert betrachtet werden können, sondern eine Betrachtung des Zusammenspiels unumgänglich ist. Deshalb ist m. E. auch für die UEK im Rahmen ihrer Tätigkeit eine Befassung mit dem internationalen Privatrecht unvermeidbar. Der Grundsatz, dass Aufsichtsbehörden nur ihr eigenes Recht anwenden können, wird also mindestens mit Bezug zum Privatrecht durchbrochen.

2.2. Relevanz des Aufsichtsrechts für Zivilgerichte

- 240 Umgekehrt gilt das Entsprechende für die *Zivilgerichte*. Auch wenn Zivilgerichte privatrechtliche Ansprüche oder Fragestellungen beurteilen müssen, kann dies im Zusammenhang mit Übernahmen nicht ohne Beachtung des Übernahmearbeitsrechts geschehen.⁵⁶¹ Ist bspw. im Zuge eines Verantwortlichkeitsprozesses gegen Verwaltungsräte deren Verhalten im Übernahmeverfahren zu beurteilen, so muss das Zivilgericht das Verhalten (auch) an den aufsichtsrechtlichen Pflichten messen, etwa in Bezug auf die Zulässigkeit von getätigten Abwehrmassnahmen. Ebenfalls könnten Minderheitsaktionäre zivilrechtliche Ansprüche gegen einen Grossaktionär im Zusammenhang mit dessen Missachtung von übernahmearbeitsrechtlichen Vorschriften geltend machen.⁵⁶² Auch für Zivilgerichte ist in solchen Fällen eine Beurteilung von aufsichtsrechtlichen Aspekten einer Übernahme unvermeidbar.

2.3. Relevanz der Gesamtbetrachtung

- 241 Meines Erachtens sprechen zwingende Gründe für eine *gesamtheitliche Betrachtungsweise* bzw. eine Betrachtung des Zusammenspiels der beiden Gebiete, welche auch im Rahmen der nachfolgenden Untersuchung einzunehmen ist. Eine Gesamtbetrachtung ist nicht nur für theoretische Überlegungen interessant, sondern hat auch praktische Bedeutung. Einige Gründe hierfür sollen nachfolgend aufgezeigt werden:
- 242 Die Thematik der *vorfrageweisen* Befassung von Aufsichtsbehörden und Zivilgerichten mit dem jeweils «fremden» Rechtsgebiet kann schon bei Binnen-sachverhalten diverse Schwierigkeiten mit sich bringen.⁵⁶³ Noch schwieriger gestaltet sich diese Problematik bei internationalen Übernahmen, was nach einer Auseinandersetzung verlangt.

⁵⁶¹ Siehe zu den zivilrichterlichen Kompetenzen im Bereich des Übernahmearbeitsrechts BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 133 ff.

⁵⁶² BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 139.

⁵⁶³ BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 128 ff.

Es wurde festgestellt, dass Normen des FinfraG privatrechtliche Bestimmungen *überlagern*. Daraus ist bereits ersichtlich, dass es im Übernahmerecht einen Schnittbereich zwischen Privat- und Aufsichtsrecht geben muss, in dem sich die Regelungen überschneiden. *Schnittbereiche* zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht sind in erster Linie dort anzutreffen, wo das Aufsichtsrecht Normen mit privatrechtlichem Charakter aufstellt und umgekehrt dort, wo das Privatrecht Normen mit ordnungsrechtlicher Prägung aufweist.⁵⁶⁴ Zumindest für diese Schnittbereiche ist eine Gesamtbetrachtung unentbehrlich.

243

Sodann ist auf internationaler Ebene die Frage der *Zuordnung* zu beachten, da eine Rechtsordnung gewisse Fragen dem Privatrecht zuordnen kann, während andere Rechtsordnungen dieselbe Frage dem Finanzmarkt- bzw. Aufsichtsrecht zuordnen. So war bspw. die Regelung zum Emissionsprospekt bei der Ausgabe neuer Aktien in der Schweiz lange Zeit mit Art. 652a aOR (bzw. mit Art. 752 aOR zur Prospekthaftung) im Privatrecht eingeordnet.⁵⁶⁵ Dementsprechend folgte auch mit Art. 156 IPRG eine international-privatrechtliche Regelung für den Emissionsprospekt bzw. die Prospekthaftung. In zahlreichen anderen Staaten wird dieser Themenbereich jedoch aufsichtsrechtlich reguliert und ist dem öffentlichen Recht bzw. dem Kapitalmarktrecht zugeordnet, namentlich in den USA und auf Ebene der EU.⁵⁶⁶ Ein anderes praktisches Beispiel stellt der Ausschluss von Minderheitsaktionären (*Squeeze Out*) dar, der teilweise dem Kapitalmarktrecht (so in Frankreich) und zum Teil dem Privatrecht (Deutschland) zugewiesen wird.⁵⁶⁷ Wenn nun eine Frage in verschiedenen Rechtsordnungen entweder dem Privatrecht oder dem Aufsichtsrecht zugeordnet wird, so kann aus einer internationalen Perspektive nicht einfach eines der beiden Gebiete isoliert betrachtet werden. Allgemein können aufgrund der Vielfalt von Rechtsquellen, Rechtsgebieten und Normenkomplexen auf internationaler Ebene nicht Teilbereiche isoliert betrachtet werden, ohne dass es zu unvorhergesehenen *Abstimmungsproblemen* kommt.

244

⁵⁶⁴ Siehe ausführlich zu den Schnittbereichen von Gesellschafts- und Übernahmearbeitsrecht hinten [N 1021 ff.](#)

⁵⁶⁵ Was sich mit dem Inkrafttreten des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) änderte, da die Regelung im OR aufgehoben wurde und stattdessen der Emissionsprospekt aufsichtsrechtlich reguliert ist; siehe dazu Botschaft FIDLEG/FINIG, 8970; BÖSCH, 84.

⁵⁶⁶ BSK IPRG-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 156 N 3 und 5. Zur Regelung in der EU siehe Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist (Prospektrichtlinie).

⁵⁶⁷ Dazu VON HEIN, Kodifikation, 535.

- 245 Abgesehen von bei isolierter Betrachtung u. U. resultierenden Komplikationen bietet sich eine Betrachtung des Zusammenspiels an, um die *dogmatischen Erkenntnisse* der jeweils anderen Disziplin nutzbar zu machen. Gerade Aufsichtsbehörden, welche wirtschaftskollisionsrechtliche Betrachtungen vorzunehmen haben, könnten aus der über lange Zeit entwickelten feingliedrigen Dogmatik des internationalen Privatrechts auch einen Mehrwert ziehen. Die beiden Disziplinen sind ohnehin nicht einfach trennbar, sondern in vielerlei Weise Konvergenzen auszumachen.⁵⁶⁸
- 246 Schliesslich müssen die *Parteien* (bzw. deren Transaktionsanwälte) bei Übernahmen sowohl das internationale Privatrecht als auch das Aufsichtsrecht bzw. das Wirtschaftskollisionsrecht sowie deren Zusammenspiel betrachten, um überhaupt zu wissen, welche Schranken und potenziellen Risiken für die (optimale) Transaktionsgestaltung bestehen.⁵⁶⁹ Bspw. können potenzielle (Haftungs-)Risiken nur beurteilt werden, wenn bei einem allfälligen Verstoss gegen ausländisches Aufsichtsrecht die zivilrechtlichen Rechtsfolgen bekannt sind. Deshalb können sich mindestens die Transaktionsberater keinesfalls einer Gesamtbetrachtung entziehen.
- 247 Auch wenn hier die Notwendigkeit einer Gesamtbetrachtung vertreten wird, ist nicht zu verneinen, dass die *Perspektive der Rechtsanwendungsinstanz* für die kollisionsrechtliche Betrachtung in der Praxis von elementarer Bedeutung ist. Ist bspw. die Frage nach der Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats – als im Schnittbereich von Aufsichts- und Zivilrecht liegender Thematik – zu klären, so werden sich die Aufsichtsbehörden auf die Anwendung des Aufsichtsrechts (in der Schweiz Art. 132 FinfraG) fokussieren, wenn sie auch die gesellschaftsrechtliche Dimension mitberücksichtigen müssen (Art. 37 UEV i. V. m. Art. 132 Abs. 3 Bst. b FinfraG). Ein Zivilgericht hingegen – das bspw. im Rahmen eines Verantwortlichkeitsprozesses im Zusammenhang mit einer grenzüberschreitenden Übernahme die Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen beurteilen muss – würde über das System des IPRG vorgehen und das anwendbare Gesellschaftsrecht bestimmen und das Schweizer Über-

⁵⁶⁸ So VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 220 f.

⁵⁶⁹ Zum Vorgehen der beratenden Anwälte siehe etwa EKKENGA/KUNTZ, 2427; sodann Göthel, M&A-GÖTHEL, 219. Den Schweizer Praktikern stellen sich im Zusammenhang mit internationalen Übernahmen Fragen nach dem anwendbaren Recht insb. dann, wenn der Sitz der Zielgesellschaft in der Schweiz liegt, da dann fast mit Sicherheit Schweizer Transaktionsanwälte involviert werden müssen, so TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 6; die Fragestellung bleibt jedoch nicht auf solche Konstellationen beschränkt.

nahmeaufsichtsrecht höchstens als Eingriffsnorm anwenden. Somit hat die Perspektive der Rechtsanwendungsinstanz einen grundlegenden Einfluss auf den Schwerpunkt der Behandlung desselben Sachverhalts.

Die Bejahung der Notwendigkeit einer Gesamtbetrachtung ändert nichts an der grundsätzlich *selbständigen Anknüpfung* der privat- und aufsichtsrechtlichen Normen auf einer ersten Ebene. Auf einer zweiten Ebene ist aber eine Gesamtbetrachtung notwendig, um mit den Schnittbereichen und Wechselwirkungen umzugehen. Mit anderen Worten kommt dem Privatrecht und dem Übernahmeaufsichtsrecht auch bei einer gesamtheitlichen Betrachtungsweise grundsätzlich nebeneinander Geltung zu. Der unterschiedliche Charakter von öffentlich-rechtlichen Verpflichtungen und gleichstufigen privatrechtlichen Verpflichtungen muss auch zu einem Nebeneinander dieser Pflichten führen.⁵⁷⁰ Sie zeigen aber gegenseitige Wirkungen, welche nur nach vorgängiger kollisionsrechtlicher Analyse beurteilt werden können. 248

3. Notwendigkeit der differenzierten Anknüpfung

Für die vorliegende Untersuchung ist folgende Frage als Ausgangspunkt zentral: Inwiefern ist bei der Bestimmung des auf eine Übernahme anwendbaren Rechts zu *differenzieren*, der Regelungskomplex der Unternehmensübernahme also in Teilfragen aufzuspalten? Es ist, mit anderen Worten, zu fragen, wie weit bei der Anknüpfung in einzelne Rechtsfragen aufzugliedern bzw. wie weit die Übernahme in einzelne Rechtsbeziehungen zu «sezieren» ist.⁵⁷¹ Die Frage nach der Differenzierung wurde als allgemeine Problematik des internationalen Privatrechts bereits erörtert.⁵⁷² Nachfolgend soll spezifisch auf die Problematik im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen eingegangen werden. 249

Bei einem *weiten Verständnis* des Übernahmerechts – welches auch die privatrechtlichen Aspekte umfasst – ergibt sich relativ schnell, dass eine einheitliche Anknüpfung ohnehin kaum in Frage kommen kann. Anders wäre dies, wenn Übernahmerecht (als nur die aufsichtsrechtlichen Aspekte einer Übernahme regelndes Recht) eng verstanden wird. In diesem Fall ist eine einheitli- 250

⁵⁷⁰ EBENROTH/WILKEN, 246.

⁵⁷¹ So ASSMANN, Grosskomm. AktG, Einl. N 712.

⁵⁷² Siehe vorne [N 135 ff.](#)

che Anknüpfung eher vorstellbar, wobei sie auch hier umstritten ist.⁵⁷³ Die differenzierte Anknüpfung einzelner Teilfragen einer Unternehmensübernahme entspricht der «traditionellen» Herangehensweise gemäss dem (überwiegend deutschen) Schrifttum, das zwischen vertragsrechtlichen, gesellschaftsrechtlichen und ordnungsrechtlichen Aspekten unterschiedet.⁵⁷⁴ Meines Erachtens sind diese Aussagen auch nach dem zunehmenden Ausbau und der Bedeutungszunahme des aufsichtsrechtlichen Übernahmerechts noch aktuell – was nachfolgend aufzuzeigen sein wird.

3.1. Notwendigkeit der Differenzierung

- 251 Wie allgemein bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts ist auch im Übernahmerecht ein *Spannungsverhältnis* zwischen einheitlicher Anknüpfung (zur Vermeidung von Normenkollisionen) und differenzierter Anknüpfung einzelner Rechtsfragen (zur Berufung der für die spezifische Frage geeigneteren Rechtsordnung) auszumachen.⁵⁷⁵ Da internationale Unternehmensübernahmen elementare Bezüge zu mehreren Rechtsordnungen haben können (bspw. bei Sitz und Kotierung in verschiedenen Rechtsordnungen), ist die Berufung der – aufgrund des engeren Bezugs – geeigneteren Rechtsordnung u. U. zu spalten, um den verschiedenen massgebenden Bezügen gerecht zu werden.
- 252 Eine Aufgliederung der Anknüpfung bei Übernahmen ist m. E. aus folgenden Gründen geradezu unumgänglich:
- 253 Eine Differenzierung bei der Anknüpfung drängt sich schon deshalb auf, weil für Unternehmensübernahmen eine Vielzahl an rechtlich relevanten Vorgängen und *unterschiedlichen Rechtsgebieten* massgebend sind (Rechtsfragen- oder Rechtsnormenkonkurrenz): Das Fehlen einer einheitlichen Regelung und die Mehrzahl der sachrechtlichen Normenkomplexe führen auf der sachrechtlichen Ebene zwangsläufig zu einer Aufspaltung der Unternehmensübernahme in einzelne Rechtsbeziehungen und entsprechend auf der kollisionsrechtlichen Ebene auch zur Beurteilung der solchermaßen aufgliederten Rechts-

⁵⁷³ So sprechen etwa MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121, von einer «Einheit des Übernahmerechts», wobei sie das anwendbare Recht hierfür einheitlich bestimmen wollen. Dabei gehen sie von einem Übernahmerecht im engeren Sinne aus, also bloss von der (damalig) börsengesetzlichen Regelung von Unternehmensübernahmen; BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 69 ff., hingegen sprechen sich dezidiert für eine Differenzierung auch beim Übernahmerecht im engeren Sinne aus; dazu ausführlicher hinten [N 940 f.](#)

⁵⁷⁴ Siehe dazu VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 222 ff., m. w. H.

⁵⁷⁵ Siehe dazu vorne [N 940 f.](#)

fragen.⁵⁷⁶ Das anwendbare Recht für die bei einer Übernahme einzelnen betrachteten Rechtsverhältnisse muss im Grundsatz methodisch entsprechend der jeweiligen Qualifikation selbständig ermittelt werden.⁵⁷⁷ Schon die nach Rechtsgebieten *getrennte Anknüpfungsmethodik des IPRG* macht eine Aufgliederung unvermeidbar.⁵⁷⁸ Sind mehrere Rechtsgebiete betroffen, zieht dies Mehrfachqualifikation mit sich und eine einheitliche Anknüpfung ist aus kollisionsrechtlicher Sicht schwierig.⁵⁷⁹ Dies insbesondere, weil jedes Rechtsgebiet bzw. jeder Regelungsbereich unterschiedlichen Zweckausrichtungen und eigenen Anknüpfungsprinzipien folgt.⁵⁸⁰ Eine rechtsgebietsübergreifende Anknüpfung käme vor diesem heterogenen Hintergrund ohne massive Abweichungen von international-privatrechtlichen Grundsätzen nicht in Frage. Aus international-privatrechtlicher Sicht muss deshalb auf einer ersten Stufe zwischen diesen Rechtsgebieten differenziert werden.

Ein zweites wichtiges Argument für die Notwendigkeit einer differenzierten Anknüpfung ist das Vorliegen von Bestimmungen *unterschiedlicher Rechtsnatur*, welche für die Übernahme massgebend sind, d. h. von Bestimmungen des Privatrechts und des öffentlichen Rechts. Autoren – für die Schweiz insbesondere RÜEDI –, welche sich für eine einheitliche Anknüpfung aussprechen, betrachten den Anwendungsbereich des öffentlichen Übernahmerechts in der Regel relativ isoliert,⁵⁸¹ sodass sich die unterschiedliche Rechtsnatur gar nicht in gleicher Weise als Problem aufdrängt.⁵⁸² Mit BRÜGGER/DUBS ist aber festzu-

254

⁵⁷⁶ Siehe etwa ASSMANN, Grosskomm. AktG, Einl. N 712; BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 42 f.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 374; EBENROTH/WILKEN, 245; JOSENHANS, 268; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351, 373; teilweise äusserten sich diese Autoren noch zu einer Rechtslage mit einem weniger ausgeprägtem Übernahmehaufsichtsrecht; auch in diesen Fällen haben die Aussagen jedoch Gültigkeit, sofern Übernahmerecht weit verstanden wird.

⁵⁷⁷ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 174.

⁵⁷⁸ Siehe BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 74 ff.; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.

⁵⁷⁹ AUBART, 185.

⁵⁸⁰ JOSENHANS, 268. So gilt im Vertragsrecht das Primat der subjektiven Anknüpfung, während im Gesellschaftsrecht das Inkorporationsprinzip vorherrscht, wohingegen das Sachenrecht von der *lex rei sitae* geprägt ist.

⁵⁸¹ RÜEDI, 63 ff., befasst sich im Detail mit der Anwendbarkeit der Bestimmungen des börsenrechtlichen Übernahmerechts (hier bezeichnet als Übernahmehaufsichtsrecht), wobei eigentliche international-privatrechtliche Aspekte einer Übernahme nicht direkt Thema sind.

⁵⁸² Wobei sich auch innerhalb des Übernahmehaufsichtsrechts Fragen betreffend die Rechtsnatur unterschiedlicher Bestimmungen stellen, siehe [N 1008 ff.](#)

halten, dass der Anwendungsbereich des Übernahmeaufsichtsrechts nur einen Teilaspekt des gesamten Übernahmekollisionsrechts darstellt.⁵⁸³ Der unterschiedliche Charakter von öffentlich-rechtlichen Verpflichtungen und gleichstufigen privatrechtlichen Verpflichtungen muss zumindest im Ausgangspunkt zu einem Nebeneinander dieser Pflichten führen.⁵⁸⁴ Deshalb ist der Regelungskomplex der Übernahme in die privatrechtlichen Aspekte und den öffentlich-rechtlichen Teil zu spalten.⁵⁸⁵ Nachfolgend werden hierfür auch die Begriffe internationales *Übernahmeprivatrecht* und *Übernahmeaufsichtsrecht* verwendet. Die anfängliche Selbständigkeit auf Anknüpfungsebene impliziert jedoch nicht, dass keine Schnittbereiche und Wechselwirkungen gegeben sind, die eine Gesamtbetrachtung notwendig machen.

- 255 Auf einer metakollisionsrechtlichen Ebene spricht für die Notwendigkeit der differenzierten Anknüpfung, dass für verschiedene Aspekte der Übernahme eine unterschiedliche *kollisionsrechtliche Methodik* gegeben ist. Der Methodenunterschied zwischen dem traditionellen Kollisionsrecht und dem Wirtschaftskollisionsrecht verlangt eine getrennte Qualifikation.⁵⁸⁶ Scheint dieses Argument auf den ersten Blick seine Konsequenz als Ansatzpunkt zu nehmen, so ist ihm doch zu folgen: Die Herausbildung zweier Methoden ist nicht dem Zufall zuzuschreiben, sondern notwendige Konsequenz der unterschiedlichen Regelungsinteressen und -ziele von Privatrecht und öffentlichem Recht. Dass für die kollisionsrechtliche Behandlung zwischen ihnen zu differenzieren ist, kann deshalb mit den zugrundeliegenden Unterschieden beider Gebiete begründet werden.⁵⁸⁷
- 256 Für eine Differenzierung bei der kollisionsrechtlichen Betrachtung der Unternehmensübernahme spricht ferner das *zeitliche Element*: Sind aus sachrechtlicher Sicht die verschiedenen Stadien der Übernahme zu unterscheiden, so ist dies auf kollisionsrechtlicher Ebene nicht anders. Bspw. existiert zu Beginn

⁵⁸³ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75.

⁵⁸⁴ EBENROTH/WILKEN, 246; so erklärt auch RÜEDI, 75, der sich für eine einheitliche Anknüpfung des Übernahmerechts (i. e. S.) ausspricht, dass rein privatrechtliche Aspekte selbständig anzuknüpfen sind.

⁵⁸⁵ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 222 ff. Was nicht heisst, dass das öffentliche Recht und das Privatrecht in der Übernahme nicht ineinander spielen und das Zusammenspiel zu betrachten ist, siehe dazu soeben [N 276 ff.](#)

⁵⁸⁶ JOSENHANS, 267 f.; siehe ausführlich zur «Doppelspurigkeit» des Kollisionsrechts im Bereich des Kapitalmarktrechts, STEINRÖTTER, 53 ff. und 79 ff., welcher hinsichtlich des traditionellen internationalen Privatrechts von der «ersten Spur» und hinsichtlich des Wirtschaftskollisionsrechts von der «zweiten Spur» spricht.

⁵⁸⁷ JOSENHANS, 267 f.

der Übernahme noch kein Vertrag, dieser wird aber im Verlaufe der Transaktion abgeschlossen, sodass – bei weitgefasster Betrachtung – sich das Gewicht der Bezugspunkte der Übernahme zu einer Rechtsordnung mit dem Verlauf der Übernahme verlagern kann. Wenn schon zeitlich zu differenzieren ist, dann kann die Frage nach dem anwendbaren Recht nicht einheitlich beantwortet werden.

Die Unternehmensübernahme im Sinne der Bestimmung eines eigentlichen Übernahmestatus für alle Rechtsfragen einer Übernahme einheitlich anzuknüpfen ist demzufolge nicht möglich.⁵⁸⁸ Vielmehr ist festzustellen, dass die Anknüpfung – wie allgemein im internationalen Privatrecht – nach den verschiedenen Rechtsgebieten und anknüpfungsrelevanten Teilfragen getrennt zu erfolgen hat.⁵⁸⁹ Bei der Bestimmung des auf eine Übernahme anwendbaren Rechts lässt sich deshalb als Konsequenz auch eine Statutenkumulation als Resultat einer differenzierten Anknüpfung nicht immer vermeiden.⁵⁹⁰ Die praktische Durchführbarkeit einer kollisionsrechtlichen Aufspaltung des Übernahmerechts ist aber erwiesen,⁵⁹¹ sodass sie kein substantielles Problem darstellt. Deshalb ist die Schlussfolgerung zu ziehen, dass eine einheitliche Anknüpfung des – weit definierten – Übernahmerechts zwar in der Theorie wünschenswert wäre, eine Aufspaltung aber unabwendbar ist.⁵⁹²

257

3.2. Grad der Differenzierung?

Ist eine Differenzierung bei der Anknüpfung unumgänglich, so stellt sich die Folgefrage, wie weit der *Grad der Differenzierung* voranzutreiben ist.

258

Es fragt sich, welche *Nachteile* die Differenzierung im Bereich des Übernahmerechts mit sich bringt: Sie bedeutet die Aufschlüsselung eines integralen Lebenskomplexes in Einzelfragen mit einem entsprechenden *Zerriss von Zusammenhängen* durch das Kollisionsrecht.⁵⁹³ Je höher der Grad an Differenzierung, desto wahrscheinlicher ist die Berufung mehrerer Rechtsordnungen für eine Übernahme und damit das Auftreten von *Angleichungsschwierigkeiten*.⁵⁹⁴

259

⁵⁸⁸ Ein eigentliches Übernahmestatut für alle Rechtsfragen der Übernahme resultiert höchstens, wenn die einzelnen Anknüpfungen zur Berufung desselben Rechts führen, siehe [N 1265 ff.](#)

⁵⁸⁹ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 381.

⁵⁹⁰ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 381.

⁵⁹¹ JOSENHANS, 231.

⁵⁹² VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 227.

⁵⁹³ JOSENHANS, 229 f.

⁵⁹⁴ JOSENHANS, 230.

Die Anwendung verschiedener Rechtsordnungen kann die Kohärenz nationaler Rechtsordnungen zerstören, denn wenn einzelne Sachnormenkomplexe ausserhalb der eigenen Rechtsordnung angewandt werden, so geht dies mit einem gewissen Zerreißen der Systematik einher.⁵⁹⁵ Differenzierung erhöht auch die *Komplexität* der Bestimmung des auf die Übernahme anwendbaren Rechts, der Verfahren und der kollisionsrechtlichen Abgrenzung.⁵⁹⁶

- 260 Diese Schwierigkeiten sind jedoch internationalen Sachverhalten und dem Kollisionsrecht allgemein immanent, umso mehr komplexen Wirtschaftssachverhalten. Sie warnen davor, die Übernahme allzu stark in Teilfragen zu sezieren, sofern stattdessen die Auffindung einer einheitlichen Anknüpfung möglich ist. Das Bundesgericht hat in einem Entscheid explizit festgehalten, dass eine Zergliederung eines Rechtsinstituts bei der Anknüpfung in Kauf zu nehmen ist, wenn durch die Abspaltung einer Teilfrage und Bildung einer Sonderanknüpfung eine «bessere» Anknüpfung ermöglicht wird.⁵⁹⁷ Wird die Differenzierung nicht übermässig stark vorangetrieben, so lassen sich die auftretenden Schwierigkeiten mit den hierfür entwickelten Instrumenten des Kollisionsrechts lösen.⁵⁹⁸
- 261 Gespaltene Anknüpfungen ermöglichen, ein für einzelne Sachfragen angemesseneres System bereitzustellen,⁵⁹⁹ weshalb die damit verbundenen Koordinationsschwierigkeiten hinnehmbar sind. Gerade wenn internationale Unternehmensübernahmen starke Bezüge zu mehreren Rechtsordnungen haben – etwa bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort –, ist die Berufung mehrerer Rechtsordnungen u. U. sachgerechter als eine einheitliche Anknüpfung. Würde die einheitliche Anknüpfung zu sehr forciert, so gingen damit bei Unternehmensübernahmen einerseits u. U. Normenausfälle einher.⁶⁰⁰ Zudem müssten wichtige Bezüge von Teilfragen zu Rechtsordnungen der einheitlichen Anknüpfung geopfert werden.
- 262 Aus den vorangehenden Überlegungen ist Folgendes abzuleiten: Bei der Frage danach, wie weit eine Differenzierung bei der Anknüpfung einer Übernahme

⁵⁹⁵ WINKELMANN, 77. Dieses Problem ist dem internationalen Privatrecht generell inhärent, etwa bei der Berufung von inländischem Erbrecht und ausländischem Güterrecht. Da das Erb- und Güterrecht in verschiedenen Staaten unterschiedlich ausgeprägt ist, aber stark ineinander spielt, sind Anpassungsprobleme die Konsequenz.

⁵⁹⁶ ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 732 f., 742 f.

⁵⁹⁷ BGE 141 III 513 E. 5.4.3.

⁵⁹⁸ Siehe dazu etwa die Ausführungen vorne zur Anpassung [N 154 ff.](#)

⁵⁹⁹ ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 742 f.

⁶⁰⁰ JOSENHANS, 231.

vorzunehmen ist, kann kaum eine abstrakte Lösungsmethodik gefunden werden, da sich die Konsequenzen im Einzelfall nicht voraussehen lassen.⁶⁰¹ Je nach kollidierenden Rechtsordnungen treten andere Reibungszonen auf und je nach Intensität der Auslandsbezüge ist eine möglichst einheitliche Anknüpfung wünschenswert oder eben nicht. Zudem ist die Beantwortung der Frage nach dem Grad der Differenzierung – aus international-privatrechtlicher Sicht – endgültig kaum losgelöst von der Prüfung einer *konkreten Rechtsfrage* möglich. Letztlich wäre ein einzelner Rechtsanspruch unter Betrachtung der konkret kollidierenden Rechtsordnungen zu prüfen.

Mit dem aufzufindenden Spannungsverhältnis zwischen einheitlicher und differenzierter Anknüpfung ist deshalb letztlich im Einzelfall umzugehen. Zu versuchen ist aber, allgemeine Aussagen zu gewissen *Konstellationen* der Unternehmensübernahme zu erarbeiten, die mindestens *idealtypischerweise* zu treffen. Zuerst ist zu prüfen, wie das Gesetz selbst die Anknüpfungen in den jeweiligen Rechtsgebieten vornimmt, sowohl im internationalen Privatrecht als auch im Übernahmehaufsichtsrecht. Insbesondere ist zu klären, wo das Gesetz im einschlägigen Bereich Sonderanknüpfungen vornimmt. Sind solche nicht auszumachen, ist zu prüfen, ob dennoch sachliche Gründe für eine Differenzierung bestehen oder ob im Gegenteil eine einheitliche Anknüpfung zu einem besseren Ergebnis führt.

263

a Differenzierung innerhalb eines Rechtsgebiets

Eine Aufschlüsselung kann sich *innerhalb eines Rechtsgebiets* aufdrängen, insbesondere wenn eine Kollisionsnorm weit gefasst ist. Da im Zusammenhang mit Übernahmen innerhalb der einzelnen Regelungsbereiche verschiedenste Normen relevant sein können, die thematisch nicht zwingend eng zusammengehören (bspw. im Gesellschaftsrecht sowohl Zustimmungserfordernisse zur Übertragung von Gesellschaftsanteilen, Pflichten des Verwaltungsrats und Kapitalerhöhungsproblematiken), kommt eine unterschiedliche Anknüpfung durchaus in Frage. In diesen Fällen sind Sonderanknüpfungen zu prüfen. Es stellt sich dabei die Frage, ob es möglich ist, gewisse *Rechtsfragenbereiche*⁶⁰² abstrakt abzugrenzen, d. h. Bündel von Rechtsfragen innerhalb eines Regelungsbereichs zu finden, bei welchen eine besondere Anknüpfung vorzunehmen ist.

264

⁶⁰¹ So auch BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75.

⁶⁰² In Anlehnung an BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 74, welche den Begriff der Rechtsfragenbereiche verwenden, ohne jedoch näher auf die international-privatrechtliche Bedeutung einzugehen.

- 265 Im Bereich des *Übernahmeaufsichtsrechts* stellt sich die Frage nach der weiteren Differenzierung in besonderer Weise, da hier gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte in einer Materie vereint werden. Die Frage nach der Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Aufspaltung des *Übernahmeaufsichtsrechts* ist deshalb eine vertieft diskutierte Problematik.⁶⁰³
- 266 Sofern sich eine Differenzierung innerhalb eines Rechtsgebiets aufdrängt, stellt sich die Frage, auf welcher Grundlage diese (neben der gesetzlichen Sonderanknüpfung) möglich ist. Primär kann durch Auslegung eine «Anpassung»⁶⁰⁴ an den Kollisionsnormen vorgenommen werden, insofern sie eine Differenzierung ermöglicht. Daneben ist eine Differenzierung auch über Eingriffsnormen möglich bzw. es ergibt sich eine Differenzierung ohnehin aus den entsprechenden Regelungen. Schliesslich kommt hierfür auch die Ausnahmeklausel (Art. 15 IPRG) in Frage.⁶⁰⁵

b *Rechtsgebietsübergreifende Anknüpfungen*

- 267 Führt hingegen eine einheitliche Anknüpfung voraussichtlich zu einem wünschenswerteren Ergebnis, so ist diese zu suchen. Dem *Übernahmerecht* eigen ist, dass bei einer *rechtsgebietsübergreifenden Frage* ein Abweichen von der «rechtsgebietstypischen» Anknüpfung in einem Rechtsgebiet sinnvoll sein kann, um eine einheitliche Anknüpfung mit einem anderen Rechtsgebiet zu ermöglichen. Gerade im Gesellschaftsrecht hat der Gesetzgeber erkannt, dass eine Abweichung von der normalen Anknüpfung aus verschiedenen Gründen notwendig sein kann, was zu den Sonderanknüpfungen nach Art. 156 ff. IPRG führt.⁶⁰⁶ Die gesetzliche Regelung im IPRG geht nicht konkret auf Übernahmen ein und ist deshalb u. U. auf solche Sachverhalte auch nicht zugeschnitten, weshalb ein Abweichen von der ordentlichen Anknüpfung auch in weiteren, nicht vom Gesetz geregelten Fällen notwendig sein könnte. Hierbei wäre wiederum auf dem Wege der Anpassung vorzuziehen.
- 268 Schon das Postulat der einheitlichen Anknüpfung konnexer Rechtsfragen verlangt, auch bei Rechtsfragen im Schnittbereich mehrerer Regelungsbereiche

⁶⁰³ Siehe ausführlich dazu hinten [N 938 ff.](#)

⁶⁰⁴ Siehe zur «Anpassung» im internationalen Privatrecht vorne [N 154 ff.](#); siehe etwa SCHWANDER, IPR, 200.

⁶⁰⁵ Siehe zu den Erscheinungsformen einer Sonderanknüpfung SCHWANDER, lois d'application immédiate, 322 ff.; zur Ausnahmeklausel vorne [N 147 ff.](#) und hinten [N 1194 f.](#)

⁶⁰⁶ Siehe dazu [N 513 ff.](#)

zu untersuchen, ob einheitliche Anknüpfungen möglich sind.⁶⁰⁷ Es muss also versucht werden, ein für gewisse Rechtsbeziehungen prägendes Statut bzw. eine sinnvolle einheitliche «rechtsgebietsübergreifende» Anknüpfung zu finden. Sofern dies für Rechtsfragen verschiedener Rechtsgebiete sinnvoll ist, stellt sich die Frage, ob dies nur für eine einzelne Rechtsfrage sinnvoll ist oder ob gar ganze Bündel von Rechtsfragen (wiederum Rechtsfragenbereiche) dieser einheitlichen Anknüpfung zuzuweisen sind.

Zur Illustration ist die Aktienübertragung zu betrachten: Bei der Frage nach dem auf die Aktienübertragung anwendbaren Recht sind Gesellschaftsrecht (gesellschaftsrechtliche Übertragungs- und Zustimmungserfordernisse), Vertragsrecht (Gültigkeit des Grundgeschäfts) und Sachen- und Wertpapierrecht (Gültigkeit des Eigentumsübergangs) zu beachten. Will eine Spaltung des anwendbaren Rechts vermieden werden, müssten sich also bspw. die gesellschaftsrechtlichen Zustimmungserfordernisse in Abweichung von den normalen gesellschaftsrechtlichen Anknüpfung nicht nach dem Inkorporationsstatut richten, sondern würden z. B. dem Sachenrechtsstatut «angehängt» – oder umgekehrt. 269

Da aber die Rechtsgebiete von teils gänzlich verschiedenen Anknüpfungsprinzipien durchdrungen sind, werden einheitliche Anknüpfungen nicht einfach zu finden sein, noch weniger für ganze Bündel von Rechtsfragen. In diesem Fall sind die Rechtsfragen der einzelnen Rechtsgebiete differenziert anzuknüpfen und es ist eine Mehrfachqualifikation vorzunehmen, die in einer Spaltung des anwendbaren Rechts resultieren kann. Auf die Möglichkeit der Herausbildung von solchen Rechtsfragenbereichen ist im weiteren Verlauf der Untersuchung aber einzugehen.⁶⁰⁸ 270

4. Verhältnis der kollisionsrechtlichen Methodik

Es wurde festgestellt, dass für die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Unternehmensübernahmen eine – Kollisionsrechtsmethoden sowie Rechtsgebiete übergreifende – *Gesamtbetrachtung notwendig* ist. Die Überschneidungen und Wechselwirkungen sind zu zahlreich, um isolierte Betrachtungsweisen einzunehmen. Damit stellt sich in einem nächsten Schritt die Frage nach dem *Verhältnis* der kollisionsrechtlichen Methodik. 271

⁶⁰⁷ Siehe zum Postulat der einheitlichen Anknüpfung etwa LOOSCHELDERS, 134 f.

⁶⁰⁸ Siehe zu Ansätzen hierfür etwa EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 374 ff.

4.1. Verhältnis des internationalen Privatrechts und des Wirtschaftskollisionsrechts

- 272 Das Verhältnis der Methodik des internationalen Privatrechts und des Wirtschaftskollisionsrecht ist im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen ein über weite Strecken ungeklärtes.⁶⁰⁹ Allgemein ist das kollisionsrechtliche Zusammenspiel von internationalem Privatrecht und Aufsichtsrecht nicht einfach, da es an einer zureichenden Abstimmung fehlt.⁶¹⁰
- 273 Mit dem genannten Verhältnis im Teilbereich des Finanzmarktrechts hat sich LEHMANN auseinandergesetzt und verschiedene Ansätze diskutiert.⁶¹¹ Seine Ausführungen sind weitgehend auf das Übernahmeaufsichtsrecht adaptierbar, da diesem dieselbe Problematik zugrunde liegt. Ein methodischer Ansatz zur Bewältigung des schwierigen Verhältnisses von zivil- und aufsichtsrechtlichen Anknüpfungsvorschriften wäre der *Vorrang der aufsichtsrechtlichen Anknüpfungen vor international-privatrechtlichen Anknüpfungen*.⁶¹² Oder aber es wird umgekehrt der *generelle Vorrang des internationalen Privatrechts* bejaht. Sodann könnte das Verhältnis über die – bereits vorne behandelte – Ausnahme der aufsichtsrechtlichen Regelungen vom internationalen Privatrecht über den Weg der Anwendung als *Eingriffsnorm* geklärt werden. Eine solche ist jedoch nur soweit möglich, als das internationale Privatrecht diese überhaupt zulässt, was besonders hinsichtlich ausländischer Eingriffsnormen nur eingeschränkt der Fall ist (wobei LEHMANN die Schweizer Regelung als im internationalen Vergleich verhältnismässig flexibel und offen qualifiziert).⁶¹³
- 274 Bei diesen Methoden können in der Theorie Vor- und Nachteile verortet werden.⁶¹⁴ Es würde zu weit gehen, vorliegend zu versuchen, das allgemeine Verhältnis zu lösen. Die Darstellung ist einzuschränken auf die Vertretbarkeit einer Methodik in Bezug auf den *Bereich des Übernahmerechts* sowie auf den konkret vorgegebenen *Rahmen der Schweizer Rechtsordnung*. Dem Schweizer Recht lassen sich keine ausdrücklichen Äusserungen zum Verhältnis entnehmen, sodass durchaus Raum für eine Argumentation in alle Richtungen auszumachen ist. Aus den dargestellten kollisionsrechtlichen Grundlagen lassen sich

⁶⁰⁹ Siehe zum allgemeinen Verhältnis von internationalem Privatrecht und Wirtschaftskollisionsrecht etwa BASEDOW, 8 ff.

⁶¹⁰ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 546.

⁶¹¹ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 5 ff.

⁶¹² Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 29 ff.

⁶¹³ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 38.

⁶¹⁴ Siehe ausführlich Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 29 ff.

immerhin gewisse Schlüsse ziehen: Insbesondere aus der Regelung der Eingriffsnormen nach Art. 18 f. IPRG lässt sich eine *Bereitschaft* für die Anerkennung von Abweichungen vom System des internationalen Privatrechts erkennen. Das IPRG sendet allerdings auch widersprüchliche Signale, indem einerseits sein Geltungsbereich auf das Privatrecht beschränkt ist, während es gleichzeitig Bereitschaft signalisiert, auch öffentliches Recht zu berufen (Art. 13 IPRG).⁶¹⁵

Bei einem *Vorrang des internationalen Privatrechts* ist nach der Methodik des IPRG und seinen (zwingenden) Verweisungsnormen zuerst das anwendbare Privatrecht zu bestimmen. Ist ausländisches Privatrecht auf die Übernahme anzuwenden, so könnte das Schweizer Aufsichtsrecht gemäss Art. 18 IPRG zur Anwendung kommen. Wenn die Eingriffsnormenqualität erfüllt ist, geniessen die aufsichtsrechtlichen Vorschriften als Eingriffsnormen grundsätzlich Vorrang. Wie vorne dargestellt, sind sie im Umfang, in welchem sie Privatrecht verdrängen, aber nur punktuell und zurückhaltend anzuwenden und nur ihren unmittelbaren Rechtswirkungen Geltung verschaffen. Die mittelbaren Rechtsfolgen hingegen sind dem anwendbaren Privatrecht zu entnehmen. Ist umgekehrt Schweizer Privatrecht anwendbar, so kann ausländisches Aufsichtsrecht als Eingriffsnorm i. S. v. Art. 19 IPRG angewandt werden. Sofern die (hohen) Voraussetzungen von Art. 19 IPRG erfüllt sind, ist eine direkte Anwendbarkeit über das System des internationalen Privatrechts möglich. Die übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorschriften verdrängen dann wiederum – punktuell und zurückhaltend – die entsprechende privatrechtliche Regelung.

275

Bei einem methodischen *Vorrang der aufsichtsrechtlichen Anknüpfung* muss hingegen eine wirtschaftskollisionsrechtliche Betrachtung Ausgangspunkt bilden. Die Anwendbarkeit des Übernahmeaufsichtsrechts wird mithin sachrechtsbezogen direkt nach dem FinfraG selbst bestimmt. Ist der örtliche Anwendungsbereich des FinfraG erfüllt, so erklärt es sich – nach Berücksichtigung der Anwendungsansprüche ausländischen Aufsichtsrechts – für anwendbar. Dies geschieht unabhängig von der Beachtung des anwendbaren Privatrechts.⁶¹⁶ Zum Verhältnis oder den Rechtswirkungen auf das Privatrecht sind keine allgemeinen wirtschaftskollisionsrechtlichen Regeln gegeben. Das

276

⁶¹⁵ Siehe vorne [N 132 f.](#)

⁶¹⁶ Wobei in besonderen Fällen die Anwendbarkeit des FinfraG auch von der Anwendbarkeit eines ausländischen Privatrechts beeinflusst werden kann, indem ein Anwendungsverzicht ausgelöst wird, siehe dazu [N 771.](#)

Wirtschaftskollisionsrecht fokussiert auf die Lösung von Kollisionen mehrerer Aufsichtsrechte. Allenfalls lässt sich dem Sachrecht eine besondere Regelung zum Verhältnis entnehmen.

- 277 Während im nationalen Verhältnis ein Vorrang des Privatrechts vor dem Aufsichtsrecht m. E. undenkbar ist und die aufsichtsrechtlichen Normen im Grundsatz unabhängig von Privatrecht zur Anwendung gelangen müssen,⁶¹⁷ ist diese Frage auf internationaler Ebene infolge einer anderen Ausgangslage weniger klar. Hier kommt die Dimension der internationalen Zuweisung und Abstimmung hinzu, welche dem Aufsichtsrecht weitgehend fehlt. Im internationalen Privatrecht hingegen existiert ein Instrumentarium dafür, wie mit gleichzeitig anwendbarem (in- oder ausländischem) öffentlichem Recht umgegangen werden kann – die Eingriffsnormenregelung. Diese erlaubt, den aufsichtsrechtlichen Normen im Einzelfall den Vorrang zu gewähren, wobei die Besonderheiten des internationalen Sachverhalts bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt werden. Bei einem methodischen Primat des internationalen Privatrechts kann damit das Verhältnis zum Aufsichtsrecht sowie von mehreren Aufsichtsrechten untereinander miterfasst werden. Ein solcher (nur) *methodischer* Vorrang soll aber nicht verhindern, dass das zwingende Aufsichtsrecht das Privatrecht (über die Wirkung als Eingriffsnorm) weitgehend verdrängen kann und insofern das Aufsichtsrecht letztlich Vorrang hat. Bei der Bejahung eines generellen Aufsichtsrechtsvorrangs hingegen fehlen eine Regelung des Verhältnisses oder andere Lösungsansätze.
- 278 Allerdings beruht die Lösung über die Eingriffsnormenregelung auf der grundsätzlichen *Bejahung der Eingriffsnormenqualität* der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen. Sie steht vor der Hürde, dass das kollidierende Aufsichtsrecht die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 18 f. IPRG erreichen muss. Werden diese Voraussetzungen nicht erfüllt, fehlt auch hier eine Grundlage zur Regelung des Verhältnisses, bzw. es resultiert tatsächlich ein Vorrang des Privatrechts, gegen den sich das Aufsichtsrecht nicht durchsetzen könnte. Dieses Ergebnis ist zu vermeiden. Während eine gewisse Überprüfung der Durchsetzungskraft ausländischer Aufsichtsnormen möglich sein muss, würden hingegen grundsätzliche Vorbehalte gegenüber der Anwendung diese Lösung torpedieren.
- 279 Aus Sicht einer Gesamtdogmatik wäre deshalb ein *genereller methodischer Vorrang des internationalen Privatrechts* unter Erfassung des Übernahmeaufsichtsrechts über die Eingriffsnormenthematik wünschenswert, um das inter-

⁶¹⁷ Siehe dazu vorne [N 104 ff.](#)

nationale Verhältnis zwischen Privat- und Aufsichtsrecht im Bereich des Übernahmerechts zu klären. Im weiteren Verlauf der vorliegenden Untersuchung gilt es zu verifizieren, ob diese Möglichkeit unter dem Schweizer Rechtsrahmen im Bereich des Übernahmerechts möglich und adäquat ist.

4.2. Kongruenzen in der Methodik

Das traditionelle internationale Privatrecht und das Wirtschaftskollisionsrecht verfolgen nicht grundverschiedene Ansätze. Dies scheint sachlogisch, zumal sie beide Zweige eines «Metakollisionsrechts» (bzw. eines Kollisionsrechts im weiteren Sinne) sind. Trotzdem wird teilweise dezidiert eine eigene, unabhängige Anknüpfungsdogmatik des Wirtschaftskollisionsrechts gefordert.⁶¹⁸ Die Zielsetzung ist eine gänzlich unterschiedliche, indem im traditionellen internationalen Privatrecht die Suche nach dem sachnäheren Recht im Zentrum steht, während das Wirtschaftskollisionsrecht von den Regelungs- und Ordnungsinteressen des Sachrechts geprägt ist.⁶¹⁹ Da ihnen aber oft ähnliche Problemkreise zugrunde liegen, sind m. E. trotz der grundsätzlich unterschiedlichen Methodik auch gewisse Kongruenzen auszumachen bzw. zu suchen.⁶²⁰ Namentlich das Thema der *Normenkonflikte* wird sowohl im traditionellen Kollisionsrecht (v. a. unter dem Stichwort der Anpassung) als auch im Wirtschaftskollisionsrecht bearbeitet. Die Lösungsansätze sind denn auch – abgesehen von der Terminologie – teilweise gar nicht so verschieden.

280

Für eine disziplinübergreifende Betrachtung muss versucht werden, diese Kongruenzen zu finden und zu nutzen, um eine Brücke zwischen dem internationalen Privatrecht und dem Wirtschaftskollisionsrecht zu schlagen. Dabei können auch die *dogmatischen Erkenntnisse* der jeweils anderen Disziplin nutzbar gemacht werden. Gerade bei wirtschaftskollisionsrechtlichen Betrachtungen sollte aus der – im europäischen Raum – über lange Zeit entwickelten feingliedrigen Dogmatik des internationalen Privatrechts auch ein Mehrwert gezogen werden können.

281

5. Leitprinzip im Übernahmekollisionsrecht?

Wie vorne dargestellt, gibt es weder ein Übernahmekollisionsrecht als einheitliche Materie, noch kann immer ein eigentliches Übernahmestatut – ein auf eine Übernahme in ihrer gesamten Tragweite anwendbares Recht – gefunden

282

⁶¹⁸ So etwa RÜEDI, 210.

⁶¹⁹ JOSENHANS, 119.

⁶²⁰ Vgl. VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 220 f.

werden. Das Übernahmestatut ist ein mehrschichtiges Normengefüge,⁶²¹ genauso wie das Übernahmekollisionsrecht ein Konglomerat darstellt. Trotzdem ist kurz darauf einzugehen, welche allgemeinen Aussagen bzw. Prinzipien zum Übernahmekollisionsrecht zu finden sind.

- 283 Im internationalen Privatrecht sind Prinzipien, nach denen die Anknüpfung erfolgt, in vielen Bereichen von grösster Wichtigkeit (bspw. Wohnsitzprinzip oder Prinzip des engsten Zusammenhangs).⁶²² Nun stellt sich die Frage, ob auch dem Übernahmekollisionsrecht *Anknüpfungsprinzipien* inhärent sind, welche die grenzüberschreitende Übernahme *insgesamt* prägen – gewissermassen als «Leitanknüpfungsprinzip». Entsprechend der Unterteilung der Übernahme in die drei hierfür zentralsten Rechtsgebiete (Vertragsrecht, Gesellschaftsrecht, Übernahmemaufsichtsrecht) stehen bei der Frage nach der Anknüpfung auch die diesen Gebieten immanenten Prinzipien im Vordergrund.
- 284 In der älteren Literatur – als noch kein Übernahmerecht im engeren Sinne existierte – wurde der Anknüpfung an den *Vertrag* in der Übernahmesituation eine grosse Bedeutung zugemessen.⁶²³ Dies würde die Anwendung des Prinzips des *engsten Zusammenhangs* sowie der subjektiven Anknüpfung zur Folge haben.⁶²⁴ Übernahmerecht regelt zu einem substantiellen Teil Aspekte der Vertragsanbahnungsphase, also den Zeitraum, während dem der Vertrag noch nicht geschlossen ist.⁶²⁵ So kann er m. E. in Bezug auf die Gesamtübernahme kaum zentrales Element sein. Auch werden zahlreiche Grundsätze des Vertragsrechts durch das Übernahmemaufsichtsrecht ausgehebelt. Zwingende Normen des Gesellschafts- und des Übernahmemaufsichtsrechts wollen zudem eine subjektive Anknüpfung gerade verhindern und stehen im Gegensatz zur Parteiautonomie des Vertragsrechts.⁶²⁶ Deshalb ist das Vertragsstatut zwar für die schuldrechtlichen Aspekte einer Übernahme massgebend, mit JOSENHANS kann aber eine allgemeine Anknüpfung der Übernahme an die vertragsrechtlichen Regelungen als verfehlt bezeichnet werden.⁶²⁷
- 285 Da bei Übernahmen der Schutz der Aktionäre (und allenfalls der Gläubiger und Arbeitnehmer) von Bedeutung ist, kommt auch das gesellschaftsrechtliche *In-*

⁶²¹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 74.

⁶²² Siehe etwa SCHNYDER/LIATOWITSCH, 43 ff.

⁶²³ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375; RÜEDI, 81, m. w. H.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 223; WINKELMANN, 64 f.

⁶²⁴ Siehe Art. 116 Abs. 1 IPRG und Art. 117 Abs. 1 IPRG.

⁶²⁵ WINKELMANN, 66.

⁶²⁶ WINKELMANN, 66.

⁶²⁷ JOSENHANS, 232.

korporationsprinzip bzw. das Sitzprinzip in Frage.⁶²⁸ Genauso wie der Aktionärsschutz für die Anwendung von gesellschaftsrechtlichen Prinzipien spricht, könnte der Anlegerschutz aber auch eher zu Marktanknüpfungsprinzipien führen. Im Schweizer Recht sind die anderen Aspekte des Inkorporationsrechts – insbesondere der Arbeitnehmerschutz – bei Übernahmen zudem weniger stark ausgeprägt, sodass ihnen kein allzu grosses Gewicht zukommt.

Aufgrund des engen Bezugs von (öffentlichen) Übernahmen zum Finanzmarkt ist auch denkbar, Marktanknüpfungen i. S. d. Wirtschaftskollisionsrechts ins Zentrum zu stellen.⁶²⁹ Es wird von *Marktortprinzip* gesprochen, wobei der Marktort – bei Übernahmen primär der Börsenplatz bzw. der Kotierungsort – jedoch gebietsmässig nicht immer klar lokalisierbar ist (v. a. bei Mehrfachkotierungen).⁶³⁰ Die Abgabe eines Übernahmeangebots hat zweifellos erhebliche Auswirkungen auf den Börsenmarkt.⁶³¹ Marktaspekte bilden aber nur einen Teilbereich der Übernahme ab, gewichtige Fragen haben hingegen keinen Marktbezug, weshalb die neuere Literatur zu Recht das Marktortstatut als nicht geeignet qualifiziert, um als einheitliches Anknüpfungsprinzip zu dienen (wobei es dafür freilich ohnehin nur bei öffentlichen Übernahmeangeboten in Frage kommt).⁶³²

286

Eng verbunden mit der Marktanknüpfung ist das *Auswirkungsprinzip* (da bei Marktanknüpfungen primär die Auswirkungen auf den jeweiligen Markt betrachtet werden).⁶³³ Dieses ist in anderen Disziplinen des Wirtschaftskollisionsrechts (v. a. im Kartellrecht) prägend.⁶³⁴ Im Kapitalmarktrecht führt das Auswirkungsprinzip hingegen zu extensiver extraterritorialer Anwendung des eigenen Rechts und zu Rechtsunsicherheit, da der Ort der Auswirkungen einer

287

⁶²⁸ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 422; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225.

⁶²⁹ So insb. schon SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 152 ff.; sodann EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 121 ff. und N 422; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225.

⁶³⁰ ASSMANN, Grosskomm. AktG, Einl. N 720; für eine Diskussion der Lokalisierung des Marktes siehe WINKELMANN, 69 ff.; als Marktort kommen auch der Offertort, Sitz der Banken, Sitz des Bieters etc. in Frage.

⁶³¹ RÜEDI, 94.

⁶³² Eine einseitige Anknüpfung an den Markt trennt insb. nicht die privatrechtlichen von den aufsichtsrechtlichen Aspekten; STEINRÖTTER, 297; WINKELMANN, 72.

⁶³³ Ausführlich dazu etwa RÜEDI, 73 ff.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379.

⁶³⁴ Siehe zur bundesgerichtlichen Rechtsprechung zum Auswirkungsprinzip etwa BGE 93 II 192 und BGE 127 III 219; sodann BÄR, Auswirkungsprinzip, 87 ff.

Übernahme kaum präzise feststellbar bzw. eingrenzbar ist.⁶³⁵ Verschiedene Autoren haben sich vertieft mit dieser Problematik auseinandergesetzt. RÜEDI orientiert die Anknüpfung methodisch allgemein am Auswirkungsprinzip und am Schutzzweck des zugrunde liegenden Sachrechts.⁶³⁶ Spezifisch im Übernahmerecht habe die Anknüpfung einheitlich (für das gesamte Übernahmerecht) und in Anwendung des Auswirkungsprinzips am Ort der Marktauswirkung zu erfolgen, wobei die Marktauswirkung am Ort der Primärkotierung am erheblichsten sei.⁶³⁷ JOSENHANS nimmt das Auswirkungsprinzip als Ausgangspunkt und knüpft an den Ort der Zulassung zu einem geregelten Markt (Hauptbörsenplatz) an.⁶³⁸ Die Aussagen dieser Autoren beziehen sich aber nur auf das *Übernahmerecht im engeren Sinne*. Selbst dort ist m. E. eine einheitliche Anknüpfung nicht ohne Weiteres möglich, da das Übernahmearbeitsrecht auch privatrechtliche Aspekte regelt, die nicht unbesehen dem Marktprinzip unterworfen werden können.⁶³⁹ Bei einem – wie hier – weit gefassten Übernahmerekolisionsbegriff kann das Auswirkungsprinzip noch weniger als tauglich qualifiziert werden, die gesamte Übernahme zu prägen.

- 288 Die den verschiedenen Rechtsgebieten inhärenten Prinzipien haben gänzlich verschiedene Hintergründe, Zwecke und Schutzfunktionen, sodass sie sich nicht einem übergreifend prägenden Prinzip unterordnen lassen. Genauso wie eine Aufspaltung der Anknüpfung in Teilfragen unumgänglich ist, kann deshalb m. E. kein «Leitanknüpfungsprinzip» gefunden werden, welches das Übernahmerekolisionsrecht prägen würde. Diese «prima facie»-Einschätzung soll aber im Rahmen der weiteren Untersuchung überprüft werden.

6. Erkenntnisse für das weitere Vorgehen

- 289 Aus den bisherigen Überlegungen ist Folgendes für das *methodische Vorgehen* im Rahmen der weiteren Untersuchung abzuleiten:
- 290 Auch wenn die Übernahme einen wirtschaftlich einheitlichen Vorgang darstellt, ist – wird Übernahmerecht wie hier in einem weiten Sinne verstanden – doch kein eigentliches Übernahmestatut zu suchen, da der einer Übernahme zugrunde liegende Komplex aus verschiedenen Normen unterschiedlicher

⁶³⁵ Statt vieler JOSENHANS, 236; WINKELMANN, 68.

⁶³⁶ RÜEDI, 31 ff., 61.

⁶³⁷ RÜEDI, 122.

⁶³⁸ JOSENHANS, 237 ff., 260.

⁶³⁹ Siehe zur Frage der Notwendigkeit der differenzierten Anknüpfung im Übernahmearbeitsrecht hinten [N 938 ff.](#)

Rechtsnatur und Rechtsgebiete aus kollisionsrechtlicher Sicht nicht unter einen Hut zu bringen ist. Meines Erachtens muss für eine umfassende kollisionsrechtliche Betrachtungsweise einer grenzüberschreitenden Unternehmensübernahme – als im Schnittbereich von öffentlichem Recht und Privatrecht liegendem Sachverhalt – eine *kombinierte* international-privatrechtliche und wirtschaftskollisionsrechtliche *Betrachtung* vorgenommen werden.⁶⁴⁰ Die Materie ist aus den zwei verschiedenen Blickwinkeln zu betrachten und im Anschluss der Versuch einer «vereinenden» Gesamtbetrachtung zu wagen. Je nachdem, welchen Blickwinkel man als Ausgangspunkt der Betrachtung wählt, werden – aufgrund der unterschiedlichen Grundlagen, Prinzipien, Systematiken, Herangehensweisen und Begrifflichkeiten – u. U. auch unterschiedliche Erkenntnisse und Folgerungen resultieren. Eine Gesamtbetrachtung hat die unterschiedlichen Kollisionsrechtsmethodiken aber nach Möglichkeit zu vereinen.

In einem *ersten Schritt* ist die *Perspektive des internationalen Privatrechts* einzunehmen, da dessen Dogmatik das Wirtschaftskollisionsrecht (mindestens teilweise) über die Eingriffsnormen erfasst und gewisse Regeln im Umgang damit kennt. Methodisch ist so vorzugehen, dass nachfolgend mit der Bestimmung des anwendbaren *Privatrechts* begonnen wird. Aufgrund der Vielfalt der materiell-rechtlichen Aspekte einer Unternehmensübernahme sind dabei die *einzelnen Rechtsgebiete* zuerst *separat* einer kollisionsrechtlichen Betrachtung zu unterziehen. In den jeweiligen Rechtsgebieten ist somit für alle übernahmerelevanten Fragen das anwendbare Recht gesondert zu bestimmen. Diese international-privatrechtliche Untersuchung für die privatrechtlichen Aspekte einer Übernahme wird nachfolgend unter dem Titel des *internationalen Übernahmeprivatrechts* behandelt. Eine derartige separate Betrachtung führt zur begrifflichen Unterscheidung von *Übernahmevertragsstatut* und *Übernahmegesellschaftsstatut* etc.,⁶⁴¹ indem das *Übernahmevertragsstatut* das auf die vertraglichen Aspekte einer Übernahme anwendbare Recht darstellt, während das *Übernahmegesellschaftsstatut* das auf die gesellschaftsrechtlichen Aspekte einer Übernahme anwendbare Recht umschreibt.⁶⁴²

In einem *zweiten Schritt* wird dann für die Frage nach der Anwendbarkeit von *Übernahmeaufsichtsrecht* eine *wirtschaftskollisionsrechtliche Perspektive* ein-

⁶⁴⁰ Ähnlich allgemein für das Kapitalmarktrecht STEINRÖTTER, 79 ff.; von einer «komplementären» Anwendung von Kapitalmarktkollisionsrecht und internationalem Privatrecht spricht SCHNYDER, *Corporate Governance*, 576.

⁶⁴¹ Siehe BRÜGGER/DUBS, *Anwendungsbereich*, 74 f.

⁶⁴² Ähnlich BRÜGGER/DUBS, 75.

genommen. Neben dem Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts in grenzüberschreitenden Fällen sind insbesondere Kollisionen von mehreren Aufsichtsrechten zu behandeln. Auch wenn für die aufsichtsrechtlichen Aspekte primär das Wirtschaftskollisionsrecht zu betrachten ist, muss aufgrund der hybriden Natur des Übernahmeaufsichtsrechts auch auf die privatrechtlichen Aspekte eingegangen werden. Dieser Teil der nachfolgenden Untersuchung wird als *internationales Übernahmeaufsichtsrecht* betitelt.

- 293 Im Anschluss an die separate Betrachtung der Rechtsbereiche ist in einem *dritten Schritt* eine *kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung* vorzunehmen. Dabei ist zu prüfen, welche Erkenntnisse bei einer Gesamtbetrachtung der Unternehmensübernahme aus kollisionsrechtlicher Sicht gewonnen werden können. In den Schnittbereichen der einzelnen Rechtsgebiete ist das Zusammenspiel von Aufsichts- und Zivilrecht im internationalen Verhältnis zu untersuchen, insbesondere die Frage wie die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen auf das Privatrecht durchschlagen bzw. dieses verdrängen. Dabei ist die Lösung des Verhältnisses über die Eingriffsnormen zu beurteilen. Anschliessend ist zu versuchen, allgemeine Erkenntnisse für die Beurteilung der verschiedenen Übernahmekonstellationen zu gewinnen. Schliesslich wird mit den dadurch gewonnenen Erkenntnissen der Umgang mit Normenkonflikten zu prüfen sein.
- 294 Nachdem die materiell- und kollisionsrechtlichen Grundlagen nun erarbeitet wurden, ist im Folgenden die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Unternehmensübernahmen im Detail zu untersuchen. Entsprechend den Erkenntnissen aus dem Grundlagenteil werden in einem ersten Schritt die Teilbereiche der Übernahme – gesondert nach Rechtsgebiet – separat betrachtet. Zuerst werden die *Rechtsgebiete des internationalen Übernahmeprivatrechts* (sogleich [§ 6 ff.](#)) besprochen, gefolgt vom internationalen Übernahmeaufsichtsrecht ([§ 10 ff.](#)). Im Anschluss wird in einem vierten Teil eine rechtsgebietsübergreifende Gesamtbetrachtung vorgenommen ([§ 14 ff.](#)), in welcher versucht wird, die Erkenntnisse in den einzelnen Rechtsgebieten gesamthaft auf die Unternehmensübernahme anzuwenden.

Zweiter Teil: Internationales
Übernahmeprivatrecht

§ 6 Anknüpfung vertragsrechtlicher Vorschriften

Da Unternehmensübernahmen aus privatrechtlicher Sicht *vertragliche Verhältnisse* darstellen, wird zuerst auf die Anknüpfung der schuldrechtlichen Vorschriften des internationalen Privatrechts eingegangen. Die zwischen Übernehmerin und Anteilseignern der Zielgesellschaft individuell begründeten Rechtsverhältnisse richten sich nach dem *Übernahmevertragsstatut*.⁶⁴³ Rechtsfragen, die die Entstehung, den Inhalt und die Abwicklung des Vertrags hinsichtlich der Veräusserung der Gesellschaftsanteile betreffen, sind folglich nach dem auf diesen Vertrag anwendbaren Recht zu beurteilen.⁶⁴⁴ Hierfür sind – da die Übernahme bzw. der Kauf von Gesellschaften keine besondere vertragsrechtliche Regelung kennt – die allgemeinen Bestimmungen zu dem auf Verträge anwendbaren Recht des IPRG sowie u. U. Staatsverträge massgebend. Für das Übernahmevertragsstatut ist zwischen den verschiedenen Formen der Unternehmensübernahme zu differenzieren, wobei die Darstellung primär am Anteilskauf erfolgen soll.

295

Bei internationalen Unternehmensübernahmen werden in der Regel – in angloamerikanischer Manier – die Verträge bis in die Details *ausformuliert*, auch um die Transaktion durch lückenlose vertragliche Regelung vom anwendbaren Recht unabhängig zu machen.⁶⁴⁵ Nichtsdestotrotz bleibt auch dann das anwendbare Vertragsrecht in verschiedener Hinsicht wesentlich: Das zwingende (Vertrags-)Recht begrenzt die *Gestaltungsfreiheit*.⁶⁴⁶ Da auch umfassende Vertragswerke nie jede *Eventualität* abdecken – oder über gewisse Punkte keine Einigung erzielt werden kann oder soll –, ist auch das dispositive Vertragsrecht zumindest punktuell noch von Bedeutung.⁶⁴⁷ Bei kleineren Transaktionen wird das Vertragswerk ohnehin oft weniger detailliert ausgearbeitet. Auch bei öf-

296

⁶⁴³ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 46; Hölters, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.23 ff.

⁶⁴⁴ JOSENHANS, 261; MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 240 ff.

⁶⁴⁵ Siehe dazu etwa Göthel, M&A-GÖTHEL, 205.

⁶⁴⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, 381; freilich kennt das Schweizer Vertragsrecht nur wenige zwingende Bestimmungen, jedoch enthält das OR etwa mit Art. 181 Abs. 2 OR und Art. 333 OR zwingende Bestimmungen, welche gerade in der Übernahmesituation relevant sein können, siehe zum zwingenden Charakter BGE 108 II 107 E. 1.

⁶⁴⁷ Göthel, M&A-GÖTHEL, 205.

fentlichen Übernahmeangeboten werden die vertraglichen Aspekte nicht im Detail im Übernahmeangebot geregelt, weshalb gerade in diesem Bereich dem anwendbaren Vertragsrecht eine gewisse Bedeutung zukommt. Zwar werden bei öffentlichen Übernahmen diverse Normen des Vertragsrechts durch zwingende Normen des Übernahmemaufsichtsrechts überlagert,⁶⁴⁸ doch bleibt das Vertragsstatut für die «*genuin schuldvertraglichen*» Fragen relevant.⁶⁴⁹ Schliesslich ist das Vertragsrecht auch für die *Auslegung* der Vertragsklauseln in der Praxis wichtig, da (Schieds-)Gerichte – bewusst oder nicht – häufig auf den anwendbaren Gesetzesregeln aufbauen und auch explizit geregelte Aspekte im Sinne dieser gesetzlichen Regelung auslegen.⁶⁵⁰ Aus diesen Gründen ist das anwendbare Vertragsrecht sowohl für nichtöffentliche Unternehmensübernahmen als auch für öffentliche Übernahmeangebote relevant.

I. Grundlagen des internationalen Vertragsrechts

1. Prinzipien

- 297 Die Anknüpfung im Vertragsrecht ist allgemein von zwei Grundsätzen geprägt, welche auch im Bereich des Übernahmerechts zentral sind:
- 298 Das *Primat der subjektiven Anknüpfung* besagt, dass Verträge der parteiautonomeren Rechtswahlmöglichkeit zugänglich sind (Art. 116 IPRG).⁶⁵¹ Dies entspricht dem kollisionsrechtlichen Spiegelbild des materiell-rechtlichen Grundsatzes der Vertragsfreiheit.⁶⁵² Die Parteien können demzufolge das für den Vertrag massgebende Recht frei wählen, was auch bei Unternehmensübernahmen gilt.⁶⁵³ Dieser liberale Grundsatz kann Einschränkungen erfahren, etwa zum Schutz von Konsumenten oder beim Auftreten von zwingenden Sachnormen.⁶⁵⁴
- 299 Bei Fehlen einer Rechtswahl unterliegt die Anknüpfung subsidiär den gesetzlich vorgegebenen – vom Parteiwillen unabhängigen – Verweisungskriterien (objektive Anknüpfung), wobei hier das *Prinzip des engsten Zusammenhangs*

⁶⁴⁸ Dazu hinten [N 1201 ff.](#)

⁶⁴⁹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 476.

⁶⁵⁰ SCHENKER, Unternehmenskauf, 381.

⁶⁵¹ Siehe zur subjektiven Anknüpfung ausführlich SCHWANDER, IPR BT, 219 ff.; FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 334 ff.; VISCHER F./HUBER/OSER, 11 ff.

⁶⁵² SCHNYDER/LIATOWITSCH, 242.

⁶⁵³ MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 241.

⁶⁵⁴ REUTTER, 35 f.; siehe dazu hinten [N 314 ff.](#)

massgebend ist (Art. 117 Abs. 1 IPRG).⁶⁵⁵ Es wird mithin diejenige Rechtsordnung gesucht, welche den engsten Zusammenhang zum Vertrag aufweist. Den engsten Zusammenhang weist vermutungsweise die Rechtsordnung auf, in der die Partei, welche die charakteristische Vertragsleistung erbringt, ihren gewöhnlichen Aufenthalt (bzw. Niederlassung) hat (Art. 117 Abs. 2 IPRG).

2. Rechtsquellen: IPRG oder Staatsverträge

Das IPRG regelt das auf Verträge anwendbare Recht in Art. 116 ff. Neben den Grundsätzen in Art. 116 und 117 IPRG, existieren speziellere Normen für verschiedene Arten von Kaufverträgen (insb. Grundstücke, Arbeitsverträge, Konsumentenverträge etc.). Dazu sind im Bereich des internationalen Vertragsrechts *Staatsverträge* von gewichtiger Bedeutung. Vorweg muss deshalb deren Massgeblichkeit im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen geprüft werden. 300

Nach Art. 118 Abs. 1 IPRG gilt für den *Kauf beweglicher körperlicher Sachen* das *Haager Kaufrechtsübereinkommen*.⁶⁵⁶ Deshalb ist vorab zu prüfen, ob dieses Abkommen auf den Kauf von Gesellschaftsanteilen anwendbar ist. Sein Anwendungsbereich beschränkt sich gemäss Art. 1 Abs. 1 auf «*Kaufverträge über bewegliche körperliche Sachen*». Das wirft die Frage auf, ob Gesellschaftsanteile (insb. Aktien) bewegliche körperliche Sachen darstellen können – namentlich, wenn sie in Wertpapieren verbrieft sind. Der gegenständliche Anwendungsbereich des Übereinkommens ist jedoch nach Art. 1 Abs. 2 zusätzlich beschränkt, indem Wertpapiere ausdrücklich vom Anwendungsbereich ausgenommen sind.⁶⁵⁷ Auch wenn die Gesellschaftsanteile also in Wertpapieren verbrieft sind, ist das Haager Übereinkommen nicht anwendbar. Sind die Anteile nicht verbrieft, so fehlt es schon am Merkmal der Körperlichkeit. Art. 3 Abs. 3 des Übereinkommens äussert sich zu Börsengeschäften, sodass sich die Frage stellt, ob damit auch der (Börsen-)Kauf von kotierten Aktien erfasst werden soll. Da jedoch bei Wertpapieren oder Forderungen der Anwendungsbereich des Übereinkommens gar nicht eröffnet ist, kann auch die Regelung der Bör- 301

⁶⁵⁵ Siehe zur objektiven Anknüpfung im Vertragsrecht und zum Prinzip des engsten Zusammenhangs allgemein ausführlich MARK NDUE, 1 ff.

⁶⁵⁶ Haager Übereinkommen vom 15.6.1955 betreffend das auf internationale Kaufverträge über bewegliche körperliche Sachen anzuwendende Recht (SR 0.221.211.4).

⁶⁵⁷ VISCHER F./HUBER/OSER, 190 f.; siehe auch Urteil 4A_74/2009 des BGer vom 28.4.2009, E. 2.1.

sengeschäfte nicht zur Anwendung gelangen.⁶⁵⁸ Aus diesen Gründen ist das Haager Kaufrechtsübereinkommen für Unternehmensübernahmen in Form von Share Deals in keiner Weise relevant.⁶⁵⁹

302 Ähnliche Überlegungen sind bei der Frage nach der Anwendbarkeit des UN-Kaufrechts (nachfolgend CISG)⁶⁶⁰ anzustellen. Art. 2 lit. d CISG erklärt, dass das Übereinkommen keine Anwendung auf den Kauf von Wertpapieren findet. Der Begriff des «Wertpapiers» ist dabei weit zu verstehen und umfasst Mitgliedschaftsrechte aller Art, insbesondere Aktien, Obligationen, Derivate etc.⁶⁶¹ Dieser Ausschluss ist dadurch begründet, dass Überschneidungen mit zwingendem nationalen Recht vermieden werden sollen, insbesondere mit gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Spezialvorschriften.⁶⁶² Sind Mitgliedschaftsrechte nicht verbrieft, fallen sie ohnehin nicht unter das CISG, da sie keine «Waren» i. S. d. Übereinkommens darstellen. Auch das CISG ist deshalb im Zusammenhang mit Unternehmenskäufen (in Form von Share Deals) nicht anwendbar.⁶⁶³

303 Im Zusammenhang mit dem Kauf von intermediärverwahrten Wertpapieren ist ferner das *Haager Wertpapierübereinkommen (HWpÜ)*⁶⁶⁴ zu beachten, wobei dieses in erster Linie für die wertpapier- bzw. sachenrechtlichen Aspekte der Wertpapierübertragung relevant ist.⁶⁶⁵ Der Anwendungsbereich des HWpÜ ist explizit auf die sachenrechtlichen Aspekte von Wertpapiertransaktionen beschränkt, d. h., für rein vertragliche Aspekte der Parteien einer Verfügung über Wertpapiere ist das HWpÜ nicht massgebend (Art. 2 Abs. 3 HWpÜ).⁶⁶⁶

⁶⁵⁸ Sodann handelt es sich bei der Andienung der Anteile im Rahmen eines Übernahmeangebots in der Regel nicht um ein eigentliches Börsengeschäft.

⁶⁵⁹ Bei Unternehmensübernahmen in Form von Vermögensübernahmen hingegen ist dies umstritten, dazu hinten [N 399](#).

⁶⁶⁰ Übereinkommens der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf vom 11.4.1980 (SR 0.221.211.1); dazu allgemein etwa VISCHER F./HUBER/OSER, 164 ff.

⁶⁶¹ SHK CISG-MEIER/STACHER, Art. 2 N 12; siehe auch Urteil 4A_74/2009 des BGer vom 28.4.2009, E. 2.1.

⁶⁶² SHK CISG-MEIER/STACHER, Art. 2 N 12.

⁶⁶³ Hölters, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.53 ff.

⁶⁶⁴ Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte an intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung vom 5.7.2006 (SR 0.221.556.1).

⁶⁶⁵ Siehe dazu hinten [N 569 ff.](#)

⁶⁶⁶ Botschaft BEG, 9410; a. A. TEDJANI, 269 f., der das anwendbare Vertragsrecht beim Kauf kotierter Aktien nach dem HWpÜ bestimmt.

Interessanterweise nehmen also die für internationale Kaufverträge relevanten Staatsverträge Rücksicht auf die Problematik der Anwendbarkeit verschiedener Normen auf die Übertragung von Gesellschaftsanteilen und überlassen diese den nationalen Rechtsordnungen. Deshalb sind für Unternehmenskaufverträge grundsätzlich die allgemeinen Regelungen des IPRG zu den Verträgen relevant.⁶⁶⁷ Die besonderen Bestimmungen des IPRG in Art. 119 ff. für Grundstückskaufverträge, Arbeitsverträge und Verträge über Immaterialgüterrechte können bei Betriebskäufen von Bedeutung sein.⁶⁶⁸ Bei Betriebskäufen sind u. U. auch die genannten Staatsverträge zu berücksichtigen.⁶⁶⁹ Auf die Konsumentenverträge ist im Zusammenhang mit den Grenzen der Rechtswahl weiter einzugehen.⁶⁷⁰

304

Auf Ebene der *Europäischen Union* ist das für den Unternehmenskauf relevante internationale Vertragsrecht vollharmonisiert.⁶⁷¹ Art. 3 der Rom I-VO⁶⁷² sieht ebenfalls den Grundsatz der freien Rechtswahl der Parteien vor. Auch mangels Rechtswahl ist die Bestimmung des anwendbaren Rechts gemäss Art. 4 Rom I-VO der schweizerischen Regelung sehr ähnlich.⁶⁷³ Deshalb kann

305

⁶⁶⁷ A. A. TEDJANI, 269 f., welcher davon ausgeht, dass sich das anwendbare Vertragsrecht nach dem HWPÜ bestimmt (zumindest bei kotierten Beteiligungsrechten) sowie nach dem Handelsreglement der SIX (aktuelle Fassung: Handelsreglement der SIX Swiss Exchange AG vom 4.4.2018); m. E. ist letzteres nur bei eigentlichen Börsengeschäften bzw. Börseninnengeschäften relevant, nicht jedoch bei der Andienung im Rahmen eines Übernahmeangebots.

⁶⁶⁸ Dazu hinten [N 402 ff.](#)

⁶⁶⁹ Dazu hinten [N 399.](#)

⁶⁷⁰ Dazu hinten [N 319 ff.](#)

⁶⁷¹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 891.

⁶⁷² Verordnung (EG) Nr. 593/2008 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.6.2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht.

⁶⁷³ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 909, qualifizieren die Regelung gar als inhaltsgleich zu Art. 117 IPRG, wobei die Regelung in der Rom I-VO mindestens systematisch anders aufgebaut ist, indem sie nur subsidiär auf den engsten Zusammenhang abstellt, während der engste Zusammenhang in Art. 117 IPRG das Leitprinzip ist, welches durch gesetzliche Vermutungen konkretisiert wird. Im Ergebnis dürfte aber tatsächlich weitgehend Kongruenz bestehen.

festgehalten werden, dass die nachfolgenden Ausführungen zur Bestimmung des Übernahmevertragsstatuts weitgehend allgemein für eurointernationale Sachverhalte gelten, nicht nur aus Sicht der Schweiz.⁶⁷⁴

II. Subjektive Anknüpfung beim Anteilskaufvertrag

1. Faktische Notwendigkeit einer Rechtswahl

- 306 Bei der Bestimmung des Übernahmevertragsstatuts steht unbestritten die *Rechtswahl im Vordergrund*, unabhängig von der Ausgestaltung der Übernahme.⁶⁷⁵ Je nach Form der Übernahme sind aber Differenzierungen vorzunehmen. Nachfolgend wird primär auf den in der Übernahmepraxis zentralen *Anteilskauf* eingegangen, wobei insbesondere der Aktienkaufvertrag betrachtet wird.
- 307 Bei Unternehmenskaufverträgen wird im internationalen Kontext praktisch ausnahmslos eine *Rechtswahlklausel* in den Vertrag aufgenommen.⁶⁷⁶ Da bei Unternehmensübernahmen u. U. erst gegen Schluss der Verhandlungen über die Frage des anwendbaren Rechts verbindlich entschieden wird, verhandelt man jedoch eine bedeutende Weile im «luftleeren Raum».⁶⁷⁷ Um dies zu vermeiden, kann schon im *Letter of Intent* eine Rechtswahl vorgenommen werden.⁶⁷⁸
- 308 Die Rechtswahl wird in der Praxis aus guten *Gründen* vereinbart: Sie ist schon deshalb notwendig, weil nicht selten in Unternehmenskaufverträgen Schiedsklauseln vereinbart werden. Da ein Schiedsgericht nicht – wie staatliche Gerichte – ohne Weiteres das eigene Kollisionsrecht anwenden kann, braucht es

⁶⁷⁴ Wobei der Anwendungsbereich der ROM I-VO nicht nur im Verhältnis zwischen Mitgliedstaaten der Europäischen Union gilt, sondern darüber hinaus ihr Anwendungsbereich schon eröffnet ist, wenn das vertragliche Schuldverhältnis eine Verbindung zu mehreren Staaten aufweist (auch Nicht-Mitgliedstaaten, siehe Art. 1 Abs. 1 Satz 1 i. V. m. Art. 3 Rom I-VO). Im Unterschied zum europäischen Recht sind gewisse Rechtsordnungen des arabischen Raums und Lateinamerikas rechtswahlfeindlich, Göthel, M&A-GÖTHEL, 220.

⁶⁷⁵ Hölter, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.26.

⁶⁷⁶ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 902; gemäss Göthel, M&A-GÖTHEL, 218 f., kann in Deutschland jedoch ein Anreiz bestehen, auf die Rechtswahl zu verzichten, da Rechtswahlklauseln einen besonderen Beurkundungsgegenstand darstellen und die Beurkundung (je nach Geschäftswert) deutlich verteuern können.

⁶⁷⁷ Göthel, M&A-GÖTHEL, 112 f.

⁶⁷⁸ Dazu hinten [N 410 ff.](#)

eine Rechtswahl.⁶⁷⁹ Weiterhin ist die Rechtswahl deshalb bei Unternehmenskaufverträgen besonders wichtig, weil die objektive Anknüpfung in diesem Zusammenhang stark *umstritten* ist bzw. zu unbefriedigenden Resultaten führen würde,⁶⁸⁰ was wiederum eine starke *Rechtsunsicherheit* mit sich bringen würde.⁶⁸¹ Sodann lassen sich mit einer gelungenen Rechtswahl *Normenkonflikte vermeiden*.⁶⁸² Schliesslich ist ohne Rechtswahl auch immer eine gewisse Unsicherheit gegeben, da jedes staatliche Gericht das anwendbare Recht nach seinem eigenen (staatlichen) Kollisionsrecht bestimmt.⁶⁸³ Da die meisten Rechtsordnungen eine Rechtswahl im Bereich des Vertragsrechts – allerdings mit unterschiedlichen Schranken – anerkennen, kommt dem gewählten Recht Gültigkeit zu, unabhängig davon, welches Gericht mit der Sache befasst ist. So können die Parteien besser *abstrakt einschätzen*, welches Recht tatsächlich zur Anwendung gelangen wird. Aus diesen Gründen ist für das Übernahmevertragsstatut eine Rechtswahl unter allen Umständen zu empfehlen.⁶⁸⁴

2. Voraussetzungen und Schranken der Rechtswahl

Wenn bei Unternehmensübernahmen das anwendbare Vertragsrecht überwiegend explizit gewählt wird, stellt sich die Frage, ob eine Rechtswahl bei Unternehmenskaufverträgen beliebig zulässig ist oder welche Voraussetzungen bzw. *Schranken* hierfür bestehen.⁶⁸⁵ Die Grundlage der kollisionsrechtlichen Parteiautonomie bildet die *lex fori*, weshalb auch in erster Linie ihr die Voraussetzungen und Schranken der Rechtswahl zu entnehmen sind.⁶⁸⁶

309

⁶⁷⁹ Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.9; wobei auch hierfür Regelungen bestehen können, dass das Schiedsgericht etwa das Kollisionsrechts des Staates, indem es seinen Sitz hat, anwenden soll, siehe dazu etwa HENRY, 227 ff., 230 f., wobei dies mit einiger Unsicherheit verbunden ist; ausführlich zum anwendbaren Recht bei Schiedsverfahren und zur Rechtswahl in Schiedsverfahren HEISS/LOACKER, 189 ff., 236 ff.

⁶⁸⁰ Siehe dazu hinten [N 341 ff.](#)

⁶⁸¹ Göthel, M&A-GÖTHEL, 113.

⁶⁸² ACKERMANN, 298; MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 244; siehe hinten [N 332 ff.](#)

⁶⁸³ Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.9 und 8.26 f.; deshalb ist die Rechtswahl auch immer eng mit dem Gerichtsstand verknüpft; falls ein Gerichtsstand gewählt wurde, kann das anwendbare Recht konkreter bestimmt werden.

⁶⁸⁴ So auch Göthel, M&A-GÖTHEL, 220.

⁶⁸⁵ Siehe zur Thematik allgemein ausführlich HENRY, 1 ff.

⁶⁸⁶ BGE 102 II 143 E. 1a; BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 116 N 25; jedoch ist gemäss Art. 116 Abs. 2 Satz 2 IPRG auch das gewählte Recht für gewisse Fragen relevant.

2.1. Allgemeine Voraussetzungen

- 310 Gemäss Art. 116 Abs. 2 IPRG muss die Rechtswahl «*ausdrücklich sein oder sich eindeutig aus dem Vertrag oder aus den Umständen ergeben*». Daraus kann gefolgert werden, dass grundsätzlich *Formfreiheit* gegeben ist. Unternehmenskaufverträge werden in der Praxis ausschliesslich schriftlich abgeschlossen, sodass in der Regel eine ausdrückliche schriftliche Rechtswahl gegeben ist.
- 311 Zu beachten ist, dass der *Rechtswahl- oder Verweisungsvertrag* vom Hauptvertrag zu unterscheiden ist.⁶⁸⁷ Es wäre somit möglich, dass die Rechtswahl schon zustande kommt, bevor dies der eigentliche Unternehmenskaufvertrag tut. Wenn die Rechtswahlklausel jedoch erst in der Schlussphase der Verhandlungen zur Sprache kommt,⁶⁸⁸ werden Rechtswahl und Hauptvertrag zeitlich nicht weit auseinanderliegen. Falls sich die Parteien bezüglich des auf den Vertrag anwendbaren Rechts ohnehin einig sind, wird die Rechtswahl nach einem Austausch erster Vertragsentwürfe u. U. gültig vereinbart sein, weit bevor das Signing des Übernahmehauptvertrages stattfindet. In diesem Zusammenhang kann eine Rechtswahl sich auch aus den Umständen ergeben, wenn die Vertragsentwürfe etwa auf eine Rechtsordnung Bezug nehmen oder auf Vorschriften verweisen, sodass klar hervorgeht, dass beide Parteien von derselben anwendbaren Rechtsordnung ausgehen.
- 312 Bei der Frage nach dem *zeitlichen Aspekt*, ab wann eine Rechtswahl gegeben ist, muss auch beachtet werden, ob eine solche möglicherweise schon im *Letter of Intent* oder einer anderen, im Vorfeld einer Übernahme geschlossenen Vereinbarung erfolgt.⁶⁸⁹ Zwar sind solche Vereinbarungen – sofern es um vertragliche Aspekte geht – grundsätzlich auch einer Rechtswahl zugänglich und eine solche ist zu empfehlen; in der Praxis wollen sich die Parteien aber teils in der Anfangsphase einer Transaktion noch nicht mit juristischen Einzelheiten befassen, sodass sie der Rechtswahl noch keine Beachtung schenken.⁶⁹⁰
- 313 Die Möglichkeit der Rechtswahl setzt voraus, dass überhaupt eine *Internationalität* gegeben ist,⁶⁹¹ was für die vorliegende Untersuchung vorausgesetzt werden kann. Ein räumlicher Konnex des Vertrags zur vereinbarten Rechts-

⁶⁸⁷ So schon BGE 87 II 194 E. 3d; KREN KOSTKIEWICZ, 561.

⁶⁸⁸ Siehe Göthel, M&A-GÖTHEL, 113.

⁶⁸⁹ Dazu hinten [N 410 ff.](#)

⁶⁹⁰ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 932.

⁶⁹¹ ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 116 N 20 ff.

ordnung hingegen ist nicht notwendig, d. h., die Parteien sind frei, *welches* Recht sie wählen wollen.⁶⁹² Keine Schranke bildet deswegen auch die Ausnahmeklausel (siehe ausdrücklich Art. 15 Abs. 2 IPRG).

2.2. Schranken

Ob bzw. in welchem Ausmass eine Rechtswahl zulässig ist, wird primär durch das Recht am Ort der Prozessführung entschieden.⁶⁹³ Schranken für die Rechtswahl bei Unternehmensübernahmen ergeben sich einerseits aus *zwingenden Normen* der betroffenen Rechtsordnungen, andererseits u. U. auch schon aus dem IPRG für bestimmte Kategorien von Verträgen.⁶⁹⁴ 314

Eingriffsnormen bilden immer eine Schranke der Parteiautonomie, was auch in Bezug auf die Rechtswahlfreiheit gilt.⁶⁹⁵ Da Eingriffsnormen grundsätzlich unabhängig von dem gewählten Recht zwingend anzuwenden sind,⁶⁹⁶ können sich ihnen die Parteien einer Unternehmensübernahme auch nicht vollumfänglich mittels Wahl einer Rechtsordnung, welche weniger für Übernahmen relevante zwingende Normen vorsieht, entziehen. Die übernahmeaufsichtlichen Bestimmungen, welche (als Eingriffsnormen) Vorschriften bezüglich der Ausgestaltung des vertraglichen Verhältnisses aufstellen, setzen der Rechtswahlfreiheit mindestens insofern Grenzen, als die Rechtswahl zwar nicht verhindert, ihr Ergebnis aber beschränkt wird. 315

Jedoch kann mittels Rechts- und Gerichtsstandswahl in gewisser Weise mindestens *beeinflusst* werden, welches zwingende Recht (insb. durch Zivilgerichte) Anwendung findet: Einerseits entscheidet die Wahl, welche Rechtsordnung zur Anwendung kommt, auch darüber, welche zwingenden Normen dieser Rechtsordnung berufen werden oder nicht.⁶⁹⁷ Aufgrund von Art. 13 IPRG wird (auch) das zwingende Recht der *lex causae* berufen, das ohne entsprechende Rechtswahl u. U. nicht zur Anwendung gelangt wäre.⁶⁹⁸ Andererseits entscheidet qualifiziert zwingendes Recht – die Eingriffsnormen – zwar unab- 316

⁶⁹² VISCHER F./HUBER/OSER, 43.

⁶⁹³ Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.26.

⁶⁹⁴ FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 337.

⁶⁹⁵ BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 116 N 29.

⁶⁹⁶ HENRY, 188.

⁶⁹⁷ Göthel, M&A-GÖTHEL, 228.

⁶⁹⁸ Das Gesagte gilt für die Beurteilung durch Zivilgerichte, Aufsichtsbehörden werden die Anwendbarkeit des Übernahmeaufsichtsrechts nicht über den Umweg der Eingriffsnormen nach IPRG prüfen. Deshalb wird die Rechtswahl kaum Einfluss auf die Beurteilung einer Übernahme durch Aufsichtsbehörden haben.

hängig von der international-privatrechtlichen Berufung über die eigene Anwendbarkeit. Die Eingriffsnormen der *lex causae*, diejenigen der *lex fori* sowie von Drittstaaten kommen somit für gewöhnlich zwar alle unabhängig von einer Rechtswahl zur Anwendung, jedoch sind deren *Anwendungsvoraussetzungen* nach dem IPRG *unterschiedlich hoch*,⁶⁹⁹ sodass die Rechtswahl doch eine gewisse Wirkung zeigt (nämlich in Zivilverfahren). Wird eine Rechtsordnung mit einem eigentlich starken Bezug zur Übernahme durch die Wahl einer anderen Rechtsordnung oder eines anderen Gerichtsstandes zur Drittstaatsrechtsordnung «degradiert», so kommen ihre zwingenden Vorschriften nur noch unter den erhöhten Voraussetzungen (oder eben nicht) zur Anwendung. Deshalb kann mittels der Rechtswahl mindestens teilweise gar qualifiziert zwingendes Recht gewissermassen «abbedungen» werden.⁷⁰⁰

- 317 Die Rechtswahl kann daher – aus Sicht des IPRG – doch in einem gewissen Mass Auswirkungen auf die Massgeblichkeit der Eingriffsnormen zeigen. Im Allgemeinen bilden aber umgekehrt die Eingriffsnormen die klare Schranke der Rechtswahlfreiheit. Bei einem genügend engen Bezug der Übernahme zu einer Rechtsordnung, werden deren zwingende Vorschriften unabhängig von der Rechtswahl der Ausgestaltung der Transaktion Grenzen setzen.⁷⁰¹
- 318 Der Rechtswahl Schranken setzen sodann Regeln des «Besonderen Teils» des IPRG, welche die Rechtswahl insbesondere bei besonderer Schutzbedürftigkeit einer Partei einschränken.⁷⁰² So ist nach Art. 120 Abs. 2 IPRG und Art. 121 Abs. 3 IPRG die Rechtswahlfreiheit für Konsumentenverträge und Arbeitsverträge eingeschränkt. Nachfolgend ist deshalb zu prüfen, ob der Kauf von Gesellschaftsanteilen u. U. einen Konsumentenvertrag darstellen kann. Die Einschränkungen für Arbeitsverträge können beim Asset Deal relevant sein.⁷⁰³

⁶⁹⁹ Siehe vorne [N 166 ff.](#), [N 177 ff.](#) und [N 181](#).

⁷⁰⁰ Gemäss HENRY, 188 f., hingegen ist die Rechtswahl bei Eingriffsnormen grundsätzlich unerheblich und erst im Rahmen der Interessenabwägung des Gerichts bei der Prüfung der Anwendbarkeit einer Eingriffsnorm zu berücksichtigen.

⁷⁰¹ Wobei wiederum mitentscheidend ist, ob eine zivilgerichtliche oder aufsichtsbehördliche Beurteilung erfolgt.

⁷⁰² BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 116 N 30.

⁷⁰³ Siehe dazu hinten [N 392](#).

2.3. Einschränkungen bei Konsumentenverträgen im Besonderen

Je nach Transaktionsstruktur – insbesondere wenn als veräussernde Aktionäre eine Vielzahl an Privatanlegern zu finden ist (d. h. insb. bei öffentlichen Übernahmen) – kann sich die Frage stellen, ob mindestens im Verhältnis zu gewissen andienenden Aktionären ein *Konsumentenvertrag* vorliegt. Art. 120 Abs. 2 IPRG unterbindet zum Schutze des Konsumenten bei Verträgen mit Konsumenten eine Rechtswahl gänzlich. Sofern bei einer Unternehmensübernahme ein vertragliches Verhältnis zwischen Übernehmerin und andienendem Aktionär als Konsumentenvertrag qualifiziert werden würde, hätte dies deshalb ein *Verbot der Rechtswahl* (und in der Konsequenz eine zwingend objektive Anknüpfung nach den Kriterien von Art. 120 Abs. 1 IPRG) zur Folge. 319

Die Qualifikation eines Übernahmevertragsverhältnisses als Konsumentenvertrag mag auf den ersten Blick eher abwegig scheinen. In der Literatur in der Schweiz war dies – soweit ersichtlich – auch nie Gegenstand von Diskussionen; wie ein Blick ins Ausland zeigen wird, ist dies aber durchaus ein diskussionswürdiger Punkt. Allein die Tatsache, dass bei öffentlichen Übernahmeangeboten die Anleger keinerlei Einfluss auf die Rechtswahl nehmen können, legt gewisse Parallelen zum Konsumentenschutzrecht offen.⁷⁰⁴ 320

Der Begriff des Konsumentenvertrags wird in Art. 120 Abs. 1 IPRG gesetzlich definiert und es findet sich eine umfangreiche Rechtsprechung und Literatur dazu.⁷⁰⁵ Nach der gesetzlichen Definition sind Konsumentenverträge alle «*Verträge über Leistungen des üblichen Verbrauchs, die für den persönlichen oder familiären Gebrauch des Konsumenten bestimmt sind und nicht im Zusammenhang mit der beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit des Konsumenten stehen*». Dabei ist primär der *Zweck* des zwischen Anbieter und Konsument abgeschlossenen Vertrages massgebend, die vertragliche Leistung muss für den privaten Bedarf des Konsumenten bestimmt sein (*Zwecktheorie*).⁷⁰⁶ Die erbrachte Leistung muss folglich dem typischen *Privatbereich* des Leistungsempfängers zugeordnet werden können; nicht erfasst sind für Privathaushalte atypische Leistungen.⁷⁰⁷ Für die Qualifikation als Konsumentenvertrag sind sämtliche obligationenrechtlichen Verträge tauglich, sofern die Parteien An- 321

⁷⁰⁴ STEINRÖTTER, 357 ff.

⁷⁰⁵ Siehe dazu etwa ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 120 N 10 ff., m. w. H.; zum Konsumentenbegriff des Bundesgerichts siehe BGE 132 III 268 E.2.2.2. und BGE 130 III 417 E. 2.1.

⁷⁰⁶ BSK IPRG-BRUNNER, Art. 120 N 20.

⁷⁰⁷ CHK IPRG-MÖCKLIN-DOSS/SCHNYDER, Art. 120 N 3.

bieter und Konsumenten sind.⁷⁰⁸ Zwischen Anbieter und Konsument muss ein gewisses *strukturelles Ungleichgewicht* gegeben sein.⁷⁰⁹ Typisch für den Privatbereich können gemäss Rechtsprechung ausdrücklich auch *Finanzdienstleistungen* sein, wenn diese sich im üblichen Rahmen bewegen.⁷¹⁰ Auch Verträge über *Wertpapiere* können unter Art. 120 IPRG fallen.⁷¹¹ Der Vorbehalt des «üblichen Verbrauchs» beschränkt den Konsumentenvertrag *quantitativ*,⁷¹² wobei die betragsmässige Beschränkung in der Rechtsprechung des Bundesgerichts im Einzelfall erst sehr hoch angesetzt wurde.⁷¹³

322 Bei Übernahmeangeboten liegt ein Kaufvertrag über Anteile an der Zielgesellschaft vor. Kaufverträge können generell einen Konsumentenvertrag darstellen. Es ist bei einer Übernahme ein *strukturelles Ungleichgewicht* zwischen dem Anbieter und den einzelnen Kleinaktionären auszumachen, allein schon aufgrund des Informationsgefälles.⁷¹⁴ Fraglich ist, ob die Leistung dem Privatbereich des Leistungsempfängers zugeordnet werden kann. Handelt der anbietende Aktionär gewerblich mit Aktien, so fällt diese Voraussetzung augenscheinlich dahin. Hält er die Aktien im Privateigentum (etwa als Geldanlage), so kann dies (in einem gewissen Umfang) dem Privatbereich zugeordnet werden. Regelmässig wird jedenfalls kein Zusammenhang zur beruflichen Tätigkeit bestehen, sondern der Zweck des Vertrages in der Realisierung eines Gewinns aus einer privaten Anlage liegen. Bei Aktionären, welche in kleinerem Umfang Aktien halten, wird auch das quantitative Kriterium des üblichen Verbrauchs nicht kritisch sein. Werden die einzelnen Elemente der Definition des Konsumentenvertrages betrachtet, so könnten folglich vom Wortlaut her Verträge, welche im Rahmen eines Übernahmeangebots zwischen Anbieter und (Klein-)Aktionär zustande kommen, unter den Begriff des Konsumentenvertrages subsumiert werden.

323 Wird hingegen eine Gesamtbetrachtung der Definition vorgenommen, scheint die Subsumtion wenig passend, was schon grundsätzlich hinsichtlich der *Parteirollen* gilt. Bei gewöhnlichen Konsumentenverträgen tritt augenscheinlich

⁷⁰⁸ BGE 121 III 336 E. 5d.

⁷⁰⁹ BRUNNER A., Konsumentenvertrag, 590; OFK IPRG-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 120 N 8.

⁷¹⁰ BGE 130 III 417 E. 2.1.

⁷¹¹ So VISCHER F./HUBER/OSER, 336.

⁷¹² BRUNNER A., Konsumentenvertrag, 594 f.

⁷¹³ So hat das Bundesgericht in einem Fall ein Darlehen über CHF 12.7 Mio als Konsumentenvertrag qualifiziert, siehe Urteil 4A_409/2011 des BGER vom 16.12.2011, E. 2.

⁷¹⁴ Insbesondere wenn die Anbieterin eine Due-Diligence-Prüfung vornehmen konnte besteht ein erhebliches Informationsgefälle in Bezug auf die Zielgesellschaft.

der Anbieter als diejenige Vertragspartei auf, welche die charakteristische Leistung (d. h. die Nicht-Geldleistung) erbringt. Bei Übernahmeangeboten hingegen erbringt der Anbieter die Geldleistung (zumindest bei Barabfindung), während der «Konsument» bzw. Aktionär die charakteristische Leistung (Übertragung der Aktien) erbringt. Der Konsument nimmt also die Rolle des Verkäufers – und nicht, wie im Regelfall, des Käufers – ein. Mit anderen Worten ist die *Parteirollenverteilung* umgekehrt als beim typischen Verbraucher-vertrag. Das Bundesgericht hat in einem Entscheid festgehalten, dass die Rollenverteilung zwischen den Vertragsparteien für die Qualifikation als Konsumentenvertrag massgebend sein kann.⁷¹⁵ Anbieter sei, wer die charakteristische Leistung zu erbringen habe.⁷¹⁶ Die Schutzbedürftigkeit eines Verkäufers ist aus dieser Sicht niedriger, da er in der Regel weniger auf den Vertragsschluss angewiesen ist als der Käufer bei einem typischen Konsumentenvertrag. Die untypische Rollenverteilung spricht demzufolge gegen eine Qualifikation als Konsumentenvertrag.

Die *Ratio* hinter Art. 120 IPRG ist allgemein der Schutz der schwächeren Vertragspartei.⁷¹⁷ Bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist jedoch das Interesse an dieser Schutzfunktion insofern weniger stark, zumal sie bereits umfassend durch den Anlegerschutz im Übernahmeaufsichtsrecht wahrgenommen werden sollte. Zwar ist der andienende (Klein-)Aktionär klar als schwächere Partei in diesem Sinne einzuordnen und ein strukturelles Ungleichgewicht augenscheinlich gegeben. Im Übernahmeaufsichtsrecht wird dieses Ungleichgewicht jedoch mit zahlreichen besonderen anlegerschützenden Instrumenten ausgeglichen. Anleger- und Konsumentenschutz stellen eigenständige Schutzkonzepte dar, die sich jedoch nicht gegenseitig ausschliessen, sondern nur teilweise überschneiden.⁷¹⁸ Es ist deshalb zu fragen, ob neben den auf den Anlegerschutz ausgerichteten übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen noch Bedarf für die Anwendung dieser Konsumentenschutznorm besteht.

In diesem Zusammenhang mag ein Blick auf die Regelung der Europäischen Union hilfreich sein. Art. 6 Rom I-VO sieht eine dem Art. 120 IPRG sehr ähnliche Regelung des auf Verbraucherverträge anwendbaren Rechts vor, welche ebenfalls die Rechtswahlfreiheit einschränkt. Gemäss Art. 6 Abs. 4 lit. d Rom I-

⁷¹⁵ BGE 121 III 336 E. 5e.dd.

⁷¹⁶ BGE 121 III 336 E. 5e.dd.

⁷¹⁷ Siehe dazu etwa BSK IPRG-BRUNNER, Art. 120 N 2.

⁷¹⁸ SETHE, Konsumentenschutz, § 8 N 8.90. Das Verhältnis von Anleger- und Konsumentenschutz wird allerdings im Schrifttum uneinheitlich dargestellt, siehe SETHE, Konsumentenschutz, § 8 N 8.37 ff. m. w. H.

VO ist jedoch eine Ausnahme für Übernahmeangebote vorgesehen.⁷¹⁹ Der «sperrige Wortlaut» von lit. d ist nicht klar verständlich und die Bedeutung deshalb im Einzelnen umstritten.⁷²⁰ Jedenfalls wollte der Ordnungsgeber für öffentliche Übernahmeangebote einen Ausnahmetatbestand schaffen, mit der Ratio, dass Verträge im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten einem einzigen Recht unterstehen.⁷²¹ Übernahmeangebote werden damit im Recht der Europäischen Union von den Verbraucherverträgen bewusst ausgenommen, um die sonst resultierende Zersplitterung des anwendbaren Rechts zu vermeiden.⁷²²

- 326 Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob diese Problematik auch in der Schweiz gegeben ist. Zur Beurteilung lohnt sich ein Blick auf das *Resultat* der Subsumtion von im Rahmen eines Übernahmeangebots zustande gekommenen Verträgen unter Art. 120 IPRG.⁷²³ Resultieren würde dabei eine *zwingende objektive* Anknüpfung, da die Rechtswahl ausgeschlossen ist. Massgebend wäre dann das Recht des Staates, in dem der Konsument (d. h. der andienende Aktionär) seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat. Da die Aktionäre einer kotierten Zielgesellschaft ihren gewöhnlichen Aufenthalt in der Regel in zahlreichen Staaten haben, würde sich eine Zersplitterung des Übernahmevertragsstatuts ergeben, da für jeden Aktionär mit unterschiedlichem Aufenthaltsort eine andere Rechtsordnung massgebend wäre. Dies ist ein offensichtlich wenig befriedigendes Ergebnis, das zu einer Überprüfung der Auslegung anhält.
- 327 Während der Wortlaut von Art. 120 IPRG Raum für Argumentationen in beide Richtungen belässt, ist m. E. die Anwendbarkeit der Verbrauchervertragsbestimmung auf Verträge im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen aufgrund der Ratio der Bestimmung zu *verneinen*. Während bei gewöhnlichen Konsumentenbeziehungen verhindert werden soll, dass mittels Rechtswahl vom Recht am Ort des gewöhnlichen Aufenthalts des Konsumenten abgewichen wird, bringt dies bei Übernahmen dem andienenden Aktionär kaum einen Mehrwert. Indem das strukturelle Ungleichgewicht ohnehin durch zwingende Normen des Übernahmeaufsichtsrechts und nicht durch das anwendbare Ver-

⁷¹⁹ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 126.

⁷²⁰ So DICKE, 54.

⁷²¹ DICKE, 208, 224; STEINRÖTTER, 358, hingegen spricht sich trotz des Wortlauts für eine Beschränkung der wählbaren Rechtsordnungen aus.

⁷²² MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 525.

⁷²³ Auch wenn eine ergebnisbezogene und insofern präjudizierende Auslegung im Allgemeinen zu unterbleiben hat, ist sie vorliegend aufgrund der praktischen Konsequenzen gerechtfertigt.

tragsrecht ausgeebnet wird, entfällt diesbezüglich die besondere Schutzbedürftigkeit des Aktionärs. Hingegen besteht ein schutzwürdiges Interesse, die vertraglichen Beziehungen einem einheitlichen Recht zu unterstellen. Eine Auslegung unter Berücksichtigung des Zwecks von Art. 120 IPRG führt deshalb m. E. zum Ergebnis, dass dieser nicht auf (Aktien-)Kaufverträge im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen anwendbar ist.

3. Besonderheit bei öffentlichen Übernahmen

Bei *privaten Transaktionen* wird der Unternehmenskaufvertrag individuell verhandelt und somit können die Parteien auch aushandeln, welches anwendbare Recht gewählt wird. Im Rahmen der Vertragsverhandlungen wird oft die Rechtswahl in einem Zuge mit der Schieds- oder Gerichtsstandsklausel vereinbart.⁷²⁴ Die Parteien werden versuchen, die Rechtsordnung zu wählen, welche ihnen nähersteht. Es sollten aber sachliche Kriterien im Vordergrund stehen.⁷²⁵ 328

Bei *öffentlichen Übernahmeangeboten* ist die Rechtswahl gesondert zu betrachten, da hier die *Ausgangslage* eine gänzlich *andere* ist: Bei öffentlichen Übernahmen werden die einzelnen Verträge nicht verhandelt, sondern der Anbieter arbeitet alle Vertragskonditionen und Bedingungen aus, die der andienende Aktionär nur annehmen oder ablehnen kann. Wie vorne dargestellt, entsteht trotzdem ein gewöhnlicher obligationenrechtlicher Vertrag zwischen Anbieter und Altaktionär.⁷²⁶ 329

Deshalb ist eine Rechtswahl im Übernahmeangebot durch den Anbieter vorzunehmen, der sich der andienende Aktionär unterwerfen muss. Es findet sich deshalb auch regelmässig eine Rechtswahlklausel in öffentlichen Übernahmeangeboten.⁷²⁷ Ist eine Rechtswahl schon allgemein bei Unternehmensübernahmen zu empfehlen, so ist dies bei öffentlichen Übernahmeangeboten noch dringlicher. Aufgrund der *zahlreichen Gegenparteien* des Anbieters würde bei einer objektiven Anknüpfung möglicherweise eine Vielzahl von Rechtsordnungen anwendbar sein.⁷²⁸ Entscheide der UEK oder von Gerichten, welche die Zulässigkeit einer Rechtswahl bei öffentlichen Übernahmeangeboten ein- 330

⁷²⁴ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 100.

⁷²⁵ Siehe dazu sogleich [N 332 ff.](#)

⁷²⁶ Siehe vorne [N 65](#); sodann ausführlich REUTTER, 38 ff.

⁷²⁷ ACKERMANN, 298; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 460; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 335.

⁷²⁸ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 335.

schränken, sind – soweit ersichtlich – nicht ergangen.⁷²⁹ Dies wäre aus Anlegerschutzüberlegungen allenfalls denkbar. Der Anlegerschutz wird jedoch in anderer Form durch das Übernahmeaufsichtsrecht gewahrt. Ein Blick ins Ausland zeigt zudem, dass das Ziel der Verhinderung einer resultierenden Zersplitterung des anwendbaren Vertragsrechts stärker gewichtet werden kann als solche besonderen «vertragsrechtlichen Anlegerschutzgedanken»: Im deutschen Recht ist eine Rechtswahl gar Pflichtinhalt der Angebotsunterlage (siehe § 2 Nr. 12 WpÜG-Angebotsverordnung⁷³⁰ i. V. m. § 11 Abs. 4 und 5 WpÜG).⁷³¹ Das in Deutschland ins Feld geführte «*evidente Interesse des Bieters*» durch die Angabe der Rechtswahl in der Angebotsunterlage für Rechtssicherheit im Hinblick auf das Übernahmevertragsstatut zu sorgen,⁷³² muss auch aus Sicht des Schweizer Rechts schützenswert sein.

- 331 Bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist deshalb eine Rechtswahl durch den Anbieter vorzunehmen, d. h. das Recht zu wählen, dem die durch Annahme des Angebots zustande kommenden Verträge zwischen dem Bieter und den Aktionären unterliegen.

4. Sinnvolle Ausgestaltung der Rechtswahl

- 332 Es stellt sich die Frage, welche *sachlichen Kriterien* für die Rechtswahl den Ausschlag geben sollten. Auch dafür ist zwischen privaten Transaktionen und öffentlichen Übernahmen zu unterscheiden:

- 333 Bei *privaten Transaktionen* sollte die Rechtsordnung gewählt werden, zu welcher der Vertrag die engste *sachliche Nähe* aufweist.⁷³³ In der Praxis wird zumindest dann mehrheitlich Schweizer Recht vereinbart, wenn die Zielgesell-

⁷²⁹ Im Gegenteil siehe etwa für Beispiele von Übernahmeangeboten, welche eine Rechtswahl enthielten und von der UEK als den gesetzlichen Bestimmungen entsprechend qualifiziert wurden: Verfügung 652/01 der UEK vom 14.2.2017 i. S. Actelion Ltd; Verfügung 624/02 der UEK vom 7.3.2016 i. S. Syngenta AG.

⁷³⁰ Verordnung der Bundesrepublik Deutschland über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) vom 27.12.2001; dazu etwa STEINRÖTTER, 351, m. w. H.

⁷³¹ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 126.

⁷³² So Göthel, M&A-SCHULZ, 457.

⁷³³ Göthel, M&A-GÖTHEL, 221; für die Kriterien für die Wahl siehe Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.11 ff.; für eine Checkliste für die Rechtswahl siehe Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.138; zum engsten Bezug eines Vertrages zu einer Rechtsordnung siehe ausführlich hinten [N 354 ff.](#)

schaft ihren statutarischen Sitz bzw. ihre Inkorporation in der Schweiz hat.⁷³⁴ Da ein ausländischer Käufer einer Zielgesellschaft ohnehin einen inländischen Transaktionsberater engagieren wird, kann er sich auch auf die Wahl der Rechtsordnung des Kaufobjekts einlassen.⁷³⁵ Sodann wird so ein Gleichlauf von anwendbarem Gesellschafts- und Vertragsrecht erzielt.

Die Wahl *schweizerischen Rechts* ist bei Übernahmen von einem gewissen Bezug zur Schweiz an sinnvoll, da das schweizerische Kaufrecht kaum zwingende Bestimmungen enthält und deshalb den Parteien bei der Vertragsgestaltung nahezu uneingeschränkte Autonomie einräumt.⁷³⁶ Das erlaubt den Parteien, die bei internationalen Transaktionen gewünschte (möglichst) abschliessende ausdrückliche vertragliche Regelung zu finden. Das Schweizer Recht hat deshalb für die Wahl bei Unternehmenskaufverträgen auch international «*einen guten Ruf*» erworben.⁷³⁷ 334

Bei *öffentlichen Übernahmen* ist zu empfehlen, diejenige Rechtsordnung zu wählen, deren *Übernahmeaufsichtsrecht* sich primär anwendungswillig zeigt.⁷³⁸ So können Normenkonflikte zwischen dem Übernahmevertragsstatut und dem anwendbaren Übernahmeaufsichtsrecht vermieden werden. Teilweise wird deshalb gar eine Koordination von Übernahmeaufsichtsrecht und Übernahmevertragsstatut als zwingend notwendig erachtet.⁷³⁹ Sofern bloss ein Übernahmeaufsichtsrecht seine Anwendbarkeit erklärt, kann so tatsächlich ein Gleichlauf zwischen Vertrags- und Aufsichtsstatut erzielt werden. Sind hingegen (v. a. bei Dual Listings) potenziell mehrere Aufsichtsrechte anwendbar, löst dies nur einen Teil des Problems.⁷⁴⁰ 335

Die Rechtswahl sollte *ausdrücklich* und klar erfolgen.⁷⁴¹ Dies ist insbesondere bei Verträgen mit angloamerikanischer Ausgestaltung zu beachten, da dort vielfach nur Auslegungsklauseln (*Construction Clauses*) vereinbart werden, bei denen streitig sein kann, ob es sich um vollwertige Rechtswahlklauseln han- 336

⁷³⁴ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 100.

⁷³⁵ Göthel, M&A-GÖTHEL, 113 f.; nicht zu empfehlen ist hingegen die Wahl eines «neutralen» Drittstaats, der möglichst keinen besonderen Bezug zu einer Partei hat, da dann für alle Parteien ein Mehraufwand entsteht.

⁷³⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, 381.

⁷³⁷ So Göthel, M&A-GÖTHEL, 230.

⁷³⁸ ACKERMANN, 298.

⁷³⁹ So MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 245.

⁷⁴⁰ Dies könnte wiederum gelöst werden, indem zwei separate Angebote gemacht werden für die an verschiedenen Börsen kotierten Aktien.

⁷⁴¹ Siehe für eine Musterrechtswahlklausel TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 157.

delt.⁷⁴² Teilweise wird in Rechtswahlklauseln von Unternehmenskaufverträgen das CISG explizit ausgeschlossen.⁷⁴³ Dies ist jedoch nicht notwendig, da es ohnehin nicht anwendbar wäre.⁷⁴⁴

- 337 Eine Möglichkeit wäre auch, bei der Rechtswahl zu differenzieren und für verschiedene Aspekte eine *Teilrechtswahl* vorzunehmen.⁷⁴⁵ Die Zulässigkeit einer Teilrechtswahl wird sowohl unter schweizerischem Recht als auch im Recht der Europäischen Union und von US-amerikanischen Gerichten weitgehend bejaht.⁷⁴⁶ Die Konsequenz ist, dass für verschiedene Bereiche des Vertrages unterschiedliche Rechtsordnungen anwendbar sind, d. h., es resultiert eine Spaltung des Vertragsstatuts.⁷⁴⁷ Eine Teilrechtswahl könnte gerade bei Unternehmensübernahmen sinnvoll sein, um das Vertragsstatut mit den anderen anwendbaren Rechtsordnungen abzustimmen, insbesondere mit dem Aufsichtsstatut, dem Gesellschaftsstatut und dem Sachenrechtsstatut. Es würden so *bestimmte Aspekte* des Vertrages einem anderen Statut «angehängt». Eine Teilrechtswahl bringt jedoch die Gefahr der materiell-rechtlichen *Disharmonie* mit sich, indem nämlich aufgrund der Vertragsspaltung zusammenhängende Fragen auseinandergerissen werden und von unterschiedlichen Rechtsordnungen – und somit u. U. nicht kohärent – beurteilt werden müssen, weshalb höchstens sachlich *zusammenhängende* Rechtsfragen gesamthaft von anderen zusammenhängenden Fragen getrennt werden sollten.⁷⁴⁸ Sofern es aber möglich ist, einzelne zusammengehörende Rechtsfragen abzutrennen, könnte die Gleichschaltung mit einem anderen Statut in Bezug auf diese Rechtsfragen u. U. helfen, ein einheitlicheres Statut für diese Fragen zu finden, sodass Normenkonflikte vermieden werden können.
- 338 Bei der Rechtswahl sollten sich die Parteien deshalb nicht ohne vertiefte Überlegungen auf eine Rechtsordnung einlassen, denn die Rechtswahl stellt ein Instrument dar, mittels dessen auch Normenkonflikte vermieden werden können.

⁷⁴² Göthel, M&A-GÖTHEL, 225. Es wird sich m. E. (mangels alternativer Qualifikation) in aller Regel um eine Rechtswahl handeln, nichtsdestotrotz ist schon eine geringe Unsicherheit zur Eindämmung möglicher Angriffspunkte auszuschalten.

⁷⁴³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 177.

⁷⁴⁴ Dazu vorne [N 302](#). Bei Vermögensübertragungen hingegen ist dies strittig, weshalb eine Wegbedingung zu empfehlen ist.

⁷⁴⁵ DÜRIG, 43 ff., für den Asset Deal.

⁷⁴⁶ Münch et al., Handbuch int. HaWi-COURVOISIER/ZOGG, § 8 N 8.21; HENRY, 92 f.; LOOSCHELDERS, 136.

⁷⁴⁷ HENRY, 93.

⁷⁴⁸ HENRY, 94; VISCHER F./HUBER/OSER, 50.

III. Objektive Anknüpfung beim Anteilskaufvertrag

1. Untergeordnete Rolle der objektiven Anknüpfung

Objektive Anknüpfung bedeutet, das anwendbare Recht *nach objektiven Gegebenheiten* zu bestimmen. Sie kommt subsidiär dann zum Zuge, wenn keine gültige Rechtswahl getroffen wurde oder keine Rechtswahl möglich ist.⁷⁴⁹ 339

Der objektiven Anknüpfung kommt für das Vertragsrecht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen praktisch nur eine untergeordnete Rolle zu, da – wie gesehen – zumeist eine Rechtswahl getroffen wird. Auf einer *theoretischen Ebene* hat die Frage nach der objektiven Anknüpfung bei Unternehmensübernahmen aber zu interessanten Diskussionen geführt, da ihre Beantwortung Schwierigkeiten bereiten kann und über weite Strecken umstritten ist. Übernahmen scheitern nicht selten schon, bevor der Hauptvertrag unterschrieben wurde – und damit u. U. bevor eine Rechtswahl getroffen wurde.⁷⁵⁰ 340
 Wenn zu diesem Zeitpunkt schon vertragliche Verpflichtungen eingegangen wurden (mindestens Vertraulichkeitsverpflichtungen),⁷⁵¹ so kann für gewisse vertragliche Aspekte in der Praxis doch eine objektive Anknüpfung notwendig sein. Deshalb – und weil die Beantwortung auch für die weitere Untersuchung Erkenntnisse bringen kann – wird nachfolgend darauf eingegangen.

2. Anknüpfung gemäss den gesetzlichen Vermutungen

Bei fehlender Rechtswahl ist die objektive Anknüpfung nach Art. 117 IPRG vorzunehmen. In Abs. 1 ist das *Prinzip des engsten Zusammenhangs* als Leitprinzip bzw. Maxime der objektiven Anknüpfung internationaler Verträge statuiert.⁷⁵² 341
 Nach ganz herrschender Auffassung bedeutet dies eine Anknüpfung nach dem funktionellen Zusammenhang.⁷⁵³ Der engste Zusammenhang wird konkretisiert, indem in Abs. 2 die allgemeine Vermutung aufgestellt wird, dass der engste Zusammenhang mit demjenigen Staat bestehe, in dem die Partei, welche die *charakteristische Leistung* erbringen soll, ihren gewöhnlichen Aufenthalt hat. Die charakteristische Leistung ist demzufolge das Grundkriterium zur

⁷⁴⁹ MARK NDUE, 13.

⁷⁵⁰ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 1.

⁷⁵¹ Siehe dazu hinten [N 410](#).

⁷⁵² Gemäss MARK NDUE, 33, ist der Begriff des «engsten Zusammenhangs» derart vage, dass er keinen eigentlichen Anknüpfungsbegriff, sondern eine Anknüpfungsmaxime darstellt.

⁷⁵³ Statt vieler BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 117 N 6; ZK IPRG (2. Aufl.)-KELLER/KRENKOSTKIEWICZ, Art. 117 N 18 f.

Konkretisierung des engsten Zusammenhangs und in vielen Fällen in der Nicht-Geldleistung zu finden.⁷⁵⁴ Abs. 3 präzisiert die Konkretisierung weiter, indem für wichtige Verträge eine Nennung der Vermutung der charakteristischen Leistung erfolgt. Nach lit. a gilt namentlich bei *Veräusserungsverträgen* die Leistung des Veräusserers als charakteristische Leistung. Das Konzept von Art. 117 IPRG ist so ausgelegt, dass mit dem Prinzip des engsten Zusammenhangs die *Grundlinie* für die Anknüpfung vorgegeben wird, welche gleichzeitig *Korrektivmittel* darstellt, falls die präzisierende Regel von Abs. 2 in einem konkreten Fall nicht zu einem sachlich richtigen Ergebnis führen würde.⁷⁵⁵

- 342 Die Frage nach dem engsten Zusammenhang eines Übernahmevertrags kann nicht generell beantwortet werden, sondern es muss *differenziert* werden, was für eine Art von Transaktion bzw. Vertrag gegeben ist, da nur dann eine Aussage über die charakteristische Leistung bzw. den engsten Zusammenhang gemacht werden kann. Auch bei einer Differenzierung können nur Aussagen für gewisse Konstellationen gemacht werden, die aber im Einzelfall zu verifizieren sind, da aufgrund der gesetzlichen Konzeption des Prinzips des engsten Zusammenhangs letztlich immer eine *Einzelfallbeurteilung* notwendig ist.
- 343 Nachfolgend wird die Anknüpfung am Aktienkaufvertrag aufgezeigt. Die gemachten Aussagen sind aber – zumindest im Grundsatz – auch auf andere Anteilsübertragungen anwendbar, namentlich die Übertragung von Stammanteilen an einer GmbH.⁷⁵⁶

2.1. Barabgeltung

- 344 Erste für die Bestimmung der charakteristischen Leistung relevante Differenzierung bei der Suche nach dem engsten Zusammenhang ist die Frage, ob die Abgeltung der bisherigen Aktionäre in bar oder mit Anteilen erfolgt.⁷⁵⁷
- 345 Bei einer Mehrzahl der Unternehmensübernahmen wird der Kaufpreis *in bar* bezahlt.⁷⁵⁸ Deshalb ist bei Unternehmensübernahmen im Regelfall ein Vertrag gegeben, bei welchem Anteile gegen Geld veräussert werden. Ein solcher Aktienkaufvertrag ist zweifelsohne als *Veräusserungsvertrag* i. S. v. Art. 117 Abs. 3 lit. a IPRG zu qualifizieren, bei welcher die Veräusserung der Aktien die cha-

⁷⁵⁴ MARK NDUE, 35 ff.

⁷⁵⁵ Botschaft IPRG, 409 f.

⁷⁵⁶ Siehe zur Übertragung der Stammanteile JÖRG/ARTER, 143 ff. und 331.

⁷⁵⁷ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 352.

⁷⁵⁸ SCHENKER, Übernahmerecht, 261.

rakteristische Leistung darstellt.⁷⁵⁹ Gemäss Wortlaut ist der *gewöhnliche Aufenthalt* des veräussernden Aktionärs massgebendes Anknüpfungsmerkmal. Das Bundesgericht hat das anwendbare Recht in einem Falle eines Aktienkaufvertrags auch auf diese Weise bestimmt.⁷⁶⁰ Selbst wenn bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise als Kaufgegenstand nicht die Aktien als solche, sondern das dahinterstehende Unternehmen betrachtet wird, kommt man zum selben Schluss.

Wenn der Veräusserer den Vertrag aufgrund einer *beruflichen* oder *gewerblichen Tätigkeit* schliesst, so ist nach Art. 117 Abs. 2 IPRG der engste Zusammenhang mit dem Staat gegeben, in dem der Veräusserer der Unternehmensanteile seine *Niederlassung* hat.⁷⁶¹ Gemäss Art. 20 Abs. 1 lit. c IPRG hat eine natürliche Person ihre Niederlassung in dem Staat, in dem sich der Mittelpunkt ihrer geschäftlichen Tätigkeit befindet. Eine Gesellschaft hat ihre Niederlassung gemäss Art. 21 Abs. 3 IPRG dort, wo sie entweder ihren Sitz oder eine Zweigniederlassung hat. Ist also eine Gesellschaft die Verkäuferin, ist ihr Sitz bzw. ihre Zweigniederlassung massgebend. Sollte eine natürliche Person bei einer Unternehmensübernahme als Verkäuferin auftreten, so wäre zu unterscheiden, ob sie die Aktien aufgrund ihrer geschäftlichen Tätigkeit veräussert (dann ist der Mittelpunkt ihrer geschäftlichen Tätigkeit relevant) oder nicht (dann ist ihr gewöhnlicher Aufenthalt massgebend).

346

Als engster Zusammenhang für eine Unternehmensübernahme mit Barabgeltung gemäss gesetzlicher Vermutung kommen – je nach Art des Veräusserers – der *gewöhnliche Aufenthalt* des veräussernden Aktionärs, der Mittelpunkt seiner Geschäftstätigkeit oder der Sitz der veräussernden Gesellschaft in Frage. Es bleibt aber zu verifizieren, ob dies tatsächlich dem engsten Zusammenhang entspricht.⁷⁶²

347

2.2. Tauschangebot

Insbesondere bei öffentlichen Übernahmen können anstatt eines Barangebots auch *Tauschangebote* unterbreitet werden, bei denen anstelle der Barzahlung

348

⁷⁵⁹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich. 76; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 352 f.; für das diesbezüglich vergleichbare deutsche Recht STEINRÖTTER, 363.

⁷⁶⁰ Urteil 4A_74/2009 des BGer vom 28.4.2009, E. 2.1

⁷⁶¹ Urteil 4A_74/2009 des BGer vom 28.4.2009, E. 2.1.

⁷⁶² Siehe sogleich [N.354 ff.](#)

Effekten oder Wertrechte offeriert werden.⁷⁶³ In der Praxis sind Barangebote zwar häufiger anzutreffen,⁷⁶⁴ jedoch ist in den letzten Jahren ein Trend zur Zahlung mittels Aktien zu verzeichnen.⁷⁶⁵ Es ist auch eine Kombination von Bar- und Tauschangebot möglich, dass also der Kaufpreis sowohl aus Effekten als auch Geld geleistet wird oder dass der andienende Aktionär zwischen Effekten und Barabgeltung wählen kann.⁷⁶⁶

- 349 Bei Tauschangeboten ist schon die Anknüpfung nach dem Wortlaut schwierig, denn es stehen sich zwei gleichartige Leistungen gegenüber, sodass das gesetzliche Konzept der charakteristischen Leistung versagt.⁷⁶⁷ Es wird deshalb für den Tausch im Allgemeinen vorgeschlagen, nach der Leistung zu suchen, welche die Funktion des «Entgelts» übernimmt.⁷⁶⁸ Mithin ist das Recht jener Partei, die den Tausch angeregt hat, auf das Vertragsverhältnis anwendbar.⁷⁶⁹ Bei Unternehmensübernahmen mittels Tauschangebot darf deshalb gefolgert werden, dass doch eine charakteristische Leistung auszumachen ist: Vertragsscharakteristisch ist die Veräusserung der Aktien der Zielgesellschaft. Die im Gegenzug zum Tausch angebotenen Aktien sind bloss «Entgelt» anstelle des Kaufpreises und werden an Erfüllung statt hingegeben.⁷⁷⁰ Tauschangebote werden gemacht, um die Übernahme einfacher zu finanzieren. Bei kombinierten Bar- und Tauschangeboten ist dies ohnehin offensichtlich.
- 350 Auch bei Tauschangeboten kann deshalb festgehalten werden, dass gemäss der gesetzlichen Konzeption der *Aufenthalt* (bzw. Sitz oder Mittelpunkt der geschäftlichen Tätigkeit) der *veräussernden* Aktionäre der Zielgesellschaft für die Anknüpfung massgebend ist. Nachfolgend ist zu prüfen, ob dies tatsächlich dem engsten Zusammenhang entspricht.

⁷⁶³ REUTTER, 5 f.; für Pflichtangebote schränkt Art. 45 Abs. 2 FinfraV-FINMA das Tauschangebot insofern ein, als bei vollständiger Abgeltung durch Effekten alternativ eine Barzahlung angeboten werden muss.

⁷⁶⁴ SCHENKER, Übernahmerecht, 261; SUPERINA, öffentliche Übernahmen, 152, wonach Barangebote in den letzten Jahren über 70% ausmachten (gemessen am Transaktionsvolumen sowie auch an der Zahl Transaktionen).

⁷⁶⁵ SUPERINA, 173.

⁷⁶⁶ SCHENKER, Übernahmerecht, 263.

⁷⁶⁷ STEINRÖTTER, 365; VISCHER F./HUBER/OSER, 204 f.

⁷⁶⁸ WISMER, 238.

⁷⁶⁹ BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 117 N 26.

⁷⁷⁰ Dies gilt umso mehr unter dem Schweizer Übernahmerecht, da gemäss Art. 45 Abs. 2 FinfraV-FINMA immer alternativ eine Abgeltung in bar verlangt werden kann.

2.3. Untauglichkeit der gesetzlichen Vermutungen bei Unternehmensübernahmen

Es stellt sich die Frage, ob Unternehmenskaufverträge tatsächlich entsprechend den gesetzlichen Vermutungen den *engsten Zusammenhang* zum Recht am Aufenthaltsort des Veräußerers haben oder ob einem anderen Recht der Vorzug zu geben ist. Dies zum einen, weil Unternehmenskaufverträge nicht dem typischen Kaufvertrag (etwa einem Kaufvertrag über Waren) entsprechen.⁷⁷¹ Andererseits ist dies speziell deshalb zu hinterfragen, weil eine solche Anknüpfung zu einem *unbefriedigenden Ergebnis* führen kann, wenn mehrere Veräußerer auftreten. 351

Wenn bei Unternehmensübernahmen auf Veräußererseite eine Vielzahl von Personen auftritt, würde als Konsequenz folgen, dass der Vertrag jeweils der Rechtsordnung am Aufenthaltsort, Mittelpunkt der geschäftlichen Tätigkeit oder Sitz des einzelnen veräußernden Aktionärs unterstehen würde. Dies würde in vielen Fällen zu einer unnötigen und nicht zu rechtfertigenden *Zersplitterung des Übernahmevertragsstatuts* führen.⁷⁷² Aus Sicht der Übernehmerin würde die Übernahme nicht einem einheitlichen Vertragsrecht unterstehen, sondern gegenüber jedem Aktionär mit anderem gewöhnlichen Aufenthalt würde jeweils ein anderes Recht zur Anwendung kommen.⁷⁷³ Deshalb wird die Massgeblichkeit der charakteristischen Leistung namentlich bei *öffentlichen Übernahmen* verschiedentlich angezweifelt und hat in Deutschland zu langanhaltenden Diskussionen über die richtige objektive Bestimmung des Übernahmevertragsstatuts geführt.⁷⁷⁴ Insbesondere ist umstritten, was massgebend ist, wenn stattdessen auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs zurückgegriffen wird.⁷⁷⁵ 352

Aufgrund der drohenden Zersplitterung des Vertragsstatuts sind m. E. die gesetzlichen Vermutungen von Art. 117 IPRG als für Unternehmenskaufverträge wenig tauglich zu qualifizieren und es ist zu fragen, ob der engste Zusammenhang nicht anderswo zu suchen ist. 353

⁷⁷¹ Dazu sogleich [N 359](#).

⁷⁷² BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76; HAHN, 743 f.; siehe ausführlicher hinten [N 363](#) und [371](#).

⁷⁷³ Ähnlich für Deutschland, STEINRÖTTER, 363 f.

⁷⁷⁴ MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 243 f., m. w. H.

⁷⁷⁵ Statt vieler EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375 f.; siehe ausführlicher sogleich [N 354 ff.](#)

3. Rückgriff auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs

- 354 Die Konzeption von Art. 117 IPRG erlaubt, bei einem unbefriedigenden Ergebnis der Vermutungen nach Abs. 2 und 3 auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs als Generalklausel zurückzugreifen und den engsten Zusammenhang abweichend von der Vermutung im *Einzelfall* anderswo zu finden. Gemäss VISCHER/HUBER/OSER handelt es sich beim Prinzip des engsten Zusammenhangs um ein «Bild» mit rechtsgestaltender Kraft, das aber eine präzise Feststellung der einzelnen Anknüpfungskriterien gerade nicht erlaubt, sondern dem Gericht überlässt.⁷⁷⁶ Selbst wenn sich ein Tatbestand zwar nach formalen Gesichtspunkten eindeutig unter die Vermutungen von Art. 117 Abs. 2 und 3 IPRG subsumieren lässt, kommt folglich eine Entkräftung der Vermutung immer in Frage. Ein Umstossen der Vermutung ist dann vorzunehmen, wenn sich aus den gesamten Umständen ergibt, dass der Vertrag eine engere Verbindung zu einer anderen Rechtsordnung aufweist, wobei die für eine Abweichung sprechenden Faktoren ein gewisses Gewicht aufweisen müssen.⁷⁷⁷ Dies kann durch ein Übergewicht anderweitiger Anknüpfungspunkte geschehen, etwa wenn der Zusammenhang einer Transaktion insgesamt auf eine andere Rechtsordnung hinweist oder wenn einzelne Verträge eigentlich ein einheitliches Ganzes bilden.⁷⁷⁸
- 355 Daraus folgt, dass die gesetzlichen Konkretisierungen der charakteristischen Leistung bei einem unbefriedigenden Ergebnis als für Unternehmensübernahmen ungeeignet qualifiziert werden dürfen und dafür andere Grundsätze gesucht werden können, die dem Prinzip des engeren Zusammenhangs besser gerecht werden.
- 356 Auch das Konzept der *kollisionsrechtlichen Anpassung* kann zur Begründung der Abweichung von den Vermutungen in Art. 117 IPRG beigezogen werden. Diese erlaubt, durch Auslegung, Ergänzung oder Nichtanwendung einer international-privatrechtlichen Bestimmung die richtigen Sachnormen zu berufen, um Normenwidersprüche zu vermeiden.⁷⁷⁹ Bei einem stark zersplitterten Übernahmevertragsstatut sind Normenkonflikte zu erwarten, sodass sich auch aus Anpassungsüberlegungen eine Abweichung von Art. 117 Abs. 2 IPRG aufdrängt.

⁷⁷⁶ VISCHER F./HUBER/OSER, 111.

⁷⁷⁷ VISCHER F./HUBER/OSER, 136 ff.

⁷⁷⁸ VISCHER F./HUBER/OSER, 139 f.

⁷⁷⁹ Siehe dazu vorne [N 154 ff.](#)

Private Transaktionen und öffentliche Übernahmen haben in vielerlei Hinsicht eine deutlich unterschiedliche Ausprägung. Öffentliche Übernahmeangebote sind besonders deshalb separat zu betrachten, weil hier zusätzlich der Bezug zur Börse ins Spiel kommt. 357

3.1. Der engste Zusammenhang bei privaten Transaktionen

Wird der engste Zusammenhang eines Unternehmenskaufvertrages gesucht, sind die verschiedenen Bezüge einer solchen Transaktion zu untersuchen. Hierzu ist zuerst der *besondere Charakter* des Unternehmenskaufvertrags näher zu betrachten. 358

Bei einer Unternehmensübernahme geht es um mehr als ein blosses Veräusserungsgeschäft von Aktien, denn anstelle einer gewöhnlichen Kaufsache steht wirtschaftlich der *Kauf des Unternehmens* hinter dem Aktienkauf.⁷⁸⁰ Bei einem Warenkauf – als typischem Veräusserungsgeschäft – steht der Veräusserer der Ware viel stärker im Mittelpunkt, während bei einer Unternehmensübernahme das zu veräussernde Unternehmen in vielerlei Hinsicht im Vordergrund steht. Gewöhnliche Kaufgegenstände haben kaum einen intensiven Bezug zu einer Rechtsordnung. Unternehmen hingegen weisen in vielerlei Hinsicht *Bezüge zu einer Rechtsordnung* auf: Sie sind in einer Rechtsordnung inkorporiert, haben dort ihren Sitz, ihre Räumlichkeiten, sie haben Organe und Angestellte, die dort ihrer Arbeit nachgehen, sie zahlen Steuern, sind allenfalls Träger von Bewilligungen dieser Rechtsordnung etc. Unternehmen als Kaufsachen weisen folglich enge Bezüge zu einer Rechtsordnung auf. 359

Hier bietet sich m. E. ein Vergleich mit Grundstücken als Kaufsache an, welche ebenfalls einen besonderen (örtlichen) Bezug zu einer Rechtsordnung aufweisen. Verträge über Grundstücke werden objektiv dem Recht des Staates unterstellt, in dem sie sich befinden, während die Parteien nicht anknüpfungsrelevant sind. Dasselbe ist m. E. bei Unternehmenskaufverträgen in Betracht zu ziehen. Der Vertrag kann nicht etwa losgelöst von diesen Bezügen zu einer Rechtsordnung betrachtet werden, denn er regelt nicht etwa nur die Übertragung der Aktien, sondern die Beschreibung des Unternehmens (mittels Zusicherungen und Garantien) bildet einen zentralen Bestandteil des Vertrages.⁷⁸¹ Auch die Konnexität einer Übernahme mit dem Gesellschaftsrecht spricht für eine Anknüpfung an die Zielgesellschaft.⁷⁸² 360

⁷⁸⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 59 f.

⁷⁸¹ Siehe dazu vorne [N 64](#).

⁷⁸² SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 353.

- 361 Es ist deshalb m. E. – im Gegensatz zu gewöhnlichen Kaufsachen – ein Übergewicht anderweitiger Anknüpfungspunkte auszumachen, welche eine Abweichung von den gesetzlichen Vermutungen von Art. 117 IPRG in den Vordergrund rücken lässt. Daher ist m. E. beim Unternehmenskaufvertrag für die Bestimmung des engsten Zusammenhangs primär der Ort der Zielgesellschaft in Betracht zu ziehen.⁷⁸³ Dieser ist – wie allgemein im IPRG im Zusammenhang mit der Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts – nach dem Inkorporationsprinzip zu bestimmen, d. h., der statutarische Sitz ist massgebend.⁷⁸⁴
- 362 Neben der Zielgesellschaft sind die Bezüge zu den Vertragsparteien, d. h. zu den Verkäufern und der Übernehmerin, zu untersuchen. Der (örtliche) Schwerpunkt der Bezüge einer Transaktion wird durch die Zahl der Veräusserer beeinflusst. Bei privaten Transaktionen findet man bezüglich der Zahl der Veräusserer eine grosse Spannweite.
- 363 Treten bei einer privaten Transaktion mehrere Veräusserer auf,⁷⁸⁵ so müsste das Übernahmevertragsstatut für jeden Veräusserer separat bestimmt werden. Es gäbe somit kein eigentliches Übernahmevertragsstatut, das für alle Parteien Geltung beanspruchen kann. Regelmässig wird bei privaten Unternehmenskaufverträgen formell ein einziger Vertrag abgeschlossen, bei dem auf Veräussererseite mehrere Personen als Partei aufgeführt sind (und nicht separate Verträge mit den jeweiligen Veräusserern). In diesem Fall wäre auf einen einzelnen Vertrag unterschiedliches Recht anwendbar, je nachdem, welcher Veräusserer betroffen ist. Dies ist nicht per se problematisch, eine personale Vertragsspaltung ist möglich; jedoch wäre ein einheitliches Vertragsstatut vorteilhafter.⁷⁸⁶ Bei einer Vielzahl an lokal zerstreuten Veräusserern käme es zu einer regelrechten Zersplitterung des Vertragsstatuts mit den entsprechenden Nachteilen.
- 364 Stehen mehrere Verkäufer einer einzigen Übernehmerin gegenüber, so müsste m. E. eine Anknüpfung an den Aufenthalt bzw. Sitz der Übernehmerin im Vordergrund stehen, da der Zusammenhang zu dieser Rechtsordnung in diesem Fall näher ist als zu den verschiedenen Rechtsordnungen der Veräusserer. Auch bei Überlegungen bezüglich der charakteristischen Leistung verlagert sich der Schwerpunkt: Bei einer Gesamtbetrachtung muss m. E. die Über-

⁷⁸³ Ähnlich für das deutsche Recht DÜRIG, 48 ff.

⁷⁸⁴ Siehe Art. 21 Abs. 2 IPRG sowie zum Inkorporationsprinzip hinten [N 455](#) und [N 461 ff.](#)

⁷⁸⁵ Siehe zum Auftreten mehrerer Parteien auf Verkäuferseite (sowie auf Käuferseite) bei internationalen Transaktionen HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 188 ff.

⁷⁸⁶ Siehe zur Einheit des Vertragsstatuts etwa WISMER, 225 ff.

nahme des Unternehmens als charakteristische Leistung gewertet werden und nicht der Verkauf einzelner Aktien(-pakete). Ansonsten wird der Identität jedes einzelnen Aktienveräusserers zu viel Gewicht zugemessen, was in einem Gegensatz zum Charakter einer Übernahme stehen würde.⁷⁸⁷ Wenn schon der Sitz bzw. Aufenthalt einer der Vertragsparteien relevant sein sollte, so müsste aus dieser Sicht eher die Übernehmerin anknüpfungsrelevant sein. Zum Vergleich kann die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Fusions- oder Vermögensübertragungsverträgen betrachtet werden. In Abweichung von Art. 117 Abs. 2 IPRG sieht dort Art. 163c Abs. 2 Satz 3 IPRG vor, dass der engste Zusammenhang vermutungsweise mit dem Staat bestehe, dessen Rechtsordnung die *übernehmende* Gesellschaft untersteht.⁷⁸⁸ Die rechtliche Ausgangslage ist zwar bei Fusionen und Vermögensübertragungen nach FusG in vielem deutlich anders wie bei der Übernahme, eine vergleichende Betrachtung zeigt aber, dass auch das IPRG in diesem Bereich eher die Handlung der übernehmenden Partei als charakteristisch qualifiziert.

Nur ein *einzig* veräussernder Aktionär kann etwa gegeben sein, wenn eine Konzerngesellschaft verkauft wird.⁷⁸⁹ Bei Alleinaktionären wird es sich oft um eine Gesellschaft handeln. Sofern im Ausnahmefall eine natürliche Person auftritt, wird sie regelmässig die Aktien in ihrer beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit (i. S. v. Art. 117 Abs. 2 IPRG) halten. Bei Einzelverkäufern wäre deshalb gemäss Art. 117 Abs. 2 IPRG ihre Niederlassung oder ihr Sitz anknüpfungsrelevant. Dieses Resultat ist zwar an sich nicht problembehaftet, bildet aber m. E. auch nicht den engsten Bezug einer Übernahme ab.

Die Anknüpfung an den Veräussereraufenthalt entspricht bei privaten Transaktionen m. E. dem engsten Zusammenhang nicht am besten. Ist nur ein Veräusserer gegeben, so ist dessen Massgeblichkeit noch eher zu vertreten. Doch selbst hier sind die Bezüge zur Übernehmerin nicht geringer. Sind mehrere Veräusserer gegeben, so ist die Relevanz der Veräusserer noch verstärkt zu hinterfragen, zumal hier die Übernehmerin im Vordergrund steht und auch das Ergebnis einer Zersplitterung des Vertragsstatuts nicht wünschenswert ist. Bei Tauschangeboten gilt dies noch verstärkt, da dort der Veräusserer ohnehin schwieriger zu bestimmen ist. Insgesamt wird eine Anknüpfung an die Zielgesellschaft dem Prinzip des engsten Zusammenhangs besser gerecht, als wenn den Vertragsparteien eine derart prominente Rolle zukommt.

⁷⁸⁷ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375.

⁷⁸⁸ Siehe dazu etwa BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163c N 2.

⁷⁸⁹ Auch bei Konzerngesellschaften können aber Mehrparteienverträge abgeschlossen werden, siehe HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 188 ff.

365

366

- 367 Da bei der Bestimmung des engsten Zusammenhangs letztlich immer eine *Gesamtbetrachtung im Einzelfall* vorgenommen werden muss, kann nicht allgemein ein einzelnes – für die Bestimmung des engsten Zusammenhangs allein massgebendes – Kriterium genannt werden. Was schon allgemein für Art. 117 IPRG gilt, muss m. E. noch mehr für Unternehmensübernahmen gelten, da diese (mehr als gewöhnliche Warenkaufverträge) in sehr unterschiedlicher Ausgestaltung anzutreffen sind, etwa was die stark divergierende Zahl der Vertragsparteien anbelangt. Es ist im konkreten Fall zu betrachten, ob die Zielgesellschaft, die Übernehmerin oder die Veräusserer anknüpfungsmassgebend sein sollen.
- 368 Meines Erachtens kann allgemein festgehalten werden – was aber im Einzelfall zu verifizieren ist –, dass bei privaten Transaktionen zuerst die Anknüpfung an die *Zielgesellschaft* geprüft werden sollte, da die Übernahme eng mit der Zielgesellschaft – als «Kaufobjekt» mit besonderem Bezug zur Inkorporationsrechtsordnung – verknüpft ist. Ist eine Vielzahl an Veräusserern gegeben, rückt auch die Anknüpfung an die *Übernehmerin* in den Fokus. Dabei ist insbesondere zu prüfen, ob im Einzelfall mehrere Elemente einen Bezug zur selben Rechtsordnung aufweisen. Haben bspw. sowohl eine Vertragspartei als auch die Zielgesellschaft ihren Sitz in einem Staat, so stellt dies sicher einen engen Bezug dar.
- 369 Damit ist m. E. zur Bestimmung des engsten Bezugs eines Unternehmenskaufvertrags beim (*statutarischen*) *Sitz der Zielgesellschaft* zu beginnen, wobei im Einzelfall die weiteren Bezüge (mit) zu berücksichtigen sind.

3.2. Öffentliche Übernahmeangebote im Besonderen

- 370 Das Übernahmevertragsstatut bei öffentlichen Übernahmen ist von mehreren *Besonderheiten* geprägt: Die einzelnen Verträge mit den andienenden Aktionären kommen auf besondere Weise zustande, indem sich das Angebot an eine *Vielzahl* von – grossteils unbekanntem – (Klein-)Aktionären richtet, nicht nur an spezifische einzelne. Sodann ist die Besonderheit gegeben, dass ein ganzer *Markt* betroffen ist, die Zielobjekte des Übernahmeangebots also (liquid) gehandelt werden. Damit einher geht, dass zahlreiche Aktionäre primär eine finanzielle (Anleger-)Beziehung zur Zielgesellschaft haben, weniger eine persönliche Verbundenheit. Als Konsequenz des übernahmerechtlichen Gleich-

behandlungsgrundsatzes folgt schliesslich die *Standardisierung* der (vielen) einzelnen Verträge, hinsichtlich derer die Übernehmerin bezüglich einer individuellen Ausgestaltung kaum Freiheit hat.⁷⁹⁰

Die Anknüpfung an die Rechtsordnung des Veräusserers bzw. der Veräusserer ist bei öffentlichen Übernahmeangeboten noch weniger sachlich befriedigend oder in der Praxis wünschenswert: Aufgrund des zersplitterten Aktionariats und der resultierenden Vielzahl an Veräusserern, die in der Regel auch international gestreut zu lokalisieren sind, wäre eine massive *Zersplitterung* des Vertragsstatuts das Resultat einer ordentlichen Anknüpfung an die charakteristische Leistung.⁷⁹¹ Eine solche anlegerbezogene Anknüpfung ist nicht nur schwer praktikabel, sondern würde auch Rechtsunsicherheit nach sich ziehen, zumal die Übernehmerin oft gar nicht nachvollziehen kann, in welchen Rechtsordnungen die (weitgehend anonymen) potenziell andienenden Aktionäre sich befinden.⁷⁹² 371

Deshalb ist in der Literatur auch weitgehend unbestritten, dass das Übernahmevertragsstatut bei öffentlichen Übernahmen besonders zu bestimmen ist.⁷⁹³ Dem ist zuzustimmen: Eine Anknüpfung an die charakteristische Leistung i. S. v. Art. 117 Abs. 2 und 3 IPRG wäre bei öffentlichen Übernahmeangeboten weder praxistauglich (bzw. mit grosser Rechtsunsicherheit verbunden),⁷⁹⁴ noch würde sie dem Prinzip des engsten Zusammenhangs gerecht. Bei Verträgen, für welche aus Sicht der Übernehmerin die Person der Gegenpartei irrelevant ist, kann der Aufenthalt des Veräusserers nicht entscheidend sein. Dieser Gedanke liegt auch dem Haager Kaufrechtsübereinkommen zugrunde, welches in seinem Art. 3 Abs. 3 vorsieht, dass Kaufverträge bei Börsengeschäften dem Recht des Staates unterstehen sollen, in dem sich die Börse befin- 372

⁷⁹⁰ STEINRÖTTER, 366.

⁷⁹¹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76; EBENROTH/WILKEN, 242; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 353 f.

⁷⁹² ACKERMANN, 299 f.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 223; zur Anonymität der Aktionäre aus Sicht der Übernehmerin REUTTER, 39.

⁷⁹³ Für die Schweiz BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 46 f.; BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 353 f.; für Deutschland ACKERMANN, 298 f.; HAHN, 743 f.; STEINRÖTTER, 365 ff.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 223 ff.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 733.

⁷⁹⁴ Zur Vermeidung der praxisuntauglichen Zersplitterung des Vertragsstatuts findet sich im Recht der EU auch explizit eine Ausnahme bei den Verbraucherverträgen für öffentliche Übernahmeangebote, siehe vorne [N 325](#).

det.⁷⁹⁵ Das Übereinkommen ist zwar auf Wertschriften nicht anwendbar,⁷⁹⁶ es verdeutlicht aber, dass aus Sicht des internationalen Privatrechts gerade im Zusammenhang mit Börsengeschäften nicht die Person des Veräußerers relevant sein kann. Dies gilt m. E. auch bei öffentlichen Übernahmeangeboten.⁷⁹⁷ Anstelle des Veräußerers steht die Übernehmerin im Zentrum, von welcher die Initiative ausgeht und welche die wesentlichen Angebotselemente und -bedingungen einseitig und für alle einheitlich festlegt.⁷⁹⁸ Dies gilt sowohl bei Barabgeltung als auch bei Tauschangeboten.

373 Eine eingehende Diskussion findet in der Doktrin jedoch darüber statt, wo stattdessen der engste Zusammenhang eines Übernahmeangebots auszumachen ist.⁷⁹⁹ Zur Diskussion stehen der Sitz der Zielgesellschaft, der Ort der Offerte, der Ort der (Haupt-)Börse, der Marktort, der Sitz der Übernehmerin sowie der Sitz der Banken, bei denen die Anteile einzureichen sind.⁸⁰⁰ Eine Berücksichtigung der Koordination mit dem Aufsichtsrecht wäre auch über eine *akzessorische* Anknüpfung möglich, indem der Vertrag akzessorisch an die Rechtsordnung angeknüpft wird, welche das Aufsichtsstatut beherrscht.⁸⁰¹ Eine akzessorische Anknüpfung von Verträgen ist dem internationalen Privatrecht nicht unbekannt.⁸⁰² Unter dem Prinzip des engsten Zusammenhangs besteht auch ein gewisser Raum für deren Anwendung. Dieser ist jedoch mit Zurückhaltung auszufüllen, da der Suche des «engsten Bezugs» höchstens untergeordnet Koordinationsideen zugrunde liegen.

374 Meines Erachtens ist es bei öffentlichen Übernahmen – genauso wie bei privaten Transaktionen – nicht einfach, von der einzelnen Konstellation losgelöste abstrakte Aussagen dazu zu machen, zu welcher Rechtsordnung der engste Zusammenhang besteht. Der in der Doktrin genannte *Ort der Offerte* ist schwierig zu bestimmen, zumal sich aufgrund der globalisierten Anlegerstrukturen auch der Offertort nicht ohne Weiteres ergibt. Selbst wenn Übernahme-

⁷⁹⁵ ZK IPRG (2. Aufl.)-KELLER/KREN KOSTKIEWICZ, Art. 117 N 161.

⁷⁹⁶ Siehe Art. 1 Abs. 2 des Übereinkommens sowie vorne [N 301](#).

⁷⁹⁷ Obwohl bei öffentlichen Übernahmeangeboten die Verträge nicht über die Börse abgewickelt werden, diese aber trotzdem für das gesamte Angebot von zentraler Bedeutung ist.

⁷⁹⁸ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 376.

⁷⁹⁹ Statt vieler ACKERMANN, 299; JOSENHANS, 216 f.

⁸⁰⁰ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 46 f.; BRÜGGER/DUBS, Anwendungsreich, 76; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375; JOSENHANS, 261 f.; RÜEDI, 82; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 353 f.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 733.

⁸⁰¹ STEINRÖTTER, 397 ff., 411.

⁸⁰² Siehe hinten [N 408](#).

angebote nur nach den Vorschriften einer Rechtsordnung publiziert werden, so erreichen sie – aufgrund der Veröffentlichung in internationalen Medien und im Internet – immer auch Anleger in zahlreichen anderen Rechtsordnungen.⁸⁰³ Die Wirkungen des Angebots sind deshalb nicht ohne Weiteres geographisch eingrenzbar. Auch kann es – v. a. bei Transaktionen mit US-Bezug – notwendig sein, mehrere Offerten abzugeben.⁸⁰⁴

Der in die Diskussion eingebrachte Vorschlag einer Anknüpfung an den *Sitz der Banken*,⁸⁰⁵ bei denen die andienenden Aktionäre ihre Aktien einreichen,⁸⁰⁶ stellt aus Sicht des internationalen Privatrechts den Erfüllungsort der charakteristischen Leistung dar. Dieser kann bei einer Unternehmensübernahme nicht massgebend sein, da der Erfüllungsort schon allgemein bei Veräusserungsverträgen gemäss Konzeption des IPRG bei der Anknüpfung keine Rolle spielt. Auch unter der Sichtweise des Prinzips des engsten Zusammenhangs spricht wenig für eine Anknüpfung an den Sitz der zur Abwicklung des Angebots beauftragten Bank, ist ihre Bedeutung im Gesamtbezug doch marginal.

375

Die Anknüpfung an den *Sitz der Übernehmerin* ist zu diskutieren, da m. E. bei einer öffentlichen Übernahme (entgegen den gesetzlichen Vermutungen) wohl sie als diejenige Partei zu qualifizieren ist, welche die charakteristische Leistung erbringt – und nicht die andienenden Anleger. Ein öffentliches Übernahmegebot ist m. E. aber noch näher bei der Rechtsordnung der Zielgesellschaft zu verorten als bei der Übernehmerin.⁸⁰⁷

376

Der *Sitz der Zielgesellschaft* ist – in gleicher Weise wie bei privaten Transaktionen – aufgrund der engen Bezüge zur Inkorporationsrechtsordnung bei der Anknüpfung ins Auge zu fassen. Daneben kommt nun aber bei kotierten Ge-

377

⁸⁰³ Für die Schweiz gilt gemäss Art. 18 UEV i. V. m. Art. 7 UEV, dass die Übernehmerin das Angebot sowohl auf einer Website veröffentlichen als auch den bedeutenden schweizerischen (auch elektronischen) Medien und Presseagenturen zustellen muss.

⁸⁰⁴ Siehe etwa Verfügung 624/01 der UEK vom 2.2.2016 i. S. Syngenta AG, Abschnitt C.

⁸⁰⁵ Siehe allgemein zur involvierten Bank etwa SCHENKER, Übernahmerecht, 389 f.; die mit der Abwicklung des Angebotes beauftragte Bank wird teilweise auch als *Offer Manager* bezeichnet.

⁸⁰⁶ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 354 f.

⁸⁰⁷ Eine Anknüpfung an die Übernehmerin würde namentlich bei konkurrenzierenden Angeboten dazu führen, dass für die Übernahme derselben Zielgesellschaft ein anderes Vertragsrecht anwendbar wäre, was aus Sicht des Anlegerschutzes problematisch ist, da die Angebote dann schwieriger zu vergleichen wären; siehe VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225.

sellschaften der *Kotierungs-, Börsen bzw. Marktort* ins Spiel.⁸⁰⁸ Bei einer öffentlichen Übernahme stellt der Ort der Kotierung bzw. die Börse einen zentralen Ort der Übernahme dar. Ein öffentliches Übernahmeangebot richtet sich nicht an einzelne Aktionäre, sondern an den *Markt* in seiner Gesamtheit.⁸⁰⁹ Als Marktstaat wird derjenige Staat angesehen, auf dessen geregelter Markt die Wertpapiere zum Handel zugelassen sind.⁸¹⁰ Aus diesen Gründen wird in der Doktrin als spezifische Anknüpfungsregel für öffentliche Übernahmen überwiegend der Anknüpfung an den *Kotierungsort* bzw. den *Hauptbörsenplatz* der Vorzug gegeben.⁸¹¹

- 378 Dem ist m. E. insofern zuzustimmen, dass eine öffentliche Übernahme augenscheinlich einen starken Bezug zum Hauptbörsenplatz hat. Der Börsenplatz ist für das Übernahmeangebot in vielerlei Hinsicht prägend und muss für die Anknüpfung entscheidender sein als – wie gesetzlich vermutet – der Aufenthalt der Veräusserer. Aus Sicht des internationalen Privatrechts kann aber nicht allgemein gefolgert werden, dass der Vertrag immer an den Börsenort anzuknüpfen ist. Die genannten Lehrmeinungen sind in dem Zusammenhang zu sehen, dass sie ein eigentliches (Gesamt-)Übernahmestatut am Hauptbörsenplatz zu finden versuchen, um eine Koordination mit dem Aufsichtsrecht zu bewirken. Diese Zielsetzung ist im Grundsatz zu unterstützen und es wird im Rahmen der Gesamtbetrachtung später vertieft darauf einzugehen sein.⁸¹² Sofern es aber in einem ersten Schritt rein um die Bestimmung des engsten Zusammenhangs des Vertrages aus Sicht des IPRG geht, kann nur im Einzelfall entschieden werden, ob tatsächlich der Hauptbörsenort den engsten Zusammenhang darstellt.⁸¹³ Dies wird nicht immer einfach sein, denn bei Mehrfachkotierungen bspw. gestaltet sich die Situation schnell komplexer.
- 379 Für allgemeine Aussagen ist nach verschiedenen Konstellationen zu differenzieren. Bspw. ist der engste Zusammenhang zu einem Staat m. E. eindeutig gegeben, wenn die Zielgesellschaft dort inkorporiert ist und zugleich ihre Aktien

⁸⁰⁸ Im Regelfall werden *Kotierungsort*, *Börsenort* und *Marktort* synonym zu verwenden sein (Ausnahmen sind bei Mehrfachkotierungen zu diskutieren sowie u. U., wenn für die Bestimmung des Marktortes auf das Auswirkungsprinzip abgestellt wird).

⁸⁰⁹ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375.

⁸¹⁰ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225, wobei der Marktbezug im Übernahmerecht unterschiedlich verstanden werden kann.

⁸¹¹ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 374 f.; EBENROTH/WILKEN, 242 und 261; JOSEPHANS, 263. Zum unterschiedlichen Verständnis des Begriffs «Hauptbörsenplatz» siehe hinten [N 717](#).

⁸¹² Siehe hinten [N 1236 ff.](#)

⁸¹³ So auch BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 47.

(ausschliesslich oder teilweise) im selben Staat kotiert sind.⁸¹⁴ Bei anderen Konstellationen kann dies aber weniger eindeutig sein und es ist eine Gesamtwürdigung vorzunehmen, bei der sowohl der Kotierungsort als auch der Sitz der Zielgesellschaft im Vordergrund stehen müssen, aber auch weitere Bezüge zu Rechtsordnungen (wie Ort der Offerte, Aufenthalt der Mehrheit der Aktionäre, Sitz der Übernehmerin etc.) in die Betrachtung einzubeziehen sind.

Bei der objektiven Anknüpfung des anwendbaren Vertragsrechts bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist somit m. E. – in Abweichung von den gesetzlichen Vermutungen – auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs zurückzugreifen, wobei eine *Einzelfallbetrachtung* unter besonderer Berücksichtigung des *Kotierungsortes* sowie des *statutarischen Sitzes* der Zielgesellschaft vorzunehmen ist. Dies vermag in Bezug auf die Voraussehbarkeit nicht vollends zu befriedigen, aufgrund der fehlenden ausdrücklichen international-privatrechtlichen Erfassung von öffentlichen Übernahmeangeboten und der Funktionsweise des Prinzips des engsten Zusammenhangs ist eine solche Einzelfallbetrachtung aber unvermeidbar. 380

3.3. Fazit

Sowohl bei privaten Transaktionen als auch bei öffentlichen Übernahmen führen die gesetzlichen Vermutungen bei einer objektiven Anknüpfung nicht zu einem sinnvollen Ergebnis. Der Rückgriff auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs und die damit verbundene Notwendigkeit einer Einzelfallbetrachtung zeigen, weshalb eine Rechtswahl zu empfehlen ist. 381

IV. Umfang des Übernahmevertragsstatuts

Ist das auf den Vertrag anwendbare Recht gefunden worden, so stellt sich die Frage, welche Rechtsfragen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen alle unter das Vertragsstatut fallen. 382

1. Allgemein

Es gilt das Prinzip des *einheitlichen Vertragsstatuts*, d. h., das anwendbare Recht soll dem Grundsatz nach für sämtliche materiell- und formellrechtlichen Fragen des Vertrags gelten.⁸¹⁵ Das Übernahmevertragsstatut ist nament-

⁸¹⁴ Auch ACKERMANN, 300.

⁸¹⁵ BKS IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 116 N 52.

lich massgebend für das *Zustandekommen* (Angebot und Annahme, Willenserklärungen etc.), die *Wirksamkeit* (Willensmängel, Dissens etc.), den *Inhalt* (Leistungspflichten, Vertragstyp, Haupt- und Nebenleistungen, Kaufgegenstand inkl. Zusicherungen und Garantien, Kaufpreis) und die *Auslegung* des Vertrages, für *Leistungsstörungen* (Nicht- und Schlechterfüllung, Verzug etc.) und ihre Folgen, allfällige *Nichtigkeitsfolgen* (inkl. Rückabwicklung) und *Erlöschens* der Verpflichtungen (Verjährung, Rechtsverlust, Erfüllung etc.).⁸¹⁶

384 Beim Unternehmenskauf wird in aller Regel mindestens der Kernbereich vertraglich im Detail geregelt, weshalb das Vertragsstatut diesbezüglich eher marginale Bedeutung hat.⁸¹⁷ Der Detailgrad der Ausformulierung hängt aber in der Praxis stark vom Volumen bzw. der Grösse der Transaktion ab. Bei kleineren Zielgesellschaften ist es durchaus möglich, dass nur die Grundzüge der Transaktion festgehalten werden. Ohnehin ist aber auch bei umfassender vertraglich ausformulierter Regelung die *Auslegung* nach dem Vertragsstatut vorzunehmen.⁸¹⁸ Auch bezüglich der Folgen von Leistungsstörungen kann das Vertragsstatut wichtig sein.⁸¹⁹ Bei grösseren Transaktionen wird in der Regel ein vertragliches System von Gewährleistungen und Garantien sowie Modalitäten der Geltendmachung und Rechtsfolgen vereinbart, welches das dispositive gesetzliche System ersetzt – da dieses in keiner Weise auf Unternehmenskaufverträge zugeschnitten ist.⁸²⁰ Der grösste Teil der Streitigkeiten bei Unternehmensübernahmen ergibt sich betreffend Fragen zu Gewährleistungen, Garantien oder Preisanpassungsklauseln.⁸²¹ Hier wird letzten Endes oft eine Auslegung einzelner Vertragsklauseln notwendig sein, wofür wiederum das Vertragsstatut massgebend ist. Sonst können Streitigkeiten bei Übernahmen über den Vertrag in allen Stadien der Übernahme vorkommen, also schon zu Beginn der Verhandlungen (etwa betreffend den Umfang und die Durchsetzbarkeit einer vertraglich vereinbarten Verhandlungspflicht, u. U. verbunden mit einer *Break-up Fee*), auf den Abschluss der Verhandlungen hin (na-

⁸¹⁶ DÜRIG, 53 ff.; Göthel, M&A-GÖTHEL, 246 ff.; SCHWANDER, IPR BT, 259.

⁸¹⁷ Göthel, M&A-GÖTHEL, 253; gemäss BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 47, ist die Bedeutung gar auf Konsensfragen reduziert.

⁸¹⁸ Insb. können sich Auslegungsfragen stellen, wenn die Vertragssprache von der Sprache der anwendbaren Rechtsordnung abweicht, sodass die präzise juristische Einordnung von gewissen anderssprachigen Begriffen eruiert werden muss, siehe etwa DÜRIG, 53. Sodann sind Verträge zwangsläufig lückenhaft, sodass auch bei umfassender vertraglicher Regelung eine Ergänzung notwendig bleiben wird.

⁸¹⁹ ACKERMANN, 303; DÜRIG, 54; MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 239.

⁸²⁰ Siehe etwa ausführlich TSCHÄNI/WOLF, 94 ff.

⁸²¹ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 31.

mentlich Konsensfragen), zwischen *Signing* und *Closing* (Streitigkeiten betreffend Erfüllung der Bedingungen und Verpflichtungen) sowie bei Vollzug des Vertrages (Erfüllungsklagen).⁸²² In all diesen Stadien ist das Übernahmevertragsstatut soweit relevant, als keine vertragliche Regelung gegeben ist oder diese sich als auslegungsbedürftig erweist.

Je nach Transaktionsart wird das Vertragsstatut für unterschiedliche besondere Aspekte wichtig sein. Wird ein Bieterverfahren durchgeführt, dürften Fragen nach dem Zustandekommen des Vertrages wichtig sein.⁸²³ Bei *öffentlichen Übernahmeangeboten* hingegen regelt der Angebotsprospekt oft nicht alle Details der Modalitäten, sodass etwa für die Form der Annahme des Angebots oder die Anforderungen an die Willenserklärung das Vertragsstatut relevant ist.⁸²⁴ Wie vorne dargelegt, kann bei öffentlichen Übernahmen das Aufsichtsrecht (als Eingriffsnorm) Wirkungen auf das Privatrecht haben und somit auf den Vertrag, etwa indem es eine Vereinbarung für nichtig erklärt. In diesen Fällen ergibt sich zwar die *unmittelbare* Rechtsfolge der aufsichtsrechtlichen Norm aus dem Aufsichtsrecht, die *mittelbaren* Rechtsfolgen hingegen – etwa betreffs zivilrechtlicher Abwicklung – sind nach dem Vertragsstatut zu eruieren. Deshalb kann das Übernahmevertragsstatut gerade in diesem Bereich relevant werden.

385

2. Sonderanknüpfungen im Zusammenhang mit dem Übernahmevertragsstatut

Im Zusammenhang mit dem Vertragsstatut sieht das internationale Privatrecht für gewisse Fragen besondere Kollisionsregeln vor, die auch in der Übernahmesituation relevant sein können.⁸²⁵ Spezielle Anknüpfungsregelungen existieren namentlich für einzelne Aspekte gemäss den gemeinsamen Bestimmungen zum Vertragsrecht in Art. 123 ff. IPRG und Art. 143 ff. IPRG. So unterstehen nach Art. 125 IPRG *Erfüllungs- und Untersuchungsmodalitäten* dem Recht des Staates, in dem sie tatsächlich erfolgen. Schon ganz grundlegend können sich im Zusammenhang mit dem Vertrag Fragen betreffend die *Rechts- und Handlungsfähigkeit* der Parteien ergeben. Bei natürlichen Personen ist

386

⁸²² TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 25 ff.

⁸²³ Göthel, M&A-GÖTHEL, 247.

⁸²⁴ ACKERMANN, 303; siehe dazu auch SCHLUEP, 207. Ebenso können gewisse Fragen vom Übernahmeaufsichtsrecht geregelt sein (etwa Dauer der Angebotsfrist), hierfür aber auch das anwendbare Vertragsrecht für die konkreten Auswirkungen (bspw. die Berechnung der Frist) massgebend sein.

⁸²⁵ DÜRIG, 62.

diese nach Art. 34 f. IPRG zu bestimmen.⁸²⁶ Bei – den für Übernahmen wichtigeren – Gesellschaften richtet sie sich gemäss Art. 155 lit. c IPRG nach dem Gesellschaftsstatut.⁸²⁷ Bei Fragen nach der *Verjährung* und dem *Erlöschen* von Forderungen ist Art. 148 IPRG zu beachten.

- 387 Für alle diese Fragen erfolgt die Anknüpfung nicht in Übereinstimmung mit dem Übernahmevertragsstatut. Diese Kollisionsregeln sind wiederum in erster Linie dann relevant, wenn keine explizite vertragliche Regelung hierfür existiert. Vereinzelt können auch diese besonderen Kollisionsregeln jedoch mittels Rechtswahl wegbedungen werden (insb. bei Art. 125 und 148 IPRG), was eine Angleichung an das allgemeine Vertragsstatut ermöglicht (was freilich umstritten ist).⁸²⁸
- 388 Art. 126 IPRG regelt das anwendbare Recht bei der rechtsgeschäftlichen *Stellvertretung*. Davon abzugrenzen ist die Vertretung durch Gesellschaftsorgane, welche sich nach Art. 155 und 158 IPRG richtet (dem Gesellschaftsstatut).⁸²⁹ Im Zusammenhang mit Übernahmen wird primär die organschaftliche Vertretung massgebend sein, jedoch können auch gewillkürte Stellvertreter auftreten, etwa wenn Transaktionsberater für die Verhandlungen bevollmächtigt werden.⁸³⁰ Art. 126 IPRG sieht eine Regelung vor, welche zwischen dem Innen- und Aussenverhältnis differenziert. Diese ist aber bei Unternehmensübernahmen nur teilweise sachgerecht.⁸³¹

⁸²⁶ Danach ist schweizerisches Recht anzuwenden auf die Frage der Rechtsfähigkeit sowie das Recht am Wohnsitz auf die Frage der Handlungsfähigkeit.

⁸²⁷ Siehe hinten [N 511](#).

⁸²⁸ BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 116 N 52; ZK IPRG (2. Aufl.)-KELLER/GIRSBERGER, Vor Art. 123–126 N 2.

⁸²⁹ BSK IPRG-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 126 N 7.

⁸³⁰ Zum Gesellschaftsstatut siehe hinten [N 510 f.](#) und [522](#). Zur Vertretungsmacht bei Übernahmen im Allgemeinen siehe TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 123 ff.; im internationalen Verhältnis siehe DÜRIG, 71.

⁸³¹ So DÜRIG, 72 ff., für das deutsche Recht, was auch für die Regelung im schweizerischen IPRG gelten kann. Die Vorgaben in Art. 126 Abs. 1–4 IPRG sind nicht auf die praktischen Gegebenheiten bei Übernahmetransaktionen zugeschnitten.

3. Formstatut im Besonderen

Eine Sonderregelung des anwendbaren Rechts existiert auch für die Form der Verträge, welche immer isoliert angeknüpft wird.⁸³² Gemäss Art. 124 Abs. 1 IPRG ist der Vertrag formgültig, wenn er dem auf den Vertrag anwendbaren Recht oder alternativ dem Recht am Abschlussort entspricht (*favor gerentis*).⁸³³ 389

Das Formstatut ist näher zu betrachten, da es bei Unternehmensübernahmen speziell im Zusammenhang mit dem Verfügungsgeschäft wichtig ist. Art. 124 IPRG regelt das auf die Form des Vertrages als *Verpflichtungsgeschäft* anwendbare Recht, wovon klar zu unterscheiden ist, welches Recht für die Form der Übertragung der Anteile (das *Verfügungsgeschäft*) anwendbar ist. Das Verpflichtungsgeschäft und das Verfügungsgeschäft sind wie allgemein bei Verträgen auch in der Übernahmesituation gesondert zu betrachten.⁸³⁴ Während sich die Formvorschriften für den Vertrag als Verpflichtungsgeschäft nach dem Formstatut richten, beurteilt sich die Form der Übertragung – d. h. die dingliche bzw. *sachenrechtliche Verfügung* – (bspw. die Frage nach der Übertragung des Eigentums an den Wertpapieren) nach dem Gesellschafts- und Sachenrechtsstatut.⁸³⁵ 390

Da das Schweizer Recht keine Formanforderungen an Aktienkaufverträge vorsieht, dürfte im Falle der alternativen Anknüpfung regelmässig keine besondere Form notwendig sein. Bei der Veräusserung von Stammanteilen an einer GmbH hingegen ist Schriftform vorgesehen.⁸³⁶ 391

Jedoch sieht Art. 124 Abs. 3 IPRG vor, dass die Formgültigkeit sich ausschliesslich nach dem Vertragsstatut richtet, wenn dieses zum Schutz einer Partei die Beachtung einer Form vorschreibt. Es stellt sich in diesem Zusammenhang bspw. die Frage, ob eine Beurkundungspflicht für Unternehmenskaufverträge 392

⁸³² Was auf den lang anerkannten Grundsatz *«locus regit actum quoad formam»* zurückgeht, VISCHER F./HUBER/OSER, 386; SCHWANDER, IPR BT, 262 f.

⁸³³ Siehe FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 357 f.; ZK IPRG II-GIRSBERGER/FURRER, Art. 124 N 11 ff.

⁸³⁴ Göthel, M&A-GÖTHEL, 217.

⁸³⁵ So ZK IPRG (2. Aufl.)-GIRSBERGER/KELLER, Art. 124 N 25 ff. unter Hinweis auf die Materialien; a. A. VISCHER F./HUBER/OSER, 398. Vgl. zum Übertragungsstatut ausführlich hinten [N 478 ff.](#)

⁸³⁶ Nach Art. 785 Abs. 1 OR bedarf die Verpflichtung zur Abtretung von Stammanteilen der schriftlichen Form.

nach ausländischem Recht als derartige Norm zu qualifizieren ist.⁸³⁷ Die Regelung in Art. 124 Abs. 3 IPRG soll nur Formvorschriften erfassen, die in *besonderer Weise* den Schutz einer (schwächeren) Vertragspartei bezwecken und überdies im internationalen Verkehr zwingend angewandt sein wollen.⁸³⁸ Dies ist m. E. bei Beurkundungsvorschriften für Unternehmenskaufverträge nicht der Fall, da hier kein Sozialschutz notwendig ist, der internationale Geltung beanspruchen will.

- 393 Auf das Formstatut ist auch ein besonderes Augenmerk zu richten, wenn im Rahmen der Übertragung der Aktien eine *Abtretung* vorgenommen wird, was in der Praxis nicht selten vorkommt.⁸³⁹ Beim Forderungskauf ist Art. 145 IPRG zu beachten.⁸⁴⁰ Gemäss Art. 145 Abs. 3 IPRG untersteht die Form der Abtretung ausschliesslich dem auf den Abtretungsvertrag anwendbaren Recht (wobei dieses gewählt werden kann).⁸⁴¹ Handelt es sich beim anwendbaren Recht um Schweizer Recht, so bedarf die Abtretung zu ihrer Gültigkeit der schriftlichen Form.⁸⁴²

V. Anknüpfung beim Betriebskauf

- 394 Die Anknüpfung der vertragsrechtlichen Vorschriften ist bei einem *Asset Deal* grossteils anderen Normen unterstellt als beim *Share Deal* und kann wesentlich komplexer sein, da kein einheitlicher Kaufgegenstand vorliegt, sondern eine Vielfalt an Sachen, Rechten, Verpflichtungen und immateriellen Werten übertragen werden muss. Da aus diesem Grund im internationalen Verhältnis

⁸³⁷ So besteht etwa nach deutschem Recht eine Pflicht zur notariellen Beurkundung beim Kauf und der Übertragung von Geschäftsanteilen an einer deutschen GmbH, siehe etwa Göthel, M&A-GÖTHEL, 330 f., mit Hinweisen auf das österreichische und italienische Recht; Hölter, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.238 ff.

⁸³⁸ CHK IPRG-MÖCKLIN-DOSS/SCHNYDER, Art. 124 N 8 f.

⁸³⁹ Die Übertragung unverbriefter Aktien erfolgt grundsätzlich durch schriftliche Abtretungserklärung, siehe etwa BÖCKLI, § 4 N 125; daneben ist gemäss Lehre zum Wertpapierrecht auch allgemein bei Ordrepapieren eine Abtretung anstatt des Indossaments möglich, siehe dazu etwa MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, 168 f.

⁸⁴⁰ BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 117 N 24.

⁸⁴¹ Zur Abgrenzung vom Gesellschaftsstatut siehe hinten [N 561 ff.](#)

⁸⁴² Art. 165 Abs. 1 OR.

kaum Betriebskäufe anzutreffen sind,⁸⁴³ soll nachfolgend nicht im Detail auf die Anknüpfung beim Asset Deal eingegangen werden, jedoch sollen die Besonderheiten im Grundsatz aufgezeigt werden.

Ein Asset Deal ist (aus Schweizer Sicht) auf zwei Wegen möglich: Die Übertragung des Vermögens kann mittels «altrechtlicher» Singularsukzession gemäss OR oder Vermögensübertragung nach FusG (partielle Universalsukzession) geschehen, wobei erhebliche rechtliche Unterschiede bei der Ausgestaltung bestehen.⁸⁴⁴ Für die Bestimmung des anwendbaren Vertragsrechts muss zwischen ihnen unterschieden werden. 395

1. Anknüpfung bei der Vermögensübertragung nach FusG

Ist der Asset Deal als Vermögensübertragung nach FusG ausgestaltet, so ist das anwendbare Recht gemäss der besonderen Bestimmung in Art. 163d IPRG zu bestimmen. Danach ist betreffend die vertraglichen Aspekte eine *Rechtswahl* gemäss Art. 163d Abs. 3 i. V. m. Art. 163c Abs. 2 IPRG möglich. Bei Fehlen einer Rechtswahl untersteht der Vertrag dem Recht des Staates mit dem engsten Zusammenhang, was vermutungsweise dem Recht des Staates der *übertragenden* Gesellschaft entspricht (Art. 163d Abs. 3 IPRG).⁸⁴⁵ Jedoch hat der Übertragungsvertrag gemäss Art. 163d Abs. 1 IPRG i. V. m. Art. 163c Abs. 1 IPRG den zwingenden gesellschaftsrechtlichen Vorschriften der auf die beteiligten Gesellschaften anwendbaren Rechte mit Einschluss der Formvorschriften zu entsprechen, d. h., die diversen zwingenden Vorschriften schränken die vertragliche Ausgestaltung ein; mithin ist die Rechtswahl nur subsidiär möglich.⁸⁴⁶ Die Rechtswahl umfasst somit keine gesellschaftsrechtlichen Fragen, sondern ein- 396

⁸⁴³ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 896; so- dann ist ein besonderes Institut der Vermögensübertragung, wie es die Schweiz mit Art. 69 ff. FusG kennt, international wenig bekannt, was grenzüberschreitende Vermö- gensübertragungen nach FusG nicht einfacher macht, siehe SITTE, 3 und 36.

⁸⁴⁴ Ob die altrechtliche Übertragung nach Art. 181 OR seit Inkrafttreten des FusG bei im Han- delsregister eingetragenen Rechtsträgern noch möglich ist, ist eine in der Lehre stark um- strittene Frage. Meines Erachtens ist mit der h. L. davon auszugehen, dass dies zulässig ist. Siehe zur h. L. etwa BÖCKLI, § 3 N 372b ff.; BSK FusG-MALACRIDA, Art. 69 N 13, m. w. H.; VISCHER M., Auswirkungen, 214 ff.; a. A. hingegen FISCHER M., Vermögensübertragung, 31 f.

⁸⁴⁵ Siehe dazu SITTE, 28 und 32.

⁸⁴⁶ Siehe dazu Botschaft FusG, 4502 f.; ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Art. 163d N 9 f.

zig typisch vertragsrechtliche Fragen wie Zustandekommen des Vertrages, Willensmängel, Haftung für Zusicherungen, Vertragserfüllung und -verletzung.⁸⁴⁷

- 397 Bei der Vermögensübertragung nach FusG erfolgt die Anknüpfung vertraglicher Aspekte grundsätzlich ähnlich wie beim Anteilskauf. Es dominieren die Rechtswahl sowie das Prinzip des engsten Zusammenhangs, wobei hier die gesetzlichen Vermutungen konkreter zugeschnitten sind und damit zu einem besseren Ergebnis führen. Es wird jedoch stärker in den Grundsatz der freien Rechtswahl eingegriffen als bei gewöhnlichen Schuldverträgen, da hier die gesellschaftsrechtliche Komponente der Transaktion viel stärker ist.⁸⁴⁸ Die Anknüpfung erfolgt weitgehend mit Verweis auf die Regelung der grenzüberschreitenden Fusion. Es sei deshalb an dieser Stelle auf die Literatur hierzu verwiesen.⁸⁴⁹

2. Anknüpfung bei der «altrechtlichen» Übertragung

- 398 Erfolgt die Übertragung nicht nach FusG, sondern mittels Singularsukzession nach OR, so richtet sich die Bestimmung des anwendbaren Vertragsrechts nicht nach der besonderen Bestimmung in Art. 163d IPRG, sondern nach den allgemeinen Regeln von Art. 116 ff. IPRG.⁸⁵⁰
- 399 Bei der Bestimmung des auf «altrechtliche» Übertragungen nach OR anwendbaren Rechts ist vieles umstritten.⁸⁵¹ Zunächst ist schon umstritten, ob Betriebskäufe unter den Anwendungsbereich eines *Staatsvertrages* fallen können, insbesondere das CISG oder das Haager Kaufrechtsübereinkommen.⁸⁵² Nach wohl überwiegender Meinung fallen Asset Deals (sofern ein Gesamtvertrag abgeschlossen wird) nicht unter das CISG, da Unternehmen bzw. Unternehmensteile keine Handelswaren darstellen, was jedoch insbesondere dann umstritten ist, wenn Waren i. S. d. CISG einen grossen Teil des zu übertragenden

⁸⁴⁷ BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 27 und 41.

⁸⁴⁸ Siehe sinngemäss zum Fusionsvertrag BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163c N 10.

⁸⁴⁹ Siehe Art. 161-164b IPRG und dazu statt vieler insb. BRAUCHLIN, 1 ff.; BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vor Art. 161-164b.

⁸⁵⁰ BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 32, wonach die Regelung in Art. 163d IPRG jedoch Auslegungshilfe für die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Übertragungen mittels Singularsukzession sein könne.

⁸⁵¹ Siehe VISCHER F./HUBER/OSER, 496 ff., m. w. H.

⁸⁵² DÜRIG, 37, m. w. H.

den Vermögens ausmachen.⁸⁵³ Meines Erachtens ist der Nichtanwendbarkeit zuzustimmen, da die Regeln für den internationalen Warenkauf wenig auf Asset Deals zugeschnitten sind. Für das Haager Kaufrechtsübereinkommen muss m. E. dasselbe gelten: Da nur bewegliche körperliche Sachen vom Abkommen anvisiert sind, fallen die Übertragung von Grundstücken, Forderungen, Verträgen und anderen Rechten ausser Betracht, sodass ein Asset Deal als Ganzes nicht darunter fallen sollte. Werden hingegen anstelle eines Gesamtvertrags einzelne Verträge abgeschlossen, mit denen die verschiedenen Vermögenswerte übertragen werden, so ist das Staatsvertragsrecht zu berücksichtigen.

Ist kein Staatsvertrag massgebend, so richtet sich die Bestimmung des anwendbaren Vertragsrechts (aus Schweizer Sicht) nach Art. 116 ff. IPRG, wonach wiederum primär die *Rechtswahl* entscheidend ist. Für die Übertragung der verschiedensten Aktiven und Passiven (Forderungen, Wertpapiere, bewegliche Sachen, Grundstücke, Immaterialgüterrecht, Verträge, Schulden etc.)⁸⁵⁴ im Rahmen eines Betriebskaufs sind auch diverse Kollisionsnormen zu betrachten, sodass die objektive Anknüpfung zu unterschiedlichen Ergebnissen führen kann.⁸⁵⁵ Zu wünschen ist aber eine einheitliche Anknüpfung,⁸⁵⁶ welche jedoch nach dem System der objektiven Anknüpfung des IPRG kaum zu begründen ist.⁸⁵⁷ 400

Sofern versucht wird, den engsten Zusammenhang für den *Gesamtvertrag* zu bestimmen, könnte argumentiert werden, dass unter *sinngemässer* Anwendung von Art. 163d Abs. 3 IPRG auf den Vertrag das Recht der übertragenden Gesellschaft anwendbar sein muss.⁸⁵⁸ Mehr Klarheit würde geschaffen, wenn mit einer Rechtswahl eine weitgehend einheitliche Anknüpfung erzielt werden könnte. Es ist deshalb zu prüfen, ob für die Übertragung aller Aktiven und Passiven eine (Gesamt-)Rechtswahl möglich ist bzw. wo diese eingeschränkt ist. 401

⁸⁵³ So DÜRIG, 37; Göthel, M&A-GÖTHEL, 210 f.; a. A. etwa SHK CISG-MEIER/STACHER, Art. 2 N 5, welche sich für eine Anwendbarkeit aussprechen, sofern wertmässig Waren i. S. d. CISG mehr als 50% des Asset Deals ausmachen; ähnlich KREN KOSTKIEWICZ, 596.

⁸⁵⁴ Siehe TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 85 ff.

⁸⁵⁵ Bspw. wird die objektive Anknüpfung einer Grundstücksübertragung nach Art. 119 Abs. 1 IPRG oft nicht mit derjenigen von beweglichen Sachen nach Art. 116 f. IPRG übereinstimmen.

⁸⁵⁶ VISCHER F./HUBER/OSER, 497.

⁸⁵⁷ Siehe vergleichbar für Deutschland DÜRIG, 25.

⁸⁵⁸ Vgl. BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 32.

Besondere Anknüpfungen sind insbesondere bei Kaufverträgen über Grundstücke, bei Konsumentenverträgen, bei Arbeitsverträgen, bei Verträgen über Immaterialgüterrechte sowie bei der Zession zu finden.

- 402 Da *Grundstücke* aufgrund ihrer Natur einen starken Bezug zu einer Rechtsordnung haben, werden Verträge über Grundstücke gemäss Art. 119 IPRG grundsätzlich dem Recht des Staates unterstellt, in dem sich das Grundstück befindet (Grundsatz der *lex rei sitae*). Jedoch ist eine Rechtswahl (nach Abs. 2) zulässig, allerdings besteht ein Vorbehalt hinsichtlich der Form der Verträge (Abs. 3). Die Rechtswahlfreiheit ist bezüglich Form beschränkt auf die Konstellation, dass das Grundstück im Ausland gelegen ist und das Recht des Grundstücksstaats für Formfragen ein fremdes Recht zulässt.⁸⁵⁹ Bei in der Schweiz gelegenen Grundstücken ist die Rechtswahl hingegen für die Form ausgeschlossen.⁸⁶⁰ Damit nicht der gesamte Asset Deal nach Schweizer Recht öffentlich beurkundet werden muss, werden Grundstücksverträge teilweise mittels separatem Vertrag übertragen.⁸⁶¹
- 403 Von hoher praktischer Bedeutung ist die Übertragung von *Arbeitsverträgen*.⁸⁶² Das auf Arbeitsverträge anwendbare Recht bestimmt sich nach Art. 121 IPRG, wobei die Rechtswahl nur eingeschränkt möglich ist. Wird der Arbeitsvertrag übertragen, so wechseln zwar die Parteien bzw. eine Partei, das anwendbare Recht wird in der Regel – genau wie die anderen Vertragspunkte – aber nicht ändern.⁸⁶³ Der Übertragungsvertrag hingegen untersteht m. E. nicht den Rechtswahleinschränkungen für Arbeitsverträge.⁸⁶⁴
- 404 Bei Betriebskäufen ist regelmässig die Übertragung von *Forderungen* wichtig, namentlich von Debitoren und Aktivdarlehen.⁸⁶⁵ Dies geschieht mittels Zession, wobei nach Art. 145 IPRG weitgehend Rechtswahlfreiheit besteht.⁸⁶⁶ Die Abtretung von Forderungen des Arbeitnehmers unterliegt denselben Rechtswahleinschränkungen wie die Arbeitsverträge selbst (Art. 121 Abs. 3 IPRG). Je

⁸⁵⁹ Urteil 5C.58/2001 des BGer vom 15.10.2001, E. 4b.

⁸⁶⁰ ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 119 N 31.

⁸⁶¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 89, allerdings ist umstritten, wie weit dies zulässig ist.

⁸⁶² TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 96.

⁸⁶³ Bei einer Rechtswahl wird diese mit dem Vertrag übernommen, bei objektiver Anknüpfung am gewöhnlichen Arbeitsort wird dieser nicht ohne Weiteres mit der Übernahme ändern; siehe zur Vertragsübernahme aus Sicht des IRPG VISCHER F./HUBER/OSER, 498 f.

⁸⁶⁴ Siehe zur Übertragung von Verträgen im Allgemeinen BAUER, 39 ff.

⁸⁶⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 87.

⁸⁶⁶ Mit der Ausnahme der vorgenannten Übertragung von Forderungen aus Arbeitsverträgen.

nach Unternehmen können auch Verträge über *Immaterialgüterrechte* zentral sein, für welche das anwendbare Recht nach Art. 122 IPRG zu bestimmen ist. Eine Rechtswahl ist möglich (Abs. 2).

Insgesamt ist festzuhalten, dass die *Rechtswahl* nur *punktuell eingeschränkt* ist, sodass auch bei einem Asset Deal grundsätzlich das anwendbare Vertragsrecht gewählt werden kann. Eine Rechtswahl ist zu empfehlen, da bei der objektiven Anknüpfung unterschiedliches Recht berufen würde, während bei einer Rechtswahl nur punktuell Abweichungen des anwendbaren Rechts infolge eingeschränkter Rechtswahlfreiheit zu befürchten sind. Für die Rechtswahl wird es häufig sinnvoll sein, den *Belegenheitsort* der (Mehrheit der) Kaufgegenstände zu wählen, um eine Abstimmung des Vertrags- mit dem Sachenrechtsstatut zu erreichen.⁸⁶⁷ 405

Das Bundesgericht hat in einem älteren Entscheid festgehalten, dass die schweizerische Regelung über die *Mithaftung des übertragenden Vermögensinhabers* (Art. 181 Abs. 2 OR) auch auf Schulden anwendbar sei, welche ausländischem Recht unterstehen, wenn das Unternehmen Geschäfte in der Schweiz betreibt.⁸⁶⁸ Hier ist demnach für gewisse Aussenwirkungen der Vermögensübertragung eine Abweichung vom Übernahmevertragsstatut in Form einer einseitigen Kollisionsnorm auszumachen.⁸⁶⁹ Die Regelung betreffend Mithaftung des übertragenden Vermögensinhabers ist deshalb wohl als Eingriffsnorm nach Art. 18 IPRG zu qualifizieren.⁸⁷⁰ Dasselbe müsste konsequenterweise für die Haftung des bisherigen Arbeitgebers nach Art. 333 Abs. 3 OR beim Übergang des Arbeitsverhältnisses gelten. Interessanterweise beschränken hier Eingriffsnormen des Vertragsrechts mit dem Ziel des Gläubigerschutzes punktuell die Rechtswahl. 406

⁸⁶⁷ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 921; siehe zum Sachenrechtsstatut hinten [N 547 ff.](#)

⁸⁶⁸ BGE 108 II 107, E. 1.

⁸⁶⁹ So VISCHER F./HUBER/OSER, 497.

⁸⁷⁰ Da das Urteil vor Inkrafttreten des IPRG ergangen ist, kann es dazu nicht Stellung nehmen, sinngemäss sprechen die Ausführungen des BGer aber für eine Qualifizierung als Eingriffsnorm i. S. d. IPRG.

VI. Transaktionsvereinbarungen und weitere relevante Verträge

- 407 Der Anteilskaufvertrag stellt das Herzstück einer Übernahme dar. Regelmässig spielt aber eine Vielzahl *weiterer Verträge* eine wichtige Rolle.
- 408 Im internationalen Privatrecht generell kann bei mehreren Verträgen, welche nach aussen als *einheitliches Ganzes* wahrgenommen werden, aufgrund des Prinzips der Akzessorietät und des Sachzusammenhangs eine *akzessorische Anknüpfung* an den Hauptvertrag erfolgen.⁸⁷¹ Die akzessorische Anknüpfung kann Ausdruck des Prinzips des engsten Zusammenhangs nach Art. 117 IPRG sein.⁸⁷² Es stellt sich die Frage, ob in diesem Sinne die einzelnen Verträge im Zusammenhang mit einer Übernahme nicht ein einheitliches Ganzes bilden und akzessorisch angeknüpft werden können.
- 409 Vorab sind aber die Besonderheiten der einzelnen Verträge zu betrachten.

1. «Vorverträge»: Letter of Intent, Non Disclosure Agreement etc.

1.1. Grundlagen

- 410 Einer Übernahme gehen Vertragsverhandlungen zwischen den Parteien voraus.⁸⁷³ Um diese Vorphase einer Transaktion in einigermaßen vorgegebenen Bahnen zu führen, werden vor dem Abschluss des eigentlichen Anteilskaufvertrags Vorfeldvereinbarungen eingegangen bzw. Absichtserklärungen (*letter of intent*) abgegeben.⁸⁷⁴ Diese können unterschiedlichster Ausprägung sein (*exclusivity agreement, heads of agreement, non disclosure agreement, term sheet, memorandum of understanding* etc.) und explizit lediglich Absichtserklärungen ohne Rechtsverbindlichkeit darstellen oder aber schon klare vertragliche Verpflichtungen festhalten, etwa Vertraulichkeitsvereinbarungen. Der Inhalt von Vorvereinbarungen kann deshalb stark variieren, *typische Klauseln* sind ein Beschrieb der vorgesehenen Transaktion, Regelungen zum Verhalten der Par-

⁸⁷¹ VISCHER F./HUBER/OSER, 140.

⁸⁷² Vgl. für Deutschland MICHEL, 14 ff.

⁸⁷³ Ausser grundsätzlich bei öffentlichen Übernahmeangeboten, wobei auch hier gewisse Verhandlungen der Transaktionsstruktur mit dem Verwaltungsrat (anstelle der Verkäufer) der Zielgesellschaft vorangehen können, welche in einer Transaktionsvereinbarung enden; für Übernahmen von KMU siehe HERZOG, 34 ff.

⁸⁷⁴ ISLER, Letter of Intent, 2 ff.

teien während der Verhandlungen, Beendigungsklauseln, Vertraulichkeitsklauseln und Exklusivitätsvereinbarungen.⁸⁷⁵ Im Rahmen des Prozesses vor dem eigentlichen Vertragsschluss spielt die Due Diligence eine zentrale Rolle.⁸⁷⁶ Wird der Übernehmer zur Due Diligence zugelassen, so müssen vorgängig Vertraulichkeits- und Geheimhaltungsvereinbarungen abgeschlossen werden.⁸⁷⁷

Rechtlich kann ein gewöhnlicher *Vertrag* gegeben sein, es kann sich um einen *Vorvertrag* i. S. v. Art. 22 OR handeln, es kann sich bloss um eine *unverbindliche Absichtserklärung* handeln oder aber es sind sowohl bindende Klauseln (insb. Leistungs-, Duldungs- und Verschwiegenheitsklauseln) als auch nicht bindende Teile zu finden. Ob es sich um Verpflichtungen mit bindender Wirkung handelt oder nicht, muss im Einzelfall anhand des Verpflichtungswillens bestimmt werden.⁸⁷⁸ Auf jeden Fall bleiben solche Vorvereinbarungen selten ganz ohne Rechtswirkungen: Sofern noch keine vertraglichen Verpflichtungen zustande kommen, entstehen möglicherweise Ansprüche aus *culpa in contrahendo*.⁸⁷⁹ 411

1.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

Für die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Vorfeldvereinbarungen und Absichtserklärungen ist zunächst entscheidend, ob es sich um einen Vertrag handelt oder nicht. Sind *vertragliche Verpflichtungen* gegeben, so bestimmt sich das anwendbare Recht wiederum nach Art. 116 IPRG. Eine *Rechtswahl* ist möglich für die verschiedenen Arten von Vorfeldvereinbarungen. Eine solche ist zu empfehlen und wird auch regelmässig vorgenommen, etwa im *Letter of Intent*.⁸⁸⁰ Ist keine Rechtswahl gegeben,⁸⁸¹ so ist der engste Zusammenhang 412

⁸⁷⁵ DOMENICONI, 47 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 24 f.

⁸⁷⁶ Zur Due Diligence allgemein HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, 323 ff.; HÖHN, Due Diligence, 1 ff.; MEIER E., Due Diligence, 1 ff.; MEYER S., Vendor Due Diligence, 1 ff.; PARK, 90 ff.; ROMERIO/GERHARD, 1 ff.; SCHENKER, Due Diligence, 130 ff.

⁸⁷⁷ MEIER E., Due Diligence, 75.

⁸⁷⁸ ISLER, Letter of Intent, 10, 12

⁸⁷⁹ DOMENICONI, 138.

⁸⁸⁰ ISLER, Letter of Intent, 9.

⁸⁸¹ In der Praxis werden teilweise im Vorfeld von Transaktionen schon Erklärungen ohne Bezug von Rechtsberatern abgegeben, sodass die Problematik der Rechtswahl vergessen gehen kann, so Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 932.

bzw. die vertragscharakteristische Leistung nach Art. 117 IPRG massgebend.⁸⁸² Es sind die konkreten vertraglichen Verpflichtungen zu betrachten. Als *charakteristische Leistung* kann etwa die Verpflichtung zur Verschwiegenheit oder zu einem bestimmten Verhalten (bzw. oft einem Unterlassen) während der Verhandlungen qualifiziert werden. Bei einem Rückgriff auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs kommt eine Anknüpfung an den (hypothetischen) Hauptvertrag in Frage.⁸⁸³ Dies ist m. E. insbesondere dann anzunehmen, wenn die Vorfeldvereinbarungen Pflichten verschiedener Art umfasst, sodass sich die charakteristische Leistung nur schwer bestimmen lässt.⁸⁸⁴ Scheitert die Übernahme jedoch, bevor ein Hauptvertrag zustande kommt – was gerade im internationalen Verhältnis nicht selten ist –,⁸⁸⁵ so kann dem (selbständig bestimmten) Vertragsstatut der Vorfeldvereinbarung eine entscheidendere Bedeutung zukommen.

- 413 Ist hingegen kein Vertrag bzw. Rechtsbindungswille gegeben, so kann im Zusammenhang mit einer Absichtserklärung insbesondere für die Problematik der vorvertraglichen Haftung das anwendbare Recht zu bestimmen sein. Gemäss Lehre ist bereits für ein Vertragsverhandlungsverhältnis eine Rechtswahl möglich, was zur Folge hat, dass die im Rahmen einer Haftung aus *culpa in contrahendo* bestehenden Informations- und Aufklärungspflichten nach dem vereinbarten Recht zu bestimmen sind.⁸⁸⁶ Ist keine Rechtswahl gegeben, so ist das anwendbare Recht nach den – an späterer Stelle darzulegenden – allgemeinen Regeln für vorvertragliche Verhältnisse zu bestimmen.⁸⁸⁷

2. Engagement Letter

2.1. Grundlagen

- 414 Im Rahmen der Übernahme werden verschiedene Verträge mit Vermittlern und *Transaktionsberatern* abgeschlossen, insbesondere mit Investmentbanken sowie Rechts-, Wirtschafts- und Steuerberatern.⁸⁸⁸ Dabei handelt es sich im

⁸⁸² Siehe vorne [N 341 ff.](#)

⁸⁸³ DÜRIG, 127, spricht sich gar für eine Anknüpfung an den hypothetischen Hauptvertrag aus, auch wenn dieser aufgrund des Scheiterns der Transaktion nicht zustande kommt; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 932 f.

⁸⁸⁴ Ähnlich Göthel, M&A-GÖTHEL, 364.

⁸⁸⁵ So gemäss Göthel, M&A-MERKT, 187, oft schon aufgrund kultureller Differenzen.

⁸⁸⁶ FRICK, 157 f.

⁸⁸⁷ Siehe dazu hinten [N 604 ff.](#)

⁸⁸⁸ Göthel, M&A-WOLF, 193 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 32 f.

Wesentlichen um schuldrechtliche Verträge (insbesondere Aufträge und Maklerverträge) mit verschiedenen Pflichten wie Vermittlung von Transaktionspartnern sowie Beratung in verschiedenen Bereichen.⁸⁸⁹

2.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

Die international-privatrechtliche Betrachtung ist für Transaktionsberatungs- und Vermittlungsverträge nicht abweichend von der allgemeinen Vertragsanknüpfung (primär Rechtswahl, subsidiär nach Art. 117 IPRG). Die charakteristische Leistung wird in der Regel von der beratenden oder vermittelnden Partei geleistet (Art. 117 Abs. 3 lit. c IPRG), sodass bei objektiver Anknüpfung der Sitz der dienstleistungserbringenden Bank, Kanzlei oder des Wirtschaftsprüfers massgebend wäre.⁸⁹⁰ 415

Es könnte gefragt werden, ob nicht bei der Bestimmung des engsten Zusammenhangs des Vertrages eine Anknüpfung (akzessorisch) an den Hauptvertrag in Frage kommt. Meines Erachtens ist dies für *Engagement Letters* aber klar abzulehnen: Bei grossen Transaktionen mandatieren die Parteien in den verschiedenen Jurisdiktionen Transaktionsberater, welche mit den lokalen Gegebenheiten vertraut sind. In diesen Fällen ist der engste Bezug des Vertrages in der Regel auch am Sitz des Dienstleistungsbringers auszumachen, da der entsprechende Berater gerade aufgrund seines Bezugs zu dieser Rechtsordnung gewählt wurde. Dies trifft im Besonderen auf Rechtsberater zu. 416

3. Transaktionsvereinbarungen

3.1. Grundlagen

Bei öffentlichen Übernahmen werden regelmässig *Transaktionsvereinbarungen* abgeschlossen. Darunter werden Verträge zwischen Übernehmerin und Zielgesellschaft (und allenfalls Verkäufern) verstanden, welche den *Rahmen der Transaktion* und das Vorgehen der Beteiligten festlegen.⁸⁹¹ Insbesondere bei grossen und komplexen Übernahmen auf internationaler Ebene sind Transaktionsvereinbarungen wichtig, um die Transaktionssicherheit für die Beteilig- 417

⁸⁸⁹ Siehe zur Qualifikation des M&A-Beratervertrages BGE 144 III 43 und dazu ALLEMANN/VON DER CRONE, 435 ff.

⁸⁹⁰ Vgl. zum deutschen Recht DÜRIG, 140 f.; Göthel, M&A-WOLF, 193 ff.

⁸⁹¹ Der Begriff der Transaktionsvereinbarung wird nicht einheitlich verwendet, was schon betreffend Parteien, aber auch Inhalt gilt, siehe ausführlich JENTSCH, 9 ff., m. w. H.

ten zu erhöhen, sodass sie eine zentrale Stellung einnehmen können.⁸⁹² Im Zusammenhang mit Transaktionsvereinbarungen ist zu beachten, dass deren rechtliche Gestaltungsmöglichkeit durch das Aktienrecht und das Übernahmeaufsichtsrecht begrenzt wird.⁸⁹³

3.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

- 418 Die Transaktionsvereinbarung stellt ein Instrument dar, das auf die Übernahme anwendbare Vertragsrecht zu gestalten. Im Rahmen der Transaktionsvereinbarung sollten die Parteien Überlegungen dazu anstellen, wie die *Rechtswahl* für die einzelnen Transaktionsschritte und -teile gestaltet werden kann. Die Wahl des richtigen Rechts ist im Einzelfall vorzunehmen, in der Regel wird sich eine Abstimmung mit dem öffentlichen Übernahmeangebot anbieten. Das Zielgesellschaftsstatut sowie das anwendbare Übernahmeaufsichtsrecht begrenzen die Gestaltungsmöglichkeiten der Transaktionsvereinbarung, was auch bei der Rechtswahl zu beachten ist.
- 419 Bei einer *objektiven Anknüpfung* ist wiederum die charakteristische Leistung zu suchen, was sich aufgrund der vielen verschiedenen Haupt- und Nebenabreden⁸⁹⁴ schwierig gestalten kann. Es ist deshalb wohl auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs zurückzugreifen und nach der Rechtsordnung zu suchen, welche bei einer *Gesamtbetrachtung* der Transaktion den engsten Bezug aufweist. Hierfür kann auf die Kriterien bei der objektiven Anknüpfung von Anteilskaufverträgen verwiesen werden, da letztendlich dieselben Kriterien relevant sind (insb. Massgeblichkeit der Inkorporation der Zielgesellschaft und des Kotierungsorts).⁸⁹⁵

4. Finanzierungsverträge

4.1. Grundlagen

- 420 Bei Unternehmensübernahmen spielt die *Transaktionsfinanzierung* eine zentrale Rolle, was zu den Finanzierungsverträgen führt. Eine Transaktion kann

⁸⁹² JENTSCH, 1; SCHENKER, Übernahmerecht, 693 ff.; SCHNYDRIG/VISCHER F., 1192 ff.; siehe auch Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 23 N 15, mit Hinweisen auf Praxisbeispiele.

⁸⁹³ Ausführlich dazu JENTSCH, 129 ff. und insb. die Schlussfolgerungen, 481 ff.

⁸⁹⁴ Siehe für eine Übersicht JENTSCH, 23 ff.

⁸⁹⁵ Siehe vorne [N 370 ff.](#)

auf verschiedenste Weise finanziert werden.⁸⁹⁶ Ganz grundlegend kann der Kaufpreis durch Ausstattung der übernehmenden Gesellschaft mit Eigen- oder Fremdkapital finanziert werden. Neben der Finanzierung aus vorhandenen oder zusätzlich geschaffenen eigenen Mitteln ist die Finanzierung mittels *Kreditverträgen* wichtig.⁸⁹⁷ Ferner bildet der Kapitalmarkt ein wichtiges Finanzierungsinstrument von Akquisitionen, bspw. mittels Ausgabe von Anleiheobligationen.⁸⁹⁸

Es besteht im Zusammenhang mit der Finanzierung eine Vielfalt an (vertraglichen) Ausgestaltungsmöglichkeiten. Regelmässig handelt es sich bei Kreditverträgen aus vertragsrechtlicher Sicht um Rahmenverträge *sui generis*, daneben kann auch Darlehensrecht wichtig sein.⁸⁹⁹ Kreditverträge können zur Absicherung des Kreditausfallrisikos mit Garantien und Sicherheiten verbunden sein.⁹⁰⁰ Für öffentliche Übernahmen sind für die Finanzierung zusätzliche Regelungen des Übernahmeaufsichtsrechts zu beachten.⁹⁰¹ 421

4.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

Aus international-privatrechtlicher Sicht stellen sich im Zusammenhang mit Transaktionsfinanzierungen komplexe Fragen in verschiedenen Rechtsgebieten. Neben dem Banken-, Kapitalmarkt- und Übernahmeaufsichtsrecht können das Gesellschaftsrecht (bspw. bei Kapitalerhöhungen zwecks Akquisitionsfinanzierung sowie bei einfachen Gesellschaften für Konsortialkredite etc.)⁹⁰² sowie das Sachenrecht (insbesondere für die Bestellung von Sicherheiten)⁹⁰³ wichtig sein.⁹⁰⁴ Aus *vertragsrechtlicher Sicht* sind insbesondere die Kreditverträge sowie die Garantieverträge kurz zu beleuchten. 422

Betreffend die vertraglichen Aspekte ist auch bei Kreditverhältnissen grundsätzlich eine *Rechtswahl* nach Art. 116 IPRG möglich und in der Praxis die objektive Anknüpfung deshalb nur die absolute Ausnahme.⁹⁰⁵ Jedoch wird 423

⁸⁹⁶ Siehe zur Akquisitionsfinanzierung allgemein etwa BIRCHER-ZIMMERMANN, 1 ff.; MITTENDORFER, 27 ff.; zu den rechtlichen Aspekten ausführlich etwa SCHOTT, 527 ff.

⁸⁹⁷ Siehe etwa HÖHN/LANG/ROELLI, 77 ff.

⁸⁹⁸ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.130.

⁸⁹⁹ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.126 ff.

⁹⁰⁰ Göthel, M&A-ROSSBACH, 713 f.

⁹⁰¹ Siehe insb. Art. 20 UEV und Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV, ausführlich hierzu SCHOTT, 525 ff.

⁹⁰² Siehe hierzu hinten [N 509](#).

⁹⁰³ Siehe hierzu hinten [N 583 ff.](#)

⁹⁰⁴ Zum Ganzen siehe Göthel, M&A-GÖTHEL, 373 ff. sowie Göthel, M&A-ROSSBACH, 713 ff.

⁹⁰⁵ Göthel, M&A-ROSSBACH, 711.

Schweizer Recht nur vereinbart, wenn ein äusserst starker Bezug zur Schweiz gegeben ist (d. h. Kreditnehmer sowie kreditgebende Banken mehrheitlich schweizerisch sind), ansonsten wird häufig *englisches Recht* gewählt, da sich Musterverträge nach englischem Recht europaweit gewissermassen zu einem etablierten Standard entwickelt haben.⁹⁰⁶

424 Bei einer *objektiven Anknüpfung* wäre die Kreditgewährung als charakteristische Leistung i. S. v. Art. 117 IPRG zu werten. Bei Konsortialkrediten mit Beteiligung mehrerer Banken aus verschiedenen Ländern muss die Leistung des Konsortialführers entscheidend sein.⁹⁰⁷ Für *Sicherungsverträge* legt Art. 117 Abs. 3 lit. e IPRG nahe, dass diese selbständig anzuknüpfen sind – und nicht etwa akzessorisch an den Hauptvertrag.⁹⁰⁸ Das gilt selbst dann, wenn der Sicherungsvertrag als Teil eines Kreditvertrages abgeschlossen wird. Wird hingegen im Kreditvertrag eine Rechtswahl vorgenommen, so erstreckt sich diese auch auf das Sicherungsgeschäft.⁹⁰⁹ Mangels Rechtswahl ist nach der Vermutung von Art. 117 Abs. 3 lit. e IPRG die Leistung des Garanten bzw. Bürgen als charakteristische Leistung massgebend.

425 Das anwendbare Recht bei der Übernahmefinanzierung ist aufgrund der Vielzahl der Ausgestaltungsmöglichkeiten im Einzelfall zu bestimmen, jedoch wird in nahezu allen Fällen eine Rechtswahl zu finden sein, welche in diesem Bereich auch weitgehend uneingeschränkt möglich ist. Aufgrund der in der Praxis verbreiteten Wahl englischen Rechts wird für die Finanzierungsverträge oft eine Abweichung des anwendbaren Rechts vom Hauptvertragsstatut auszumachen sein.

5. Auktion

5.1. Grundlagen

426 Übernahmen von privat gehaltenen Unternehmen kommen häufig im Rahmen einer *Unternehmensauktion* zustande, einem vom Verkäufer im Hinblick auf einen Verkauf des Unternehmens organisierten Prozess.⁹¹⁰ Das Rechtsverhältnis zwischen Verkäufer und dem einzelnen Bieter während des Auktionsver-

⁹⁰⁶ Münch et al., Handbuch int. HaWi-FRICK/HASLER/KUHN et al., § 12 N 12.128.

⁹⁰⁷ Göthel, M&A-ROSSBACH, 712.

⁹⁰⁸ Siehe schon BGE 111 II 276 E. 1c; VISCHER F./HUBER/OSER, 253.

⁹⁰⁹ Göthel, M&A-ROSSBACH, 713.

⁹¹⁰ SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 126; bei öffentlichen Übernahmeangeboten siehe TSCHÄNI, Auktionsregel, 419 ff.; siehe vorne [N 37 ff.](#)

fahrens ist gemäss h. L. als *vertragsrechtliches Verhandlungsverhältnis* zu qualifizieren, während eine Mindermeinung von einem vorvertraglichen Verhältnis ausgeht.⁹¹¹ Die gesetzlichen Bestimmungen im OR zur Auktion bzw. Versteigerung sind auf Unternehmensauktionen nicht anwendbar.⁹¹² Schuldvertragliche Pflichten im Auktionsprozess können im Zusammenhang mit der Pflicht zur Vertraulichkeit, mit Unterlassungspflichten, mit Aufklärungspflichten, mit Gleichbehandlungspflichten und Verfahrensaspekten begründet werden, wobei die Pflichten sowohl den Verkäufer als auch den potenziellen Käufer treffen können.⁹¹³ Die vertraglichen Pflichten können sich im zeitlichen Verlauf des dynamischen Auktionsprozesses verstärken.⁹¹⁴

5.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

Die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Auktionen ist allgemein wenig geklärt, noch weniger im Zusammenhang mit Unternehmensauktionen. Begründet die Auktion ein vertragliches Verhältnis, so ist aus Schweizer Sicht wiederum nach Art. 116 ff. IPRG vorzugehen. Eine *Rechtswahl* wird auch regelmässig in den Vertraulichkeitsvereinbarungen zu Beginn des Auktionsprozesses getroffen.⁹¹⁵ Um die Unklarheiten im Zusammenhang mit der Frage nach dem Umfang der vertraglichen Natur der Auktion zu reduzieren, sollte die Rechtswahl explizit den gesamten Auktionsprozess sowie alle dabei entstehenden Rechtsverhältnisse umfassen.⁹¹⁶ 427

Ob im Rahmen des Auktionsprozesses überhaupt ein vertragliches Verhältnis begründet wird oder nicht, ist aus international-privatrechtlicher Sicht in der Praxis letztlich kaum entscheidend: Wird das Auktionsverfahren – der Mindermeinung folgend – als vorvertragliche Problematik qualifiziert, so ist interna- 428

⁹¹¹ Für die h. L. siehe KURER, 172 f.; SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 129 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 40; a. A. SCHENKER, Unternehmenskauf, 474.

⁹¹² Die Versteigerung nach Art. 229 ff. OR erfolgt gänzlich anders, weshalb diese Bestimmungen nicht auf Unternehmensauktionen angewandt werden.

⁹¹³ KURER, 174 f.

⁹¹⁴ SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 131 f.; siehe zu den einzelnen Verfahrensabschnitten des Auktionsverfahrens mit *Teaser Letter*, *Produce Letter*, *Information Memorandum* etc., welche zusätzliche Pflichten schaffen können, etwa SCHENKER, Unternehmenskauf, 471 ff.

⁹¹⁵ SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 131.

⁹¹⁶ SCHÄRER H./OSER, Unternehmensauktionen, 131.

tional-privatrechtlich akzessorisch an das hypothetische Vertragsstatut des Hauptvertrags anzuknüpfen.⁹¹⁷ In den meisten Fällen wird deshalb im Ergebnis dasselbe (gewählte) Recht anwendbar sein.

- 429 Bei einer *objektiven Anknüpfung* ist die charakteristische Leistung der Auktion zu bestimmen, was vor dem Hintergrund der diversen vertraglichen Pflichten sowohl auf Verkäufer- und Käuferseite häufig nicht ganz einfach sein dürfte. Für Auktionen im Allgemeinen kann als charakteristische Leistung die Leistung des Auktionators gewertet werden.⁹¹⁸ Das Bundesgericht hat in einem Fall den Auktionsvertrag nach OR als auftragsähnliches Verhältnis bezeichnet, wobei die charakteristische Leistung in der Dienstleistung des Auktionators zu erblicken sei.⁹¹⁹ Zwar sind erhebliche rechtliche Unterschiede von Unternehmensauktionen zur Versteigerung gemäss OR auszumachen, für die Bestimmung der charakteristischen Leistung können aber gewisse Überlegungen übernommen werden: Auch bei einer Unternehmensauktion stehen die *Handlungen des Verkäufers* im Zentrum. Zwar verpflichten sich die potenziellen Käufer zu Vertraulichkeit etc., jedoch weist insgesamt der Verkäufer m. E. den engeren Bezug zur Auktion auf als ein einzelner potenzieller Käufer. Auch eine Betrachtung der Vermutungen von Art. 117 Abs. 3 IPRG führt zum selben Ergebnis: Allgemein ist die Leistung des Veräusserers relevant (lit. a), was vorgelegt auch für den Auktionsprozess gelten sollte. Sodann ist der Verkäufer in einem gewissen Sinne als Dienstleistungserbringer zu werten (lit. c). Obwohl sowohl Verkäufer als Käufer vertragliche Pflichten haben können, welche als charakteristisch angesehen werden können, ist deshalb m. E. im Sinne des Rückgriffs auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs der Auktionator als Erbringer der charakteristischen Leistung zu betrachten.

6. Escrow-Verträge und andere Sicherungsinstrumente

6.1. Grundlagen

- 430 Im Rahmen von (privaten) Unternehmenskaufverträgen werden häufig *Escrow Agreements* oder ähnliche Sicherungsgeschäfte abgeschlossen, welche bezwecken, den Vollzug des Kaufs und allfällige Gewährleistungs- und Schadloshaltungsansprüche des Käufers sicherzustellen, indem ein Teil des Kaufpreises

⁹¹⁷ VISCHER F./HUBER/OSER, 527.

⁹¹⁸ MARK NDUE, 107, m. w. H.; VISCHER F./HUBER/OSER, 252.

⁹¹⁹ BGE 112 II 337 E. 2, wobei das Urteil vor Inkrafttreten des IPRG erging und das Bundesgericht die Argumentation der Vorinstanz ohne weitere Begründung übernahm.

als Sicherheit für allfällige Ansprüche des Käufers bei einem Dritten für eine gewisse Dauer hinterlegt werden.⁹²⁰ Dabei handelt es sich um Innominatverträge, welche aus Sicht des Schweizer Rechts im Einzelfall Elemente des Hinterlegungsvertrags sowie des Auftrages aufweisen können.⁹²¹

6.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

Escrow Agreements sind einer Rechtswahl nach Art. 116 IPRG zugänglich, was in der Praxis üblicherweise auch vereinbart wird.⁹²² Die objektive Anknüpfung hat nach Art. 117 IPRG zu geschehen, wobei wiederum zuerst geprüft werden muss, ob eine der gesetzlichen Vermutungen von Abs. 3 einschlägig ist. Da *Escrow*-Verträge regelmässig Auftrags- und Hinterlegungselemente aufweisen, kommen insbesondere lit. c und lit. d in Frage. Nach lit. c sind bei Aufträgen und ähnlichen Dienstleistungsverträgen die Dienstleistungen als vertragsscharakteristische Leistung zu qualifizieren. Bei *Escrow Agreements* wäre dies die Leistung des *Escrow*-Agenten. Lit. d besagt, dass bei Verwahrungsverträgen die Leistung des Verwahrers charakteristisch ist, was wiederum zum *Escrow*-Agenten führt. Es sind deshalb m. E. eindeutig die Leistungen des *Escrow*-Agenten als vertragstypisch zu qualifizieren – und damit ist weder der Käufer noch der Verkäufer relevant. Wird das anwendbare Recht objektiv bestimmt, so ist das Recht am gewöhnlichen Aufenthalt bzw. Sitz des *Escrow*-Agenten anwendbar. Wollen die Parteien, dass dasselbe Recht berufen wird wie für den Unternehmenskaufvertrag, so müssen sie eine entsprechende Rechtswahl vornehmen, ansonsten droht – je nach *Escrow*-Agent – die Anwendung einer abweichenden Rechtsordnung auf das *Escrow Agreement*.

431

Andere Sicherungsverträge oder Kaufpreisvorbehalte sind im Einzelfall nach Art. 117 IPRG zu prüfen, u. U. kommt auch etwa eine Anwendung der Vermutung von Abs. 3 lit. e in Frage (für garantieähnliche Sicherungsgeschäfte).

432

7. Aktionärbindungsverträge

7.1. Grundlagen

Im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen können *Aktionärbindungsverträge* in verschiedener Hinsicht von entscheidender Bedeutung sein:

433

⁹²⁰ ISLER, *Escrow*, 182; siehe zum *Escrow Agreement* allgemein ausführlich EISENHUT, 52 ff.

⁹²¹ EISENHUT, 93 f.; ISLER, *Escrow*, 183 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 161.

⁹²² Siehe die Rechtswahlklausel im Mustervertrag bei ISLER, *Escrow*, 201.

Bspw. sind bei Familiengesellschaften regelmässig die Aktionäre in einen Aktionärbindungsvertrag zusammengeschlossen, wobei Vorkaufsrechte etc. der Transaktion entgegenstehen können.⁹²³ Allgemein können Aktionärbindungsverträge die Ausgestaltungsfreiheit einer Transaktion einschränken oder gar direkt zu einer finanziellen Belastung führen.⁹²⁴ Schliesslich sind Aktionärbindungsverträge bei kotierten Gesellschaften in Bezug auf die Frage nach der Angebotspflicht zentral.⁹²⁵

- 434 Die Rechtsnatur von Aktionärbindungsverträgen ist eine vieldiskutierte Frage und nur im Einzelfall bestimmbar, da sie je nach konkreter Ausgestaltung Gesellschaftsverträge i. S. v. Art. 530 OR – d. h. einfache Gesellschaften – oder aber rein schuldrechtliche (Innominat-)Verträge darstellen können bzw. eine Kombination aus schuld- und gesellschaftsrechtlichen Teilen.⁹²⁶ Die Grenze der vertraglichen Ausgestaltungsmöglichkeiten auf Ebene des Aktionärbindungsvertrages bildet immer das Aktienrecht.

7.2. International-privatrechtliche Anknüpfung

- 435 Die Schwierigkeit der Erfassung von Aktionärbindungsverträgen mittels Gesellschafts- und Vertragsrecht im materiellen Recht spiegelt sich auch bei der international-privatrechtlichen Erfassung wider.⁹²⁷ Aus der komplexen Bestimmung der Rechtsnatur von Aktionärbindungsverträgen folgt, dass diese schon auf Ebene des Verweisungsbegriffes unter «Vertrag» oder «Gesellschaft» fallen können.⁹²⁸
- 436 Nach Art. 150 Abs. 2 IPRG gilt für einfache Gesellschaften, die sich keine Organisation gegeben haben, das auf Verträge anwendbare Recht (Verweis auf Art. 116 ff. IPRG). Nach dem IPRG ist bei Aktionärbindungsverträgen folglich nicht in erster Linie die Rechtsnatur für die Frage nach der Anknüpfung nach den gesellschafts- oder vertragsrechtlichen Bestimmungen massgebend, sondern die Frage nach der *Organisation*. Auch wenn ein Aktionärbindungsvertrag als einfache Gesellschaft qualifiziert werden könnte, kann aufgrund von Art. 150 Abs. 2 IPRG die Anknüpfung nach den vertragsrechtlichen Bestim-

⁹²³ DAENIKER/HASLER, 127; für KMU siehe HERZOG, 77 ff.

⁹²⁴ SCHENKER, Unternehmenskauf, 168.

⁹²⁵ SCHENKER, Übernahmerecht, 481 ff.

⁹²⁶ Ausführlich und m. w. H. FORSTMOSER/KÜCHLER, 39 ff.

⁹²⁷ Siehe ausführlich zur kollisionsrechtlichen Behandlung des Aktionärbindungsvertrages PFISTER, 1 ff., sowie APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 180 ff., 210 ff.

⁹²⁸ APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 211.

mungen erfolgen, sofern das Kriterium der genügenden Organisation nicht gegeben ist. An den Organisationsgrad einer Gesellschaft sind zwar im Allgemeinen keine allzu hohen Anforderungen zu stellen, es genügt eine gewisse innere Struktur, die sich auch nach aussen manifestiert (Vorliegen einer Ausengesellschaft).⁹²⁹ Bei Aktionärbindungsverträgen wird jedoch diese Schwelle oft nicht erreicht, auch wenn eine innere Organisation anzutreffen ist, zumal es an der erforderlichen Aussenwirkung fehlt, was regelmässig schon logische Folge der Geheimhaltungsklausel ist.⁹³⁰

Bei der Mehrheit der Aktionärbindungsverträge ist das anwendbare Recht deshalb nach Art. 116 ff. IPRG zu bestimmen, womit Rechtswahlfreiheit gegeben ist.⁹³¹ Enthält der Aktionärbindungsvertrag keine Rechtswahl, so ist nach der charakteristischen Leistung zu suchen. Hierfür ist der einzelne Aktionärbindungsvertrag zu analysieren, da aufgrund der in der Praxis anzutreffenden unterschiedlichen Ausgestaltungsformen im Einzelfall gänzlich unterschiedliche Pflichten gegeben sein können.⁹³² Insbesondere wenn der Aktionärbindungsvertrag einer Vielzahl von Aktionären Pflichten unterschiedlicher Art auferlegt, kann oft nicht eine charakteristische Leistung bestimmt werden.⁹³³ Die Regelanknüpfung muss in diesen Fällen verdrängt werden und gemäss Stimmen in der Lehre soll unter Rückgriff auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs insbesondere eine Anknüpfung an das Gesellschaftsstatut der betroffenen Aktiengesellschaft in Frage kommen.⁹³⁴ Dem ist m. E. zuzustimmen, denn – ähnlich wie bei Anteilskaufverträgen mit einer Vielzahl von Beteiligten – kann einer Anknüpfung an den Aufenthaltsort der Aktionäre kaum ein enger Bezug zum Vertrag abgewonnen werden, während die Gesellschaft das vereinende Element darstellt, zu dem alle Beteiligten einen Bezug aufweisen.

Für die Beurteilung der Schranken und der Zulässigkeit der Ausgestaltung der Aktionärbindungsverträge ist das Gesellschaftsstatut der Aktiengesellschaft

⁹²⁹ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 150 N 16; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 150 N 19 ff.

⁹³⁰ FORSTMOSER/KÜCHLER, 683.

⁹³¹ APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 211; FORSTMOSER/KÜCHLER, 684 f.; VISCHER F./HUBER/OSER, 324 f.

⁹³² So u. a. Elemente von Veräusserungs-, Gebrauchsüberlassungs-, Dienstleistungs-, Verwahrungs- und Garantieverträgen, siehe PFISTER, 26 ff.

⁹³³ PFISTER, 33.

⁹³⁴ So APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 220; FORSTMOSER/KÜCHLER, 684 f.; ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 117 N 191.

massgebend.⁹³⁵ Sieht das vom Vertragsstatut abweichende ausländische Gesellschaftsrecht ein Verbot von Stimmbindungsvereinbarungen vor, so kann dieses auch als Eingriffsnorm über Art. 19 IPRG zur Anwendung gelangen.⁹³⁶

- 439 Ist im Zusammenhang mit einer Übernahme das auf einen Aktionärbindungsvertrag anwendbare Recht zu bestimmen, so ist – je nach Organisationsgrad des Konstrukts – in den meisten Fällen das Vertragsstatut nach Art. 116 f. IPRG zu bestimmen (in Ausnahmefällen nach Art. 154 IPRG), wobei das Statut der Aktiengesellschaft der Rechtswahl- und Ausgestaltungsfreiheit Grenzen setzt.

8. Zwischenfazit

- 440 Bei den diversen Verträgen, welche bei einer Übernahme – neben dem Anteilskaufvertrag als Hauptvertrag – geschlossen werden, ist weitgehend *Rechtswahlfreiheit* gegeben. In der Regel wird es sinnvoll sein, die Rechtswahl für das gesamte Vertragswerk abzugleichen und derselben Rechtsordnung zu unterstellen, um inhaltliche Konsistenz zu sichern. Für einzelne Verträge hingegen ist eine abweichende Rechtswahl u. U. sinnvoll bzw. wird faktisch aufgrund der wirtschaftlichen Gegebenheiten aufgezwungen, so insbesondere bei Kreditverträgen und den Verträgen mit den (lokalen) Transaktionsberatern.
- 441 Wurde eine derartige Abstimmung der Rechtswahl für das Vertragswerk einer Übernahme nicht vorgenommen, so ist m. E. bei der objektiven Anknüpfung im Rahmen des Prinzips des engsten Zusammenhangs bei einzelnen Verträgen eine *akzessorische Anknüpfung* an den Hauptvertrag vorzunehmen, sofern dies im Einzelfall sachlich gerechtfertigt ist. Gemäss den allgemeinen Lehren zur akzessorischen Anknüpfung kann eine solche vorgenommen werden, wenn die einzelnen Verträge in sichtbarer Weise ein einheitliches Ganzes bilden, sodass der Einzelvertrag seine Selbständigkeit verliert.⁹³⁷ Im Rahmen von Übernahmen geschlossene Vorfeldvereinbarungen sind als Verträge mit Hilfsfunktion zu qualifizieren, die zur Vorbereitung des Hauptvertrages dienen. Somit ist bei diesen «Vorverträgen», bei welchen eine Rechtswahl in der Praxis durchaus fehlen kann, eine akzessorische Anknüpfung m. E. eindeutig sinnvoll (sofern im konkreten Fall die Rechtswahl für den Hauptvertrag schon bestimmbar ist).

⁹³⁵ APPENZELLER, Stimmbindungsabsprachen, 220; BSK IPRG-AMSTUTZ/WANG, Art. 117 N 77; FORSTMOSER/KÜCHLER, 685; MARK NDUE, 131; VISCHER F./HUBER/OSER, 324.

⁹³⁶ So VISCHER F./HUBER/OSER, 325; ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 117 N 192; denkbar ist in diesem Fall auch die Massgeblichkeit des Statuts der Aktiengesellschaft anstelle des Vertragsstatuts insgesamt, so FORSTMOSER/KÜCHLER, 686.

⁹³⁷ VISCHER F./HUBER/OSER, 140.

Dasselbe gilt für Auktionsverträge. Ansonsten können Überlegungen zur Akzessorietät wenigstens berücksichtigt werden, wenn bei einer objektiven Anknüpfung die Bestimmung des engsten Zusammenhangs Schwierigkeiten bereitet, etwa wenn die Vermutungen zu den charakteristischen Leistungen zu keinem eindeutigen oder sachgerechten Ergebnis führen.

Bei einer abgestimmten Rechtswahl sowie mittels Berücksichtigung der Akzessorietät im Rahmen der objektiven Anknüpfung kann für die verschiedenen im Zusammenhang mit einer Übernahme geschlossenen Verträge weitgehend ein einheitliches Vertragsstatut gefunden werden. 442

VII. Fazit

Eine Betrachtung des *Übernahmevertragsstatuts* zeigt, dass für die vertragsrechtlichen Aspekte einer Übernahme eine Dominanz der *Rechtswahlfreiheit* auszumachen ist. Das anwendbare Vertragsrecht wird deshalb weitgehend von den Parteien gewählt bzw. bei öffentlichen Übernahmeangeboten von der Übernehmerin festgelegt. Die Hürden für eine gültige Rechtswahl sind bei Unternehmensübernahmen in der Regel ohne Probleme zu nehmen. Schranken der Rechtswahl sind nur in den Eingriffsnormen auszumachen. Bei der Wahl des anwendbaren Rechts sollten sachliche Kriterien den Ausschlag geben, insbesondere die Enge der Bezüge der Übernahme zu einer Rechtsordnung sowie die Übereinstimmung mit dem anwendbaren Übernahmemaufsichtsrecht. 443

Die *objektive Anknüpfung* bleibt in der Praxis eine *Randerscheinung*. Jedoch stellen sich bei der objektiven Anknüpfung und dem hierfür prägenden Prinzip des engsten Zusammenhangs interessante Fragen. Die Anknüpfung an die charakteristische Leistung vermag im Zusammenhang mit Übernahmen wenig zu überzeugen, zumal damit – insbesondere bei einer Vielzahl von Veräußerern – weder der engste Bezug zu einer Rechtsordnung im Sinne des Leitprinzips gefunden wird noch sich das Ergebnis aufgrund der Zersplitterung des Vertragsstatuts aus Praxissicht als wünschenswert erweist. Meines Erachtens ist deshalb für die Bestimmung des engsten Bezugs des Vertrages aufgrund der zahlreichen Bezüge einer Übernahme zur Inkorporationsrechtsordnung der *Zielgesellschaft* diese zu berücksichtigen sowie – bei öffentlichen Übernahmen – der *Kotierungsort*. Dabei ist im Einzelfall eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen, da aufgrund der unterschiedlichen Ausgestaltungen (Zahl der Parteien, Bar- oder Anteilsabgeltung, öffentliche Übernahme oder private Transaktion) sowie der Funktionsweise des Prinzips des engsten Zusammenhangs nicht eine allgemein gültige Aussage möglich ist. 444

- 445 Die *Relevanz* sowie der *Umfang* des Übernahmevertragsstatuts hängen von der Art der Übernahme sowie vom Detailgrad des Vertragswerks ab. Massgebend ist es grundsätzlich für alle vertraglichen Elemente, sofern diese nicht vom Übernahmeaufsichtsrecht verdrängt werden. Zu beachten ist dabei insbesondere, dass das Formstatut separat anzuknüpfen ist.
- 446 Ist die Übernahme in Form eines *Betriebskaufs* ausgestaltet, so ist auch hier eine Rechtswahl Ausgangspunkt, jedoch ist die Freiheit diesbezüglich stärker beschränkt. Die objektive Anknüpfung gestaltet sich – zumindest bei der Übertragung nach OR – relativ komplex und wird zur Berufung unterschiedlicher Rechtsordnungen führen, wenn verschiedene Vermögenswerte und Verträge übertragen werden.
- 447 Auch bei den weiteren im Kontext von Übernahmen anzutreffenden Verträgen dominiert die Rechtswahl.
- 448 Im Rahmen einer *Gesamtbetrachtung* der vertraglichen Aspekte einer grenzüberschreitenden Transaktion lohnt es sich, Überlegungen zur Rechtswahl anzustellen. Da für nahezu alle vertraglichen Aspekte sowie Verträge einer Übernahme eine Rechtswahl zulässig ist, kann weitgehend für das gesamte Vertragswerk ein einheitliches Recht gewählt werden. Dies bringt den Vorteil, Widersprüche zwischen den verschiedenen anwendbaren Rechtsordnungen zu vermeiden. Ob eine solche Gestaltung Sinn macht, ist im Einzelfall zu verifizieren. Teilweise wird es ein praktisches Bedürfnis geben, gewisse lokale Verträge einem vom Hauptvertrag abweichenden Recht zu unterstellen.⁹³⁸ Ausserdem kann es Sinn machen, gewisse vertragliche Aspekte mittels einer Teilrechtswahl einem anderen Recht zu unterstellen.⁹³⁹ Sind auf vertragliche Aspekte einer Transaktion mehrere Rechtsordnungen anwendbar, so lassen sich zur Vermeidung von Widersprüchen mittels besonderer Konfliktklauseln in den Verträgen gewisse Vorkehrungen treffen.⁹⁴⁰

⁹³⁸ Siehe HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 185 f.

⁹³⁹ Dazu vorne [N 337](#).

⁹⁴⁰ HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 186 f.

§ 7 Anknüpfung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften

Eine ganze Reihe von Fragen im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen sind aufgrund ihrer gesellschaftsrechtlichen Natur nicht nach dem Vertragsstatut, sondern nach dem *Gesellschaftsstatut* – d. h. dem auf die (Ziel-)Gesellschaft anwendbaren Recht – zu beurteilen.⁹⁴¹ 449

Das Gesellschaftsstatut im Allgemeinen – auch *Personalstatut* genannt – ist die Rechtsordnung, welcher die Gesellschaft in ihren wesentlichen Aspekten untersteht.⁹⁴² Generell ist es für alle Verhältnisse der Gesellschaft massgebend, d. h. für das Verhältnis zwischen den Gesellschaftern sowie zwischen der Gesellschaft und ihren Organen und zwischen ihren Gesellschaftern.⁹⁴³ Im Übernahmekontext umfasst das *Übernahmegesellschaftsstatut* die im Rahmen der Übernahme relevanten anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Regelungen, insbesondere hinsichtlich Übertragung der Mitgliedschaftsrechte, Verhalten und Verantwortlichkeit der Organe in der Übernahme, Aktionärsrechten, Kapitalveränderungen etc.⁹⁴⁴ Nachfolgend soll der Begriff des Übernahmegesellschaftsstatuts in einem weiten Sinne verstanden werden, d. h. alle anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Regelungen erfassen, sowohl hinsichtlich der Zielgesellschaft (*Zielgesellschaftsstatut*) als auch der Übernehmerin (*Übernahmegesellschaftsstatut*) sowie weiterer allenfalls involvierter Parteien. 450

Die Bestimmung des Gesellschaftsstatuts erfolgt gemäss den Bestimmungen zum Gesellschaftsrecht im IPRG (Art. 154 ff. IPRG). Während das Vertragsstatut weitgehend von Vertragsfreiheit geprägt und in erster Linie für die Beziehung von Käufer und Verkäufer relevant ist, gibt das Gesellschaftsrecht *zwingende Schranken* primär in Bezug auf das *Innenverhältnis* und die *Organisation* der Zielgesellschaft und der Übernehmerin, aber teilweise auch betreffend das *Aussenverhältnis* vor. Bei öffentlichen Übernahmen tangiert das Übernahmeaufsichtsrecht diverse Fragen gesellschaftsrechtlicher Natur, jedoch behält das Gesellschaftsrecht auch dann seine Bedeutung.⁹⁴⁵ 451

⁹⁴¹ Hölters, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.55 ff.

⁹⁴² ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Vor Art. 154–165 N 6.

⁹⁴³ Göthel, M&A-GÖTHEL, 271 f. und 302 f.

⁹⁴⁴ Siehe etwa BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75 ff.; JOSENHANS, 205; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 356 f.; ferner hinten [N 473 ff.](#)

⁹⁴⁵ BÖCKLI, § 7 N 219 ff.

- 452 Nachfolgend sollen zuerst die *Grundlagen* des internationalen Gesellschaftsrechts kurz aufgezeigt werden. Im Anschluss wird vertieft auf das *Übernahmegesellschaftsstatut* eingegangen, wobei insbesondere der Umfang des Gesellschaftsstatuts sowie allfällige Sonderanknüpfungen darzulegen sind.

I. Grundlagen des internationalen Gesellschaftsrechts

- 453 Das internationale Gesellschaftsrecht ist weitgehend *autonomes Recht*, d. h. einschlägige Staatsverträge fehlen,⁹⁴⁶ was insbesondere auf die international stark umstrittene Grundsatzfrage nach der richtigen Bestimmung des Gesellschaftsstatuts zurückzuführen ist.⁹⁴⁷ Die international-privatrechtliche Regelung des Gesellschaftsrechts ist – aus Schweizer Perspektive – im 10. Kapitel des IPRG zu finden, wobei das anwendbare Recht in Art. 154 ff. IPRG geregelt ist.

1. Lehren zur Bestimmung des Gesellschaftsstatuts

- 454 Die Frage nach der richtigen Bestimmung des Personal- bzw. Gesellschaftsstatuts ist eine international traditionell höchst umstrittene Frage. Aufgrund der äusserst umfassenden Literatur⁹⁴⁸ und um der «fast zum Überdross diskutierten Kontroverse»⁹⁴⁹ nicht noch weitere Ausführungen zuzumuten, soll an dieser Stelle weder eine vertiefte Darstellung der Theorien noch der Versuch ihrer Beurteilung erfolgen. Da diese Thematik jedoch für grenzüberschreitende Transaktionen im Bereich des Gesellschaftsrechts zu Friktionen führen kann, soll die *Ausgangsproblematik* kurz aufgezeigt werden.
- 455 Gemäss der im kontinentaleuropäischen Raum vorherrschenden *Sitztheorie* werden gesellschaftsrechtliche Sachverhalte am Sitz der Gesellschaft angeknüpft, wobei der effektive Sitz bzw. der Ort der tatsächlichen Verwaltung

⁹⁴⁶ Ausführlich zum Gesellschaftsrecht auf Ebene der europäischen Union etwa GRUNDMANN, 1 ff. und HABERSACK/VERSE, 7 ff.; auf *eurointernationaler* Ebene haben die Vereinheitlichungsbestrebungen gar in eine europäische Gesellschaftsform gemündet, die Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*), siehe GRUNDMANN, 614 ff.; aus Sicht der Schweiz siehe SCHNYDER, *Alternative und kumulative Anknüpfung*, 390 ff.

⁹⁴⁷ SCHNYDER/LIATOWITSCH, 290; zum Theorienstreit sogleich [N 454 ff.](#)

⁹⁴⁸ Siehe ausführlich statt vieler BRAUCLIN, 23 ff.; GUILLAUME, 113 ff.; NOBEL, *Internationales Aktienrecht I*, 46 ff.; OLANO, 1 ff.; SCHWANDER, *Gesellschaftsstatut*, 62 ff.

⁹⁴⁹ So VISCHER F., *Unternehmensrecht*, 385.

massgebend ist.⁹⁵⁰ Die *Inkorporations-* oder *Gründungstheorie* hingegen – welche vor allem im angloamerikanischen Raum anzutreffen ist – unterstellt die Gesellschaft der Rechtsordnung, welche sie «inkorporiert» hat, d. h., in welcher sie gegründet ist und nach welcher sie organisiert wurde.⁹⁵¹

Schon die Tatsache, dass eine vertiefte Kontroverse über die beiden Theorien geführt wurde, legt nahe, dass *Argumente* für beide Prinzipien gefunden werden können: Wird für die Inkorporationstheorie allem voran die höhere Rechtssicherheit ins Feld geführt, da der Bestand der Gesellschaft gewährleistet ist,⁹⁵² so spricht für die Sitztheorie die Durchsetzung des Rechts am Ort der tatsächlichen Verwaltung insbesondere zum Schutze Dritter.⁹⁵³

456

In der Doktrin sind *weitere Lehren* auszumachen, die neben dem klassischen Gegensatzpaar Sitz- und Inkorporationstheorie jedoch eher Randerscheinungen geblieben sind.⁹⁵⁴ Indessen könnten möglicherweise gerade diese Theorien im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht und im Umgang mit zwingenden Bestimmungen Lösungen bieten, da sie Mischformen darstellen, welche u. U. eine differenziertere und auf Übernahmen besser zugeschnittene Lösung erlauben. Gemäss der *Überlagerungstheorie* gilt grundsätzlich das Recht des Gründungsstaates, jedoch können zwingende Bestimmungen des Sitzstaates das Recht des Gründungsstaates «überlagern», sodass sich Gesellschafter, Gläubiger oder Dritte für gewisse Fragen alternativ auf die Bestimmungen des Rechts am effektiven Verwaltungssitz berufen können.⁹⁵⁵ Die Entscheidung für das anwendbare Recht wird dabei je nach der Interessenlage der zu regelnden Rechtsbeziehung gefällt.⁹⁵⁶ Die *Differenzierungstheorie* hingegen unterscheidet für die Bestimmung des anwendbaren Rechts zwischen den Innen- und Aussenbeziehungen der Gesellschaft, wobei die Innenbeziehungen am Gründungsort und die Aussenbeziehungen am Vornahme-, Wirkungs- bzw. Organisationsort anknüpfen.⁹⁵⁷ Die Überlagerungs- und die Differenzie-

457

⁹⁵⁰ CHK IPRG-GASSMANN, Art. 154 N 1; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 48 f.; OFK IPRG-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 154 N 11 ff.; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 154 N 3.

⁹⁵¹ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 3; KREN KOSTKIEWICZ, 737; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 46; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 292 f.

⁹⁵² BK Aktienrecht-NOBEL, § 11 N 81; BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 4; MEIER N., Eingriffsnormen, 17; VISCHER F., Unternehmensrecht, 386.

⁹⁵³ Urteil VII ZR 370/98 des BGH vom 30.3.2000.

⁹⁵⁴ FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 547 f.

⁹⁵⁵ NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 49; die Überlagerungstheorie ist namentlich von SANDROCK entwickelt bzw. für Europa weiterentwickelt worden, siehe SANDROCK, 669 ff.

⁹⁵⁶ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 154 N 9.

⁹⁵⁷ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 5.

rungslehre stellen beide Mischformen der Inkorporations- und Sitztheorie dar bzw. den Versuch, eine These und eine Antithese einer vermittelnden Synthese zuzuführen.⁹⁵⁸ Die *Kontrolltheorie* schliesslich kommt in gewissen Bereichen des öffentlichen Rechts zur Anwendung, indem sie an die Staatsangehörigkeit der hinter der Gesellschaft stehenden natürlichen Personen anknüpft.⁹⁵⁹

- 458 Die Überlagerungstheorie könnte Hilfestellungen beim Umgang mit dem Verhältnis des anwendbaren Gesellschaftsrechts zum zwingenden Übernahmeaufsichtsrecht bieten.⁹⁶⁰ Gemäss SANDROCK sollten alle zwingenden Rechtsätze des Sitzstatuts als Teile des Überlagerungsstatuts angesehen werden.⁹⁶¹ Für die Schweiz kann dies schon deshalb nicht unmittelbar übernommen werden, da sich der Gesetzgeber entschieden hat, nur *qualifiziert* zwingende Normen (über das Konzept der Eingriffsnormen) zur Anwendung zu bringen.⁹⁶² Eine Senkung der Anwendungshürde von Art. 18 IPRG für den Bereich des Gesellschaftsrechts kann deshalb höchstens mit besonderer Begründung erfolgen. Immerhin zeigt die Diskussion um die Überlagerungstheorie, dass im internationalen Gesellschaftsrecht diesbezüglich eine besondere Problematik gegeben ist: Der Wunsch nach Durchsetzung eigener zwingender Bestimmungen zum Schutz von Gesellschaftern, Gläubigern und Dritten ist hier anscheinend stärker als in anderen Gebieten des internationalen Privatrechts. Das trifft auch – oder speziell – in der Übernahmesituation zu, bei der (aufgrund der Ausserordentlichkeit für die involvierten Parteien) der Schutz der Interessen der Gesellschafter, Gläubiger und Arbeitnehmer besonders in den Fokus treten kann.
- 459 Die Diskussion um die richtige Bestimmung des Gesellschaftsstatuts wurde für die Schweiz mit dem IPRG beendet, da sich der Gesetzgeber – in Übereinstimmung mit der Praxis des Bundesgerichts – mit Art. 154 IPRG für die *Inkorporationstheorie* entschieden hat.⁹⁶³ Dies kann als Grundsatzentscheid betitelt werden, zumal nach dessen Abs. 2 im Ausnahmefall auch die Sitztheorie zum Zuge kommen kann und Art. 156 ff. IPRG diverse Sonderanknüpfungen als Kor-

⁹⁵⁸ So SANDROCK, 669.

⁹⁵⁹ So z. B. im Zusammenhang mit dem BewG, dazu hinten [N 1135 f.](#); NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 49.

⁹⁶⁰ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 83.

⁹⁶¹ SANDROCK, 691 f., 696.

⁹⁶² Siehe hierzu vorne [N 167](#).

⁹⁶³ Botschaft IPRG, 441; zur Praxis des Bundesgerichts siehe das Grundsatzurteil BGE 117 II 494 E. 4; siehe dazu EBENROTH/MESSER, 49 ff.; MEIER N., Eingriffsnormen, 17 ff.

rektiv der Inkorporationstheorie vorsehen.⁹⁶⁴ Auch für den Bereich des Übernahmemaufsichtsrechts wurde in der Praxis in Abweichung vom allgemeinen Grundsatz auf die Sitztheorie abgestellt.⁹⁶⁵

Auch auf der Ebene der *Europäischen Union* hat – trotz des eigentlichen Vorherrschens der Sitztheorie – die Gründungstheorie durch mehrere vielbeachtete Leitentscheide des EuGH zur Niederlassungsfreiheit (namentlich in den Rechtssachen *Daily Mail*, *Centros*, *Überseering*, *Inspire Art* und *Cartesio*) Auftrieb erhalten, indem diese Rechtsprechung auf der europäischen Ebene zur Zurückdrängung der Anknüpfung an das Sitzrecht geführt hat.⁹⁶⁶ 460

2. Regelung gemäss IPRG

Art. 150 IPRG definiert den Begriff der Gesellschaft weit, indem alle *organisierten Personenzusammenschlüsse* und Vermögenseinheiten vom IPRG als Gesellschaften erfasst werden.⁹⁶⁷ Art. 154 f. IPRG bestimmen das Gesellschaftsstatut und seinen Regelungsumfang, während Art. 156 ff. IPRG bestimmte Sonderanknüpfungen vorsehen. 461

2.1. Grundsatz nach Art. 154 IPRG

Nach Art. 154 Abs. 1 IPRG unterstehen Gesellschaften dem Recht des Staates, *nach dessen Vorschriften sie organisiert sind*, wenn sie die darin vorgeschriebenen Publizitäts- oder Registrierungsvorschriften erfüllt haben. Bei Kapitalgesellschaften ist deshalb der Handelsregistereintrag für das Gesellschaftsstatut massgeblich.⁹⁶⁸ Sofern keine Registrierungs- und Publizitätsvorschriften bestehen, ist nach der Alternative von Art. 154 Abs. 1 IPRG dasjenige Recht anwendbar, unter welchem sich die Gesellschaft tatsächlich organisiert hat.⁹⁶⁹ Die diesbezügliche Formulierung im Gesetz wird von der Doktrin als «verun- 462

⁹⁶⁴ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Vor Art. 150–165 N 4 f.; dazu ausführlicher hinten [N 513 ff.](#)

⁹⁶⁵ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3; dazu hinten [N 642.](#)

⁹⁶⁶ Siehe ausführlich kommentierend etwa BERNER, 96 ff.; Göthel, M&A-GÖTHEL, 278 ff.; Hölter, Handbuch Unternehmenskauf-WETZLER, Kapitel 18 N 18.63 ff.; KIESEWETTER, 52 ff.; SETHE/WINZER, 536 ff.; STEINRÖTTER, 305 ff.; TRÜTEN, 68 ff.; für die Auswirkungen auf die Schweiz siehe VISCHER F., Personalstatut, 985 ff.

⁹⁶⁷ SCHWANDER, IPR BT, 317 ff.

⁹⁶⁸ CHK IPRG-GASSMANN, Art. 154 N 3.

⁹⁶⁹ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 154 N 24 f.

glückt»⁹⁷⁰ bzw. «kein Meisterstück»⁹⁷¹ betitelt, da die zweimalige Verwendung von «organisiert» Verwirrung stiftet. Gemeint ist das Recht, an dessen Vorgaben die Gesellschaft ihre innere und äussere Organisation ausrichtet.⁹⁷²

- 463 Als *Rückfallposition* sieht Abs. 2 vor, dass das Recht am Ort der tatsächlichen Verwaltung massgebend ist, wenn eine Gesellschaft die Voraussetzungen der Inkorporation nicht erfüllt.⁹⁷³ So soll vermieden werden, dass eine Gesellschaft als nichtig eingestuft wird.⁹⁷⁴ Nicht vom Inkorporationsprinzip abgewichen werden kann hingegen gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts, wenn ein fiktiver Sitz zum Zweck der Gesetzesumgehung gewählt wurde.⁹⁷⁵
- 464 Konsequenz des Entscheids des Gesetzgebers für die Inkorporationstheorie ist eine «inkorporationsbedingte indirekte Rechtswahl».⁹⁷⁶ Die Geltung der Inkorporationstheorie räumt Gesellschaftsgründern damit die Freiheit ein, indirekt das Recht zu wählen, dem die Gesellschaft untersteht, eine besondere Verbindung zum Staat (abgesehen von der Einhaltung der Publizitäts- und Registrierungsvorschriften) ist nicht notwendig.⁹⁷⁷ Eine darüber hinausgehende Rechtswahlmöglichkeit – etwa für die internen Verhältnisse der Gesellschaft – ist bei Kapitalgesellschaften zu verneinen.⁹⁷⁸
- 465 Auch wenn die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen des Schweizer Rechts (zumindest diejenigen des Aktienrechts) über weite Strecken zwingendes Recht darstellen, sind die Normen des Gesellschaftsrechts – wie vorne dargelegt – grundsätzlich nicht zu den Eingriffsnormen zu zählen.⁹⁷⁹ Die Anwendung von grossen Teilen des Gesellschaftsrechts als zwingendes Recht käme einer Entleerung der Inkorporationstheorie gleich.⁹⁸⁰ Im Einzelfall könnte sich der Eingriffsnormcharakter zwar aus einem besonderen Schutzzweck ergeben, je-

⁹⁷⁰ So CHK IPRG–GASSMANN, Art. 154 N 3.

⁹⁷¹ So NOBEL, IPR–Gesetz, 184.

⁹⁷² BSK IPRG–EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 10.

⁹⁷³ SCHNYDER, Alternative und kumulative Anknüpfung, 378; SCHWANDER, IPR BT, 333 f.

⁹⁷⁴ SCHWANDER, Gesellschaftsstatut, 66, wonach das schweizerische Recht geradezu von «einer panischen Angst» davor geprägt sei, dass es rechtlich inexistente Gesellschaften geben könnte.

⁹⁷⁵ Siehe das ausführliche Urteil des Bundesgerichts BGE 117 II 494 E. 5 und 6; vor Inkrafttreten des IPRG hingegen galt gemäss Rechtsprechung der Vorbehalt des fiktiven Sitzes.

⁹⁷⁶ MEIER N., Eingriffsnormen, 20.

⁹⁷⁷ MEIER N., Eingriffsnormen, 20.

⁹⁷⁸ SCHWANDER, Gesellschaftsstatut, 69, m. w. H.

⁹⁷⁹ Siehe vorne [N 173](#); BGE 117 II 494 E. 7.

⁹⁸⁰ BGE 117 II 494 E. 7.

doch ist ein solcher im Schweizer Gesellschaftsrecht wohl nirgends auszuma-
chen.⁹⁸¹ Bestimmungen des schweizerischen Gesellschaftsrechts werden also
kaum als Eingriffsnormen Anwendungsansprüche stellen.

2.2. Umfang des Gesellschaftsstatuts nach Art. 155 IPRG

Ist das Personalstatut bestimmt, so stellt sich in einem nächsten Schritt die
Frage nach dem *Umfang* desselben. Das IPRG sieht hierfür mit Art. 155 IPRG
eine ausdrückliche Regelung mit dem Ziel vor, dem Gesellschaftsstatut einen
möglichst *weiten* und *einheitlichen Anwendungsbereich* zu geben, um Statu-
tenwechsel, Anpassungsprobleme und Rechtsspaltungen zu verhindern.⁹⁸²
Dies geht auf die *Einheitslehre* im internationalen Gesellschaftsrecht zurück,
wonach eine möglichst einheitliche Anknüpfung der Gesellschaft erlauben
soll, sich für ihre Tätigkeit auf die Anwendung des eigenen Rechts verlassen zu
können.⁹⁸³ Deshalb soll das Gesellschaftsstatut alle gesellschaftsrechtlichen
Fragen sowohl des Innen- wie des Aussenverhältnisses umfassen, weshalb die
gesetzliche Aufzählung der erfassten Fragen bewusst nur beispielhaft und
nicht abschliessend ist.⁹⁸⁴ Nur dort, wo überwiegende Schutzinteressen von
Drittpersonen betroffen sind, werden – über die Sonderanknüpfungen von
Art. 156 ff. IPRG – Ausnahmen gemacht.⁹⁸⁵

466

Das Gesellschaftsstatut umfasst nach Art. 155 IPRG ausdrücklich die Rechtsna-
tur, die Entstehung und den Untergang der Gesellschaft, die Rechts- und
Handlungsfähigkeit, den Namen oder die Firma, die Organisation (Organe, Sta-
tuten, Kapitalzusammensetzung, Kontrolle etc.), die internen Beziehungen
(zwischen Gesellschaft und Gesellschaftern, Minderheitsrechte etc.) sowie die
Haftung aus Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften und die Vertretung
in der Gesellschaft.⁹⁸⁶

467

⁹⁸¹ MEIER N., Eingriffsnormen, 203; OFK IPRG-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 154 N 9.

⁹⁸² Botschaft IPRG, 442 f.; Urteil 4A_10/2012 des BGer vom 2.10.2012, E. 2.1.1; CHK IPRG-GASSMANN, Art. 155 N 1; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 62; SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 11; SCHNYDER, Corporate Governance, 575; SCHWANDER, IPR BT, 341 f.

⁹⁸³ Siehe für die Rechtsprechung etwa Urteil VIII ZR 230/79 des BGH vom 5.11.1980.

⁹⁸⁴ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 1.

⁹⁸⁵ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 1.

⁹⁸⁶ Siehe etwa KREN KOSTKIEWICZ, 742 ff.

2.3. Sonderanknüpfungen nach Art. 156 ff. IPRG

468 In Abweichung von der Grundsatzbestimmung sehen Art. 156 ff. IPRG diverse *Sonderanknüpfungen* vor. Für Ansprüche aus öffentlicher Ausgabe von Beteiligungspapieren und Anleihen, für Aspekte des Namens- und Firmenschutzes, für Beschränkungen der Vertretungsbefugnis, für die Haftung ausländischer Gesellschaften sowie für Zweigniederlassungen ausländischer Gesellschaften in der Schweiz sieht das IPRG hier – in Korrektur der Regelverweisung – zugunsten schützenswerter Drittinteressen eine gesonderte Berufung des anwendbaren Rechts vor.⁹⁸⁷ Damit wird die Inkorporationstheorie im Umfang der Sonderanknüpfungen in gewisser Weise zugunsten der Überlagerungstheorie abgeschwächt.⁹⁸⁸ In Art. 161 ff. IPRG erfolgt sodann eine ausführliche Regelung grenzüberschreitender Umstrukturierungen.⁹⁸⁹

3. Friktionen aus Sitz- und Inkorporationstheorie

469 Die *unterschiedlichen Anknüpfungsgrundsätze* im Gesellschaftsrecht in den verschiedenen Rechtsordnungen können bei Übernahmen zu *Friktionen* führen. Da insbesondere in Deutschland – das aus Schweizer Sicht in der Übernahmep Praxis äusserst wichtig ist –⁹⁹⁰ die Sitztheorie gilt, befinden sich Übernahmen mit Deutschland- und Schweizbezug unmittelbar im Spannungsfeld von Sitz- und Inkorporationstheorie.

470 Ist bspw. eine Zielgesellschaft in der Schweiz inkorporiert, hat aber ihren effektiven Sitz in Deutschland, kommt es zu einer unterschiedlichen Beurteilung des auf die Zielgesellschaft anwendbaren Gesellschaftsrechts nach deutschem und nach schweizerischem Recht: Während aus Sicht des IPRG das Schweizer Gesellschaftsrecht für das Zielgesellschaftsstatut massgebend ist, ist dies aus deutscher Sicht das deutsche Gesellschaftsrecht. Je nachdem, in welchem Staat es zu einem (hypothetischen) Gerichtsprozess kommt, wendet das entsprechende Gericht bei der Beurteilung der Übernahme unterschiedliches Gesellschaftsrecht an. Gemäss der deutschen Rechtsprechung wäre die Zielgesellschaft als Kapitalgesellschaft nicht einmal *rechtsfähig*, da sie in Deutsch-

⁹⁸⁷ SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 11; siehe ausführlicher hinten [N 513 ff.](#)

⁹⁸⁸ SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 12; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 157.

⁹⁸⁹ Siehe dazu etwa die Art. 161 ff. in SHK FusG-COURVOISIER; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 81 ff.; SCHNYDER, Internationale Transaktionen, 60 ff.; ausführlicher hinten [N 526 ff.](#)

⁹⁹⁰ Siehe vorne [N 4.](#)

land nicht inkorporiert bzw. ins Register eingetragen ist.⁹⁹¹ Steht schon die Rechtsfähigkeit der Zielgesellschaft in Zweifel, wird die Übernahme grundlegende Mängel aufweisen.

Aus diesem Grund ist aus gesellschaftsrechtlicher Sicht bei grenzüberschreitenden Übernahmen zu grösster Vorsicht zu raten, wenn eine Gesellschaft beteiligt ist, deren tatsächlicher Verwaltungssitz nicht mit dem Inkorporationsort übereinstimmt. Sobald nämlich eine Rechtsordnung betroffen ist, in welcher die Sitztheorie gilt, drohen – aufgrund des fehlenden Schutzes aus der Niederlassungsfreiheit des EU-Rechts in Bezug auf die Schweiz –⁹⁹² nicht abschätzbare Konsequenzen. Dies gilt nicht einzig für die Frage der Rechtsfähigkeit einer Gesellschaft, sondern ist im Rahmen einer Übernahme immer zu beachten, wenn – etwa als Anknüpfungskriterium – der Sitzbegriff auftaucht.⁹⁹³

471

Diese Problematik ist nicht dem Übernahmerecht eigen, sondern als allgemeines Problem dem gesamten internationalen Gesellschaftsrecht inhärent.⁹⁹⁴ Deshalb ist sie auch an dieser Stelle nicht weiter darzulegen, sondern es muss der Hinweis genügen, bei grenzüberschreitenden Übernahmen unter Beteiligung – sei dies als Zielgesellschaft, Übernehmerin oder auf Verkäuferseite – einer Gesellschaft, die möglicherweise nicht am Inkorporationsort effektiv verwaltet wird, diese mögliche Stolperfalle im Auge zu behalten.

472

II. Umfang des Übernahmegesellschaftsstatuts

1. Im Allgemeinen

Nachdem aufgezeigt wurde, wie das Gesellschaftsstatut bestimmt wird, stellt sich die Frage, welche *Aspekte bzw. Rechtsfragen* einer Übernahme unter das

473

⁹⁹¹ Siehe die bekannte «Trabrennbahn»-Entscheidung, Urteil II ZR 158/06 des BGH vom 27.10.2008, E. I.1.b. Danach ist im Bereich des autonomen internationalen Privatrechts – und damit mit Bezug zur Schweiz (da ausserhalb des EU-Rechts) – die Rechtsfähigkeit einer Gesellschaft nach dem Recht des Sitzstaates zu bestimmen. Eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft ist deshalb nur dann in Deutschland rechtsfähig, wenn sie im deutschen Handelsregister eingetragen ist (bzw. ist sie als Personengesellschaft zu behandeln). Innerhalb der EU hingegen müssen Gesellschaften, welche nach dem Recht des Gründungsstaates gültig errichtet wurden, aufgrund der Niederlassungsfreiheit anerkannt werden, siehe dazu etwa BK Aktienrecht-NOBEL, § 13 N 12 ff.

⁹⁹² Zum Schutz der Niederlassungsfreiheit siehe ausführlich BERNER, 111 ff.

⁹⁹³ So etwa im Zusammenhang mit der Anwendbarkeit des FinfraG, siehe [N 685 ff.](#)

⁹⁹⁴ Siehe zur Problematik aus schweizerischer Sicht VISCHER F., Personalstatut, 985 ff.

Übernahmegesellschaftsstatut fallen. Dabei ist einerseits zu fragen, welche Aspekte überhaupt *gesellschaftsrechtlicher Natur* sind. Diese Frage ist deshalb von Bedeutung, weil die gesellschaftsrechtlichen Aspekte von den vertraglichen, sachenrechtlichen und insbesondere von den übernahmeaufsichtsrechtlichen Aspekten abzugrenzen sind, da v. a. mit letzteren Überschneidungen auszumachen sind.

- 474 Andererseits ist auch zu prüfen, welche Fragen gemäss dem Inkorporationsprinzip *ordentlich anzuknüpfen* und wo Abweichungen – namentlich aufgrund von *Sonderanknüpfungen* – geboten oder sinnvoll sind. Wie vorne dargestellt, soll der Umfang des gewöhnlichen Gesellschaftsstatuts möglichst weit gefasst werden. Gerade bei öffentlichen Übernahmeangeboten könnte aber eine Abweichung bei der Anknüpfung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Aspekte einer Übernahme hilfreich sein, um eine Übereinstimmung mit dem Übernahmeaufsichtsrecht zu erzielen, was einer «*Durchbrechung des Dogmas der einheitlichen Anknüpfung*» aller gesellschaftsrechtlichen Pflichten und Rechte gleichkäme.⁹⁹⁵
- 475 Im Zusammenhang mit Übernahmen ist im Bereich des Gesellschaftsrechts je nach Personalstatut der betroffenen Gesellschaft eine Unterteilung vorzunehmen. Im Zentrum steht klar das *Statut der Zielgesellschaft*, welches für zahlreiche Fragen massgebend ist, so in Bezug auf die gesellschaftsrechtlichen Vorkehrungen, die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte, die Aktionärsrechte, die Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung sowie die damit verbundene Verantwortlichkeitshaftung.⁹⁹⁶ Daneben ist aber auch immer das *Statut der Übernehmerin* im Auge zu behalten. Neben allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Vorkehrungen können hier insbesondere Aspekte einer Kapitalerhöhung wichtig sein. Schliesslich kann auch das *Statut des Verkäufers* bzw. der Verkäufer für Einzelfragen relevant sein.
- 476 Das Zielgesellschaftsstatut und das Übernahmegesellschaftsstatut werden bei grenzüberschreitenden Übernahmen oft unterschiedlich sein. In diesem Fall kommen auf eine Übernahme kumulativ gesellschaftsrechtliche Normen zweier Rechtsordnungen zur Anwendung, welche die Gestaltungsfreiheit der Parteien einschränken. Da die beiden Gesellschaftsstatute jeweils für unterschiedliche Aspekte relevant sind, sind jedoch trotz Kumulation keine Überschneidungen oder Widersprüche zu erwarten.

⁹⁹⁵ EBENROTH/WILKEN, 245.

⁹⁹⁶ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 357 f.

2. Zielgesellschaftsstatut

Für den grössten Teil der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einer Übernahme ist das *Zielgesellschaftsstatut* massgebend, da aus gesellschaftsrechtlicher Sicht die Zielgesellschaft klar im Zentrum steht. Zentral ist insbesondere die Thematik der Übertragung der Mitgliedschaftsrechte, da diese das Kernelement einer Übernahme bildet und sich am Schnittpunkt von Gesellschafts- und Sachenrecht befindet. Ebenfalls von besonderer Bedeutung sind Fragen nach dem Verhalten und den Pflichten des Verwaltungsrats, einerseits, weil sie viel Streitpotential bieten und andererseits, weil sie in Konkurrenz zu den übernahmeaufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten stehen. Es kann sich bereits die Frage stellen, welche Regelungen überhaupt unter den Verweisungsbegriff «Gesellschaftsrecht» subsumiert werden können. Daneben können zahlreiche andere Vorkehrungen im Zusammenhang mit der Übernahme dem Zielgesellschaftsstatut unterliegen.

477

2.1. Übertragung der Mitgliedschaftsrechte

Schon die *Übertragung der Anteile* – und damit verbunden die Übertragung der Aktionärsstellung bzw. der Mitgliedschaftsrechte – kann nicht ohne Beachtung des Rechts der Zielgesellschaft erfolgen. Art. 155 lit. f IPRG hält fest, dass die Beziehung zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern dem Gesellschaftsstatut untersteht, worunter auch die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte zu subsumieren ist.⁹⁹⁷

478

Für die international-privatrechtliche Betrachtung der Übertragung der Mitgliedschaftsrechte muss differenziert werden, da hierfür sowohl Gesellschaftsrecht, Sachenrecht- und Wertpapierrecht⁹⁹⁸ als auch Vertragsrecht massgebend sind.⁹⁹⁹ So ist für die Übertragung von Aktien hinsichtlich der Wirkungen gegenüber der Gesellschaft einerseits das *Gesellschaftsrecht* massgeblich (Übergang der Stimmrechte, Form der Übertragung, Vinkulierung

479

⁹⁹⁷ KREN KOSTKIEWICZ, 746; NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 63.

⁹⁹⁸ Der Einfachheit halber werden aufgrund der engen Verknüpfung nachfolgend das Sachenrecht und das Wertpapierrecht teilweise zusammen genannt, auch wenn es sich hierbei um zwei eigenständige Rechtsgebiete handelt; da die Bestimmungen auf denselben gesetzgeberischen Leitgedanken, Interessenabwägungen und Instrumenten beruhen, kann für die Abgrenzung zu den gesellschaftsrechtlichen Aspekten im internationalen Verhältnis diesbezüglich eine Vereinfachung vorgenommen werden; siehe zum Verhältnis des Wertpapierrechts zum Sachenrecht BEELER, 28 ff.

⁹⁹⁹ Siehe für die Problematik im materiellen Recht JÄGGI, 65 f.

etc.), andererseits für das zugrundeliegende Rechtsverhältnis und dessen Wirkungen aber auch das *Vertragsstatut* und betreffs Eigentumserwerb das *Wertpapier- oder Sachenrechtsstatut*.¹⁰⁰⁰

- 480 Insbesondere die *Abgrenzung zwischen Sachenrechtsstatut und Gesellschaftsstatut* kann dabei Schwierigkeiten bereiten, da die Übertragung von Mitgliedschaftsrechten nach Schweizer Recht in einem Schnittbereich von Gesellschaft-, Sachen- und Wertpapierrecht zu verorten ist: So macht einerseits das Gesellschaftsrecht Vorgaben für die Übertragung bzw. äussert sich zum Übergang der Rechte (so insb. Art. 684 Abs. 2 OR; Art. 685 ff. OR und Art. 686 Abs. 4 OR etc. für die AG sowie Art. 785 ff. OR für die GmbH), aber auch das Wertpapier- bzw. Sachenrecht (bspw. Art. 967 OR i. V. m. Art. 922 ZGB; Art. 935 ZGB).¹⁰⁰¹ Diese Abgrenzung ist näher zu betrachten.
- 481 Gemäss *Doktrin* untersteht das Recht *aus* der Beteiligung dem Personalstatut der Gesellschaft, wohingegen das Recht *an* der Beteiligung dem Sachenrechtsstatut untersteht.¹⁰⁰² Damit einher gehen die Bezeichnungen Wertpapierrechtsstatut oder Wertpapiersachstatut.¹⁰⁰³ Das Gesellschaftsstatut als Wertpapierrechtsstatut urteilt darüber, ob Mitgliedschaftsrechte fungibel sind, wie sie zu übertragen (Übergabe, Indossierung etc.) und allenfalls einzu- übertragen sind (Anteilsregister, Aktienbuch), wie sie verbrieft werden (können), welche Wertpapiere sie darstellen und wie ihre Übertragbarkeit beschränkt werden kann.¹⁰⁰⁴ Die Frage nach dem *Recht an der Beteiligung* beantwortet sich hingegen nach den Grundsätzen der sachenrechtlichen Anknüpfung, insbesondere der *lex cartae sitae*.¹⁰⁰⁵ So beurteilt sich bspw. die Frage nach dem gut-

¹⁰⁰⁰ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 24 f.

¹⁰⁰¹ Siehe allgemein zur Übertragung von Aktien etwa VISCHER M./LIEBERHERR, 294 ff.

¹⁰⁰² BSK IPRG-EBERHARDT/VON PLANTA, Art. 155 N 13; CONSTANTINI, Effektenkommission, 33; FAVRE, 252; Göthel, M&A-GÖTHEL, 303 f.; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 25.

¹⁰⁰³ Göthel, M&A-GÖTHEL, 304; MüKo BGB IPR (4. Aufl.)-WENDEHORST, Art. 43 N 194 f.; ZK IPRG II-KUHN, Vor Art. 108a-108d N.

¹⁰⁰⁴ BSK IPRG-EBERHARDT/VON PLANTA, Art. 155 N 13; DÜRIG, 23 f.; Göthel, M&A-GÖTHEL, 304; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 913 ff.

¹⁰⁰⁵ DÜRIG, 24; HAHN, 744; ZOBL, Wertpapierübertragung, 110; siehe auch Urteil IV ZR 207/92 des BGH vom 19.1.1994; siehe dazu hinten [N 550](#) und [N 557](#).

gläubigen Erwerb von Anteilen nach dem Sachenrechtsstatut. Daneben könnte auch das *eigentliche Wertpapierstatut* für gewisse grundlegende wertpapierrechtliche Fragen massgebend sein.¹⁰⁰⁶

Das *Bundesgericht* hat sich teilweise zum auf die Anteilsübertragung anwendbaren Recht geäussert: In einem Entscheid hat es festgehalten, dass aufgrund der weiten Fassung des Gesellschaftsstatus auch der Erwerb, die Änderung und der Verlust der Mitgliedschaft in einer Gesellschaft sowie die Art und Wirkung der Übertragung des Mitgliedschaftsrechts darunterfallen.¹⁰⁰⁷ Zumindest diesbezüglich sind schon einige Hinweise dem älteren «Royal Dutch»-Fall des Bundesgerichts zu entnehmen.¹⁰⁰⁸ Das Bundesgericht hatte dabei ausgeführt, dass sich der Aktionär trotz der Wertpapiernatur der Aktie in Bezug auf den Erwerb dem Gesellschaftsstatut unterwirft.¹⁰⁰⁹ Das im Wertpapier verurkundete Rechtsverhältnis als solches sei zu unterscheiden von eigentlichen wertpapierrechtlichen Fragen.¹⁰¹⁰ Aufgrund der vom Bundesgericht gestützten weiten Anwendung der gesellschaftsrechtlichen Normen sind deshalb m. E. Aspekte, welche sowohl eine wertpapier- bzw. sachenrechtliche als auch eine gesellschaftsrechtliche Dimension haben, nach dem Gesellschaftsstatut zu beurteilen. Das eigentliche Wertpapierstatut wird daher im Zusammenhang mit dem Erwerb von Gesellschaftsanteilen über weite Strecken verdrängt. Gleiches gilt für das Sachenrechtsstatut, welches nur noch für Einzelaspekte, welche das Gesellschaftsrecht nicht erfasst (etwa die Frage nach dem gutgläubigen Erwerb, nach Eigentumsvermutungen sowie nach dem Verlust des Eigentums), relevant ist.

482

Ist bspw. die Gültigkeit der Übertragung von verbrieften Namenaktien einer in der Schweiz inkorporierten Aktiengesellschaft umstritten, so ist als Gesellschaftsstatut grundsätzlich schweizerisches Recht anwendbar. Dieses schreibt die Übergabe des indossierten Aktientitels an den Erwerber vor (Art. 684 Abs. 2 OR). Sind die verbrieften Aktien aber beim Verkäufer in Deutschland be-

483

¹⁰⁰⁶ Wobei das IPRG etwa keine Regelung des anwendbaren Rechts für das Wertpapierrecht allgemein kennt, etwa für die Frage, wann eine Urkunde ein Wertpapier darstellt, weshalb in diesem Zusammenhang zahlreiche Fragen umstritten sind, siehe BSK Wertpapierrecht-FURTER, Art. 965 N 26; BK Fahrnispfand-ZOBL/THURNHERR, systematischer Teil N 906b.

¹⁰⁰⁷ Urteil 4A_10/2012 des BGer vom 2.10.2012, E. 2.1.1.

¹⁰⁰⁸ BGE 80 II 53; siehe für eine kurze Kommentierung NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 63 ff.

¹⁰⁰⁹ BGE 80 II 53 E. 2a.

¹⁰¹⁰ BGE 80 II 53 E. 2b und 2c.

legen, so wäre sachenrechtlich deutsches Recht massgebend (*lex cartae sitae*). Die Frage, ob die Übergabe und Indossierung korrekt vorgenommen wurden, ist zwar primär eine sachen- und wertpapierrechtliche Frage, muss aber hier trotzdem dem schweizerischen Recht entnommen werden, da über das (gemäss Bundesgericht weit zu fassende) Gesellschaftsstatut auch Normen berufen werden können, die nicht rein gesellschaftsrechtlicher Natur sind.

484 Auch die in der Praxis oft Zündstoff liefernde Thematik der *Vinkulierung* ist dem Gesellschaftsstatut zuzuweisen. Es ist unbestritten, dass die Beschränkung der Übertragbarkeit von Anteilen dem Gesellschaftsstatut untersteht,¹⁰¹¹ sodass dies für die ganze Vinkulierungsproblematik gelten muss. Im internationalen Kontext ist ein Augenmerk auf die Besonderheit der *Ausländervinkulierung* zu legen.¹⁰¹² Gemäss dieser kann die Gesellschaft Erwerber von Namenaktien ablehnen, sofern deren Anerkennung (bei ausländischer Beherrschung) gewisse Rechtsfolgen durch Bundesgesetze nach sich ziehen könnte.¹⁰¹³ Es ist nur eine eingeschränkte Ausländerklausel statuiert, d. h., die Klausel eröffnet nicht generell, sondern nur unter relativ stark eingeschränkten Voraussetzungen die Möglichkeit einer Ablehnung von Ausländern.¹⁰¹⁴ Von den massgebenden ausländerspezifischen Regelungen dürfte heute noch die Beschränkung des Erwerbs von Grundstücken durch Ausländer (*Lex Koller*)¹⁰¹⁵ für Immobiliengesellschaften wichtig sein.¹⁰¹⁶

485 Im Zusammenhang mit der Übertragung der Mitgliedschaftsrechte ebenfalls zu beachten sind die *Meldepflichten* für den Erwerb von *Aktien* nach Art. 697j OR (bzw. Art. 790a OR für den Erwerb von Stammanteilen).¹⁰¹⁷ Im Gegensatz zu den börsenrechtlichen Meldepflichten¹⁰¹⁸ sind diese m. E. aus internationalprivatrechtlicher Sicht als gesellschaftsrechtlich zu verorten – auch wenn sie ihren Ursprung in der Geldwäschereibekämpfung haben –, da sie gemäss Art. 697m OR direkt ins Verhältnis von Gesellschafter zu Gesellschaft eingreifen (Ruhen der Mitgliedschaftsrechte bei Verletzung der Meldepflichten etc.). Damit fallen sie m. E. unter die internen Beziehungen der Zielgesellschaft

¹⁰¹¹ Statt vieler BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 13.

¹⁰¹² Dazu ausführlich KLÄY, 234 ff.

¹⁰¹³ Art. 4 SchIB zum 26. Titel des OR i. V. m. Art. 685d Abs. 1 OR.

¹⁰¹⁴ KLÄY, 235 f., wobei die Zulässigkeit im Einzelnen umstritten ist, siehe BÖCKLI, § 6 N 103 ff.; TSCHÄNI/DIEM, M&A-Manual, 117.

¹⁰¹⁵ Dazu hinten [N 1135 f.](#)

¹⁰¹⁶ Siehe dazu KLÄY, 243, sowie zur historischen Bedeutung 237 f.

¹⁰¹⁷ Siehe dazu etwa GERICKE/KUHN, 849 ff.

¹⁰¹⁸ Art. 120 ff. FinfraG, dazu hinten [N 738 f.](#)

i. S. v. Art. 155 lit. f IPRG.¹⁰¹⁹ Es ergibt sich schon aus der gesetzlichen Regelung ohne Weiteres, dass diese – unabhängig vom anwendbaren Kaufvertrags- oder Wertpapierrecht – immer zur Anwendung kommen muss, wenn es um die Aktien (bzw. Stammanteile) einer in der Schweiz inkorporierten Gesellschaft geht.

Die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte sowie damit verbundene Fragen richten sich deshalb nach dem Gesellschaftsstatut. 486

2.2. Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft

Ein weiterer wichtiger Themenkomplex im Zusammenhang mit dem Zielgesellschaftsstatut bilden die *Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats* der Zielgesellschaft, im Besonderen hinsichtlich *Abwehrmassnahmen* gegen die Übernahme. Obwohl der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nur für die Zielgesellschaft handelt und somit nicht eine (Vertrags-)Partei vertritt, nimmt er bei Übernahmen eine wichtige Rolle ein. Er wird bisweilen gar als «Gatekeeper» der Übernahme bezeichnet,¹⁰²⁰ da er in verschiedener Hinsicht auf die Übernahme einwirken kann; namentlich kann er bei einer Vinkulierung oder Stimmrechtsbeschränkung direkt auf den Erfolg der Transaktion Einfluss nehmen. 487

Die Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft in der Übernahmesituation und die Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen geben zu vielerlei Diskussionen Anlass und sind eine vertieft diskutierte Problematik.¹⁰²¹ Auch aus einem international-privatrechtlichen Betrachtungswinkel stellen sich diverse Fragen, da es sich um eine Materie im zentralen *Schnittbereich* zwischen *Gesellschaftsrecht* und *Übernahmeaufsichtsrecht* handelt.¹⁰²² Da sowohl das Gesellschaftsrecht als auch das Übernahmeaufsichtsrecht je Regelungen aufstel- 488

¹⁰¹⁹ Siehe für gesellschaftsrechtliche Anmeldeerfordernisse im deutschen Recht Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1593.

¹⁰²⁰ So SCHENKER, Übernahmerecht, 554, insb. für öffentliche Übernahmen, dasselbe gilt aber allgemein.

¹⁰²¹ Siehe dazu die Dissertationen BERNET, GEHRER, GLATTHAAR, KUY, LAMBERT und STEININGER; ferner zu den Verhaltenspflichten BERTSCHINGER, 329 ff.; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 1 ff.; MARGIOTTA, 131 ff.; MEIER-SCHATZ, 291 ff.; TSCHÄNI, Lyondell, 72 ff.; TSCHÄNI/DIEM, Pflichten, 51; WATTER, Pflichten, 1 ff.; zu den Abwehrmassnahmen ferner BAUMANN, 2 ff.; DRUEY, 157 ff.; DUBS, Abwehrmassnahmen, 43 ff.; NOBEL, UEK, 146 ff.; SCHUSTER M., Feindliche Übernahmen, 1 ff.; TSCHÄNI/DIEM, Übernahmekämpfe, 54 ff.

¹⁰²² Siehe zur Problematik etwa EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 319 ff.

len, welche das Verhalten des Verwaltungsrats normieren sowie die Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen einschränken, gestaltet sich auch die Anknüpfung nicht einfach. Auf diese Problematik wird an anderer Stelle vertieft eingegangen sein,¹⁰²³ nachfolgend konzentriert sich die Darstellung auf die gesellschaftsrechtlichen Aspekte, was zumindest für private Transaktionen ohnehin genügt.

- 489 Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht sind für die *Verhaltenspflichten* des Verwaltungsrats insbesondere die *Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht* von Art. 717 OR wichtig, da das Verhalten des Verwaltungsrats auch in der Übernahmesituation primär an diesen Handlungsmaximen des Aktienrechts gemessen werden muss.¹⁰²⁴ Das Verhältnis der Verwaltung zu den Gesellschaftern bzw. der Gesellschaft, die Implementierung von Abwehrmassnahmen und Pflichtenkollisionen fallen unter das *Personalstatut*.¹⁰²⁵ Das Verhalten der Organe ist einerseits Teil der Organisation der Gesellschaft gemäss Art. 155 lit. e IPRG, welche auch die Aufgaben, Zuständigkeiten und Funktionen der Gesellschaftsorgane umfasst.¹⁰²⁶ Daneben kann das Verhalten des Verwaltungsrats auch unter «interne Beziehungen» i. S. v. Art. 155 lit. f IPRG oder (nach aussen hin) unter die Organvertretung nach lit. i subsumiert werden. Auf jeden Fall ist es im Grundsatz unstreitig dem Gesellschaftsstatut zuzuweisen.
- 490 Abwehrmassnahmen können ganz unterschiedlich ausgestaltet sein und einen engen oder einen nur entfernten Bezug zum Gesellschaftsrecht haben.¹⁰²⁷ Viele Abwehrmassnahmen – insbesondere die Anwendung von Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen, genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhungen, gestaffelte Verwaltungsräte, Petrifizierungsklauseln etc. sind unzweideutig gesellschaftsrechtliche Massnahmen, deren Zulässigkeit das Zielgesellschaftsstatut regelt.¹⁰²⁸ Andere Abwehrmassnahmen – etwa Kommunikationsstrategien – müssen keinen direkten Gesellschaftsrechtsbezug haben, schliesslich werden sie (bzw. das Handeln des Verwaltungsrats) aber an den gesellschaftsrechtlichen Grundprinzipien gemessen werden, so dass auch hier das Gesellschaftsstatut hineinspielt.

¹⁰²³ Dazu ausführlich hinten [N 1075 ff.](#)

¹⁰²⁴ BERNET, 284; siehe vorne [N 71](#).

¹⁰²⁵ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 377.

¹⁰²⁶ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 22.

¹⁰²⁷ Zu den statutarischen Abwehrmassnahmen siehe GEHRER, 71 ff.; zu einer aktienrechtlichen Beurteilung verschiedener denkbarer Abwehrmassnahmen siehe KUY, 1 ff.

¹⁰²⁸ Vgl. SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 357.

Mit den Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats nachgelagert verbunden ist immer auch die *Verantwortlichkeitshaftung* der Organe, die gerade bei Abwehrmassnahmen am Rande der Zulässigkeit aktuell werden kann. Nach Art. 155 lit. g IPRG ist auch die Haftung aus Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften vom Umfang des Gesellschaftsstatuts erfasst. Dies gilt unabhängig davon, ob die Verantwortlichkeitsansprüche von der Gesellschaft, von Aktionären oder Dritten geltend gemacht werden – also nicht nur für interne Verhältnisse. Einzig im Falle der *Sonderanknüpfung* von Art. 159 IPRG erfolgt im Fall der Haftung einer im Ausland inkorporierten Gesellschaft für in der Schweiz oder von der Schweiz aus geführte Geschäfte eine Abweichung vom Gesellschaftsstatut.¹⁰²⁹ 491

Allgemein in der Übernahmesituation – aber auch im Zusammenhang mit Abwehrmassnahmen – spielt die *aktienrechtliche Kompetenzordnung* eine Rolle. Der Verwaltungsrat darf grundsätzlich – auch im Zusammenhang mit der Übernahme als ausserordentlicher Situation einer Gesellschaft – keine Handlungen vornehmen, die in den Kompetenzbereich der Generalversammlung fallen (was bspw. bei hohen *Break-up Fees* problematisch ist).¹⁰³⁰ Dabei handelt es sich um klar dem Zielgesellschaftsstatut zuzuweisende Problematiken, da sie unter «Organisation» und «interne Beziehungen» i. S. v. Art. 155 IPRG (lit. e und f) subsumiert werden können. 492

Das Verhalten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bemisst sich deshalb in der Übernahmesituation nach dem Zielgesellschaftsstatut. Eine Abweichung besteht nur hinsichtlich der Haftung für gewisses inländisches Verhalten von im Ausland inkorporierten Gesellschaften als Folge von Art. 159 IPRG. Aufgrund der Überschneidungen mit dem Übernahmehaufsichtsrecht wird das Verhältnis bzw. die Abgrenzung von Zielgesellschaftsstatut und anwendbarem Übernahmehaufsichtsrecht im Bereich des Verhaltens des Verwaltungsrats und namentlich bei Abwehrmassnahmen näher zu betrachten sein.¹⁰³¹ 493

¹⁰²⁹ Siehe dazu hinten [N 524 f.](#)

¹⁰³⁰ Dies umfasst auch Handlungen, die faktisch einen Beschluss der Generalversammlung vorwegnehmen, etwa durch Erschweren oder Verunmöglichen einer freien Beschlussfassung; dazu etwa ISLER, *Break-up Fee*, 90.

¹⁰³¹ Siehe hinten [N 1075 ff.](#)

2.3. Squeeze-out

- 494 Im Nachgang zu Übernahmen ist der Übernehmer regelmässig interessiert, einen zwangsweisen Ausschluss von Minderheitsaktionären (*Squeeze-out*) vorzunehmen, um die alleinige Kontrolle über die Zielgesellschaft innezuhaben.¹⁰³² Das Schweizer Recht kennt zwei Formen des *Squeeze-out*, nämlich die *Squeeze-out-Fusion* nach FusG sowie das *Kraftloserklärungsverfahren* nach FinfraG. Hält die Übernehmerin nach einem öffentlichen Übernahmeangebot mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann sie das übernahmerechtliche Kraftloserklärungsverfahren gemäss Art. 137 FinfraG mittels Klage gegen die Gesellschaft anstreben.¹⁰³³ Sofern die Übernehmerin «nur» über 90 Prozent der Stimmrechte erhält, so steht ihr die Möglichkeit der Abfindungsfusion gemäss Art. 8 Abs. 2 FusG i. V. m. Art. 18 Abs. 5 FusG offen, wobei im Rahmen der Fusion an Stelle von Mitgliedschaftsrechten lediglich eine Abfindung ausgerichtet wird.¹⁰³⁴ Während der *Squeeze-out* nach FinfraG auf öffentliche Übernahmen beschränkt ist, steht die *Squeeze-out-Fusion* nach FusG auch privaten Gesellschaften offen.
- 495 Die Kraftloserklärung von Beteiligungsrechten bzw. der zwangsweise Ausschluss von Minderheitsaktionären hat offensichtlich eine *gesellschaftsrechtliche Dimension*. Deshalb stellt sich die Frage, ob ein *Squeeze-out* dem Gesellschaftsstatut untersteht. Diese Frage ist für beide Arten des *Squeeze-out* separat zu klären:
- 496 Das *Fusionsgesetz* ist ein Querschnittserlass des Gesellschaftsrechts, welcher die Anpassung der rechtlichen Strukturen von Gesellschaften und anderen Rechtsträgern regelt.¹⁰³⁵ Somit handelt es sich auch bei den Bestimmungen zum *Squeeze-out* im FusG um Regelungen *gesellschaftsrechtlicher Art*. Sie stehen im Zusammenhang mit den Minderheitsrechten der Aktionäre und der mitgliedschaftlichen Kontinuität, womit sie offensichtlich die Beziehung zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern i. S. v. Art. 155 lit. f IPRG normieren. Der *Squeeze-out* nach FusG im Nachgang zu einer grenzüberschreitenden Übernahme beurteilt sich deshalb nach dem Zielgesellschaftsstatut. Die besonderen Bestimmungen für grenzüberschreitende Fusionen nach

¹⁰³² HÖHN/LANG/ROELLI, 389 ff.

¹⁰³³ TSCHÄNI, *Squeeze-out*, 40.

¹⁰³⁴ GOTSCHEV/STAUB, 276.

¹⁰³⁵ VON DER CRONE/GERSBACH/KESSLER et al., 1; Fusionsrecht wird auch als unternehmerisches Transaktionsrecht bezeichnet, welches nicht mehr zum «klassischen» Gesellschaftsrecht gehöre, so PITTSCHEN, 16 f., m. w. H.

Art. 161 ff. IPRG kommen hingegen nicht zur Anwendung, da die Squeeze-out-Fusion im Nachgang zu einer Übernahme innerhalb einer Rechtsordnung vorgenommen wird.¹⁰³⁶

Der Squeeze-out nach FinfraG ist schwieriger einzuordnen. Bei der Kraftloserklärungsklage nach FinfraG handelt es sich um ein «*besonderes Instrument des Übernahmerechts*»¹⁰³⁷ und gemäss der systematischen Einordnung von Art. 137 FinfraG um eine Bestimmung übernahmeaufsichtsrechtlicher Natur. Nichtsdestotrotz qualifizieren die Doktrin und die Praxis diese Thematik als gesellschaftsrechtlicher Natur.¹⁰³⁸ Meines Erachtens ist diesen Ausführungen zuzustimmen, was an anderer Stelle ausführlich begründet wird.¹⁰³⁹ Obwohl systematisch im Übernahmeaufsichtsrecht eingeordnet, handelt es sich um eine rein gesellschaftsrechtliche Norm. Das bedeutet, dass sich der Squeeze-out nach dem gemäss Art. 154 IPRG auf die Zielgesellschaft zur Anwendung kommenden (Gesellschafts-)Recht richtet.¹⁰⁴⁰

Sowohl der Squeeze-out nach Fusionsgesetz als auch nach FinfraG sind deshalb gesellschaftsrechtliche Thematiken, sodass sich das anwendbare Recht in diesem Zusammenhang nach dem Zielgesellschaftsstatut bestimmt.

2.4. Spezialbestimmungen für börsenkotierte Gesellschaften

Das Schweizer Recht kennt – ausserhalb des Übernahmerechts im engeren Sinne – diverse *Spezialbestimmungen für börsenkotierte Gesellschaften*,¹⁰⁴¹ welche mindestens einen Bezug zum Gesellschaftsrecht haben. Von grosser Wichtigkeit und mit besonders engem Bezug zum Gesellschaftsrecht sind insbesondere die *Vorschriften der VegüV*, welche die Vergütung des obersten Ma-

¹⁰³⁶ Hingegen sind auch grenzüberschreitende Squeeze-out-Fusionen theoretisch denkbar, die direkt (d. h. nicht im Zusammenhang mit einer Übernahme) durchgeführt werden, diesfalls wären die Bestimmungen von Art. 161 ff. IPRG anwendbar. Siehe zu Art. 161 ff. IPRG hinten [N 526 ff.](#)

¹⁰³⁷ HÖHN/LANG/ROELLI, 389.

¹⁰³⁸ Siehe ausführlicher hinten [N 1017 ff.](#)

¹⁰³⁹ Zu den Gründen siehe hinten [N 1018 ff.](#)

¹⁰⁴⁰ Bzw. wird Art. 137 FinfraG nach dem Inkorporationsprinzip des IPRG berufen, siehe hinten [N 1028 ff.](#)

¹⁰⁴¹ Siehe etwa SCHENKER, *Kotierte Gesellschaften*, 6 ff.

nagements von börsenkotierten Gesellschaften regeln. Im vorliegend interessierenden Zusammenhang enthält die VegüV insbesondere eine explizite Regelung zu Entschädigungen bei Unternehmensübernahmen.¹⁰⁴²

- 500 Aus international-privatrechtlicher Sicht stellt sich die Frage, ob die Vorschriften der VegüV als *gesellschaftsrechtlich* zu qualifizieren sind, sodass sie über Art. 154 IPRG berufen werden. Als *Zwecke* der Regelung in der VegüV werden aufgrund ihres Ursprungs in einer Volksinitiative verschiedene angeführt, neben dem Schutz der Volkswirtschaft, des Privateigentums und einer nachhaltigen Unternehmensführung,¹⁰⁴³ geht es insbesondere um den Aktionärschutz.¹⁰⁴⁴ Die Bestimmungen regeln das gesellschaftsrechtliche Verhältnis zwischen dem Aktionär und der Gesellschaft und werden deshalb als grösstenteils *gesellschaftsrechtlicher Natur* qualifiziert.¹⁰⁴⁵ Sie haben hingegen keinen übernahme- oder kapitalmarktrechtlichen Hintergrund, da sie nicht den Kapitalmarkt oder das Vertrauen von Anlegern, sondern im Besonderen die Mitspracherechte der Aktionäre in Bezug auf die Verwaltung schützen.¹⁰⁴⁶ Zwar zeichnen sich die Bestimmungen insofern durch einen besonderen Zwang aus, als sich auch Strafbestimmungen darunter finden,¹⁰⁴⁷ jedoch sehen diese schlicht eine strafrechtliche Ahndung gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen vor,¹⁰⁴⁸ ohne deren Rechtsnatur als zwingende gesellschafts- bzw. aktienrechtliche Bestimmungen zu beeinflussen. Im Zuge der Aktienrechtsrevision sollen die Bestimmungen in der VegüV ins Aktienrecht überführt werden, was ihre gesellschaftsrechtliche Natur bestätigt.¹⁰⁴⁹
- 501 Die Vorschriften der VegüV sind deshalb m. E. als *gesellschaftsrechtliche Vorschriften* i. S. v. Art. 154 IPRG zu qualifizieren. Sie fallen unter den Regelungsbereich der internen Beziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Mitgliedern i. S. v. Art. 155 lit. f IPRG und somit unter das Gesellschaftsstatut.
- 502 Trotzdem ist kurz eine Besonderheit der Regelung der VegüV zu beleuchten: Art. 1 Abs. 1 VegüV regelt den *Geltungsbereich* der Verordnung, indem sie für anwendbar erklärt wird auf Aktiengesellschaften gemäss OR, deren Aktien an

¹⁰⁴² Siehe Art. 20 Ziff. 3 VegüV, welcher gewisse Provisionen für Unternehmensübernahmen verbietet.

¹⁰⁴³ Siehe schon Art. 95 Abs. 3 BV.

¹⁰⁴⁴ VOGT/BASCHUNG, 14 ff.

¹⁰⁴⁵ GesKR-Komm. VegüV-VOGT, Art. 1 N 5; Praxiskommentar VegüV-SCHÄRER H., Art. 1 N 18.

¹⁰⁴⁶ Praxiskommentar VegüV-SCHÄRER H., Art. 1 N 18.

¹⁰⁴⁷ Siehe Art. 24 f. VegüV.

¹⁰⁴⁸ Praxiskommentar VegüV-RICHERS, Art. 24 N 2 f.

¹⁰⁴⁹ Botschaft Revision Aktienrecht 2016, 415 ff.

einer Börse im In- oder Ausland kotiert sind. Damit ist sie anwendbar auf Aktiengesellschaften mit *statutarischem Sitz in der Schweiz*.¹⁰⁵⁰ Dies wirft die Frage auf, ob diese Norm zum Geltungsbereich explizit den *räumlichen Anwendungsbereich* regeln möchte. Wie im Grundlagenteil erläutert, ist im Wirtschaftsrecht zur Durchsetzung von ordnungspolitischen Normen die Methodik verbreitet, den Anwendungsbereich vom (konkreten) Gesetz her *statutisch* zu bestimmen, d. h. Kollisionsfragen im Sachrecht zu regeln.¹⁰⁵¹ Art. 1 Abs. 1 VegüV könnte deshalb aus dieser Sicht als wirtschaftskollisionsrechtliche Norm qualifiziert werden, die unabhängig vom System des IPRG die internationale Anwendbarkeit der VegüV bestimmt. Jedoch äussert sich Art. 1 Abs. 1 VegüV nicht explizit zum räumlichen Geltungsbereich, wenn sie sich auf «Aktiengesellschaften nach den Artikeln 620–762 des Obligationenrechts» anwendbar erklärt. Zwar wird teilweise in der Literatur festgehalten, dass Art. 1 VegüV den räumlichen Geltungsbereich umschreibe,¹⁰⁵² was indirekt natürlich zutrifft, doch m. E. nicht für eine Qualifikation als kollisionsrechtliche Bestimmung genügen kann. Die Regelung führt im Ergebnis dazu, dass die VegüV auf diejenigen Gesellschaften anwendbar ist, auf die sie auch bei Berufung über Art. 154 IPRG gemäss Inkorporationsprinzip ohnehin anwendbar wäre.¹⁰⁵³ Eine besondere Bestimmung des räumlichen Anwendungsbereichs der VegüV in Abweichung vom internationalen Privatrecht war deswegen gerade *nicht* erwünscht – dies ganz im Gegensatz etwa zur Regelung des Geltungsbereichs der übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen.¹⁰⁵⁴ Deshalb ist m. E. Art. 1 Abs. 1 VegüV nicht als wirtschaftskollisionsrechtliche Bestimmung zu qualifizieren, sondern regelt einzig den *sachlichen* Geltungsbereich, während der räumliche Geltungsbereich – in gleicher Weise wie allgemein im Gesellschaftsrecht – gemäss Inkorporationsprinzip des Art. 154 IPRG bestimmt wird. Die Bestimmungen der VegüV müssen somit auch nicht als Eingriffsnormen zur Anwendung kommen.

Ist bei der Übernahme einer kotierten Gesellschaft das Zielgesellschaftsstatut schweizerisch, so wird demgemäss als gesellschaftsrechtliche Regelung auch die VegüV berufen. Im Zusammenhang mit Übernahmen können verschiedene

503

¹⁰⁵⁰ BSK VegüV-KNOBLOCH, Art. 1 N 2.

¹⁰⁵¹ Siehe vorne [N 185 ff.](#)

¹⁰⁵² So GesKR-Komm. VegüV-VOGT, Art. 1 N 4.

¹⁰⁵³ CHK VegüV-MÜLLER, Art. 1 N 3; GesKR-Komm. VegüV-VOGT, Art. 1 N 4 f.; Praxiskommentar VegüV-SCHÄRER H., Art. 1 N 16.

¹⁰⁵⁴ Dort können auch Gesellschaften mit statutarischem Sitz im Ausland erfasst werden; siehe ausführlich hinten [N 679 ff.](#)

Regelungen der VegüV zu beachten sein, so etwa das Verbot von Übernahme-provisionen an den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung¹⁰⁵⁵ oder die Unzulässigkeit von *staggered boards*¹⁰⁵⁶ als Abwehrmassnahme.

2.5. Weitere Aspekte

- 504 Neben den dargestellten gesellschaftsrechtlichen Haupt- und Sonderthematiken können diverse weitere gesellschaftsrechtliche Aspekte rund um die Zielgesellschaft wichtig sein. Spezifisch gesellschaftsrechtlich sind etwa Fragen nach *Aktionärsrechten* im Zusammenhang mit Übernahmen, insbesondere nach dem Stimmrecht in der Generalversammlung, dem Recht auf Teilnahme an der Generalversammlung, den Klage- und Kontrollrechten sowie Rechte auf Beibehaltung der Beteiligungsquote etc.¹⁰⁵⁷ Dies kann namentlich bei öffentlichen Übernahmen hinsichtlich *Proxy Fights* Bedeutung erlangen.¹⁰⁵⁸ Als interne Angelegenheiten fallen die Aktionärsrechte und damit verbundene Fragen zweifellos unter das Gesellschaftsstatut (Art. 155 lit. f IPRG).
- 505 Der Erwerb oder die Ankündigung des Erwerbs *eigener Aktien* durch die Zielgesellschaft i. S. v. Art. 659 OR kann Diskussionspunkt einer Übernahme sein, insbesondere im Zusammenhang mit Abwehrmassnahmen.¹⁰⁵⁹ Ein solcher Erwerb weist auch übernahmeaufsichts- sowie vertragsrechtliche Aspekte auf, hinsichtlich der gesellschaftsrechtlichen Einschränkungen aber ist das Zielgesellschaftsstatut massgebend. Ferner in der Übernahme von Bedeutung können auch *Stellvertretungsfragen* organschaftlicher Art sein oder verschiedene *organisatorische Aspekte*, namentlich Statutenänderungen. Auch diese richten sich nach dem Zielgesellschaftsstatut, da sie vom Umfang von Art. 155 IPRG erfasst sind.
- 506 Bei öffentlichen Übernahmen von besonderer Bedeutung ist die Frage nach einem in den Statuten verankerten *Opting-out* (bzw. *Opting-up*) von der Ange-

¹⁰⁵⁵ Siehe Art. 20 Ziff. 3 VegüV.

¹⁰⁵⁶ Siehe Art. 3 Abs. 2 VegüV; dazu BSK VegüV-DAENIKER, Art. 3 N 27.

¹⁰⁵⁷ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 469; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 357.

¹⁰⁵⁸ Proxy Fights stellen Abstimmungskämpfe dar, wobei einzelne Aktionäre andere Anteilsinhaber zu einer bestimmten Stimmabgabe zu bewegen versuchen, siehe etwa WATTER/RAMPINI, 2 ff.

¹⁰⁵⁹ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 408 f., m. w. H. auf die Praxis.

botspflicht.¹⁰⁶⁰ Zwar zeigen das Opting-out und Opting-up mit ihrer statutarischen Grundlage gewisse gesellschaftsrechtliche Züge, die Angebotspflicht stellt aber eine *übernahmeaufsichtliche* Regelung dar, weshalb an anderer Stelle vertieft auf diese Problematik einzugehen ist.¹⁰⁶¹ Sofern sich indes konkrete gesellschaftsrechtliche Fragen stellen – etwa nach der Gültigkeit einer Statutenänderung im Zusammenhang mit einem Opting-out oder Opting-in –, so fallen diese unter die Thematik der «Organisation» i. S. v. Art. 155 lit. e IPRG und somit unter das Zielgesellschaftsstatut.

3. Übernehmergesellschaftsstatut

Ist eine Transaktion nach dem Gesellschaftsstatut der Zielgesellschaft zulässig, so ist hiervon der Kreis der *gesellschaftsrechtlichen Aspekte* rund um die *Übernehmerin* zu unterscheiden.¹⁰⁶² Das Übernehmergesellschaftsstatut steht zwar weniger im Fokus der Übernahme, ist aber ebenfalls in verschiedener Hinsicht für die Beurteilung der Zulässigkeit einer Übernahme massgebend. Auch wenn eine Transaktion aus Sicht des Zielgesellschaftsstatuts erlaubt ist, kann sie scheitern, sofern das Übernehmergesellschaftsstatut Schranken hierzu aufstellt. Grundsätzlich richten sich alle *gesellschaftsbezogenen Rechtsverhältnisse* in Bezug auf die Übernehmerin sowie gesellschaftsrechtliche Vorkehrungen und Verhaltensweisen der Übernehmerin nach deren Gesellschaftsstatut.¹⁰⁶³ 507

Gewisse gesellschaftsrechtliche Aspekte auf Übernehmerseite entsprechen denjenigen auf der Zielgesellschaftsseite. Dies gilt namentlich für die *Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats* der Übernehmerin sowie die Verantwortlichkeit, welche nach dem auf die Übernehmerin anwendbaren Gesellschaftsstatut zu messen sind.¹⁰⁶⁴ Aus Sicht der Übernehmerin kann die *aktienrechtliche Kompetenzordnung* im Zusammenhang mit Zweckänderungsproblematiken entscheidend werden. Unternehmensübernahmen können bei 508

¹⁰⁶⁰ Siehe für das Opting-out Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG sowie für das Opting-up Art. 135 Abs. 1 letzter Satz FinfraG; siehe dazu etwa KÜNG/HUBER/KUSTER, Band II, Art. 22 N 2 ff.; ZOBL/KRAMER S., 121 ff.

¹⁰⁶¹ Siehe dazu hinten [N 1087 ff.](#)

¹⁰⁶² Göthel, M&A-GÖTHEL, 306.

¹⁰⁶³ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75; JOSENHANS, 261.

¹⁰⁶⁴ Zu den gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrats der Anbieterin siehe etwa JENTSCH, 84 f.

der Übernehmerin zu einer faktischen Zweckänderung führen, was nur unter Einhaltung des qualifizierten Quorums der Generalversammlung zulässig ist.¹⁰⁶⁵ Dies gilt es nach dem Übernehmergeellschaftsstatut zu überprüfen.

- 509 Einen zusätzlichen gesellschaftsrechtlichen Themenkomplex im Zusammenhang mit der Übernehmerin stellen *Kapitalerhöhungen* dar, insbesondere zur Transaktionsfinanzierung. Gerade bei der Übernahme von kotierten Gesellschaften spielen Kapitalerhöhungen eine grosse Rolle.¹⁰⁶⁶ Dabei können mittels Kapitalerhöhung bei der Übernehmerin Aktien geschaffen werden, welche diese als «Akquisitionswährung» andient.¹⁰⁶⁷ Das Obligationenrecht sieht sogar explizit die «Übernahme von Unternehmen» als wichtigen Grund für Bezugsrechtsausschlüsse bei Kapitalerhöhungen vor.¹⁰⁶⁸ Die aktienrechtlich vorgegebenen Rechtsakte rund um Kapitalerhöhungen, d. h. namentlich Beschlüsse des Verwaltungsrats und der Generalversammlung, Vollzugshandlungen, Handelsregisteranmeldungen etc., unterliegen dem Personalstatut der entsprechenden Gesellschaft.¹⁰⁶⁹ Sie werden unter die Organisationsaspekte gemäss Art. 155 lit. e IPRG subsumiert.¹⁰⁷⁰ Im Vorfeld von Übernahmen kann die Übernehmerin auch *eigene Aktien erwerben*, um diese im Rahmen der Übernahme als Zahlungsmittel anzudienen.¹⁰⁷¹ Hierfür sind die auf die Übernehmerin anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Regelungen zu beachten.¹⁰⁷²
- 510 Aus Sicht der Übernehmerin für den Vertragsschluss alsdann wichtig ist die *organschaftliche Vertretung*. Gemäss Art. 155 lit. i IPRG beurteilt sich diese nach dem Gesellschaftsstatut. Die Vertretung der Organe und Hilfspersonen, die gesetzliche bzw. statutarische Vertretungsmacht sowie die konkrete Vertretungsbefugnis unterstehen dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht,¹⁰⁷³ d. h. dem Übernehmergeellschaftsstatut. Diese organschaftliche Vertretung ist von der rechtsgeschäftlichen Vertretung nach Art. 126 IPRG ab-

¹⁰⁶⁵ Art. 704 Abs. 1 OR; siehe dazu BGE 100 II 384.

¹⁰⁶⁶ Göthel, M&A-SCHULZ, 423.

¹⁰⁶⁷ Siehe WOLF/GABERTHÜEL, 195 f.

¹⁰⁶⁸ Art. 652b Abs. 2 OR; für die Gründe hierfür siehe etwa BÖCKLI, § 2 N 277 f.

¹⁰⁶⁹ Göthel, M&A-SCHULZ, 430.

¹⁰⁷⁰ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 11.

¹⁰⁷¹ Siehe WOLF/GABERTHÜEL, 198 f.

¹⁰⁷² Im Zusammenhang mit dieser Thematik sind neben den Einschränkungen von Art. 659 ff. OR ferner aufsichtsrechtliche sowie vertragliche Aspekte zu beachten, siehe dazu hinten [N 1234](#).

¹⁰⁷³ Urteil 4C.157/2003 des BGer vom 2.11.2004, E. 2.1; Göthel, M&A-GÖTHEL, 360 f.; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 32.

zugrenzen.¹⁰⁷⁴ Setzt die Übernehmerin rechtsgeschäftlich eine Stellvertretung ein, so richtet sich die Vertretung nicht nach dem Übernahmegesellschaftsstatut, sondern nach dem auf den Vertrag anwendbaren Recht oder dem Recht am Niederlassungs- oder Handlungsort.¹⁰⁷⁵ Hinsichtlich der Formvorschriften für Vertragsschlüsse kann die alternative Anknüpfung von Art. 124 IPRG u. U. analog angewandt werden, auch bei grundsätzlicher Massgeblichkeit des Gesellschaftsstatuts.¹⁰⁷⁶ Art. 158 IPRG sieht eine *Sonderanknüpfung* im Falle von Beschränkungen der Vertretungsbefugnis vor, die der anderen Partei unbekannt ist.¹⁰⁷⁷

Bei grenzüberschreitenden Übernahmen sind ferner *Legitimationsnachweise* wichtig, d. h., es müssen Vertretungs- und Existenznachweise erbracht werden.¹⁰⁷⁸ Rechtsfähigkeit, Vertretung etc. – und damit auch Nachweise darüber – richten sich grundsätzlich nach dem Gesellschaftsstatut (siehe Art. 155 lit. c und lit. i IPRG), d. h. dem Übernahmegesellschaftsstatut, sofern es um Handlungen der Übernehmerin geht. Nachweise, die gegenüber staatlichen Stellen – etwa dem Handelsregister – erbracht werden müssen, richten sich jedoch nach den Vorgaben der *lex fori*.¹⁰⁷⁹ 511

4. Verkäufergesellschaftsstatut

Schliesslich kann auch das *Gesellschaftsrecht der Verkäufer* für einzelne Fragen von Bedeutung sein, zumindest wenn es sich bei den Verkäufern nicht um natürliche Personen handelt. Gesellschaftsrechtliche Vorkehrungen der Verkäufergesellschaft unterstehen dem Personalstatut der Verkäuferin, d. h. dem Verkäufergesellschaftsstatut. Dieses ist namentlich für Vertretungsfragen relevant.¹⁰⁸⁰ Sind auf Verkäuferseite mehrere Parteien gegeben, so ist das jeweilige Gesellschaftsstatut für die Vorkehrungen der einzelnen Partei massgebend. 512

¹⁰⁷⁴ Siehe dazu vorne [N 388](#).

¹⁰⁷⁵ Art. 126 Abs. 1 und 2 IPRG.

¹⁰⁷⁶ So ZK IPRG II-GIRSBERGER/FURRER, Art. 124 N 15.

¹⁰⁷⁷ Siehe dazu hinten [N 522 f.](#)

¹⁰⁷⁸ Göthel, M&A-GEBELE, 128.

¹⁰⁷⁹ Göthel, M&A-GEBELE, 128.

¹⁰⁸⁰ DÜRIG, 71 f.

III. Gesellschaftsrechtliche Sonderanknüpfungen bei Übernahmen

513 Im internationalen Übernahmerecht sind für spezifische gesellschaftsrechtliche Fragen auch *besondere Kollisionsnormen* des IPRG massgebend. In Abweichung vom Inkorporationsprinzip sind punktuell Sonderanknüpfungen vorzunehmen.

1. Prospekthaftung – analoge Anwendung auf den Angebotsprospekt?

514 Art. 156 IPRG sieht für Ansprüche aus *öffentlicher Ausgabe von Beteiligungspapieren und Anleihen* aufgrund von Prospekten, Zirkularen und ähnlichen Bekanntmachungen vor, dass diese nach dem Gesellschaftsstatut *oder* nach dem Recht des Ausgabestaates geltend gemacht werden können.¹⁰⁸¹ Das IPRG regelt damit systematisch unter dem Kapitel Gesellschaftsrecht eine Fragestellung, die vielerorts als kapitalmarktrechtliche Fragestellung eingeordnet wird¹⁰⁸² und inhaltlich auch marktorientiert anknüpft.¹⁰⁸³ Die von Art. 156 IPRG eingeräumte Wahlmöglichkeit der Investoren zwingt Emittenten in der Praxis dazu, auf international begebene Wertpapiere immer das für Investoren *günstigste* Recht anzuwenden,¹⁰⁸⁴ sodass der Normzweck dieser Regelung insbesondere im Anlegerschutz zu finden ist.¹⁰⁸⁵

515 Die Kollisionsnorm von Art. 156 IPRG kann im Rahmen von Übernahmen einerseits in besonderen Konstellationen unmittelbar ins Spiel kommen, wenn zur Transaktionsfinanzierung Beteiligungspapiere oder Anleihen öffentlich ausgegeben werden oder wenn Erwerber von Anteilen Ansprüche aus früheren Pro-

¹⁰⁸¹ Siehe dazu ausführlich SCHNYDER/BOPP, 402 ff.

¹⁰⁸² BSK IPRG-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 156 N 3, m. w. H.; SCHNYDER/BOPP, 397 ff.

¹⁰⁸³ SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 157; die explizite kollisionsrechtliche Regelung der Prospekthaftung im IPRG stellt aus internationaler Sicht ohnehin eine Besonderheit dar, siehe SCHNYDER/BOPP, 397 f.

¹⁰⁸⁴ NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 72.

¹⁰⁸⁵ Gemäss Botschaft IPRG, 443, ist die alternative Anknüpfung schon aus der Natur der Schutz- und Publizitätsvorschriften des Ausgabestaates gerechtfertigt, welchen oft Ordre-public-Charakter zukomme. Meines Erachtens ist ein Ordre-public-Charakter hier eher schwierig zu begründen. Zum Anlegerschutz durch Kollisionsnormen ausführlich KIEL, 169 ff.

spekten geltend machen wollen.¹⁰⁸⁶ Im Zusammenhang mit Übernahmen interessant ist jedoch, ob eine (*analoge*) Anwendung von Art. 156 IPRG auf den Angebotsprospekt einer öffentlichen Übernahme erfolgen kann.¹⁰⁸⁷

Direkt anwendbar ist Art. 156 IPRG gemäss Wortlaut klarerweise nicht auf Übernahmeangebotsprospekte, schon weil kein Emissionsgeschäft gegeben ist.¹⁰⁸⁸ Trotz des klaren Wortlauts ist die Frage zu stellen, weshalb die Alternativanknüpfung des IPRG für die Prospekthaftung nicht auch bei Übernahmeangebotsprospekten zum Zuge kommen soll.¹⁰⁸⁹ Aus der Optik des Normzwecks müssten die Schutz- und Publizitätsvorschriften im Zusammenhang mit Übernahmeangebotsprospekten in gleicher Weise eine Alternativanknüpfung rechtfertigen.¹⁰⁹⁰ Eine analoge Anwendung einer Norm setzt eine Lücke voraus.¹⁰⁹¹ Art. 156 IPRG wurde schon eingeführt, bevor eine entsprechende börsengesetzliche Prospektpflicht bei Übernahmen existierte. Nach dessen Einführung wurde die Regelung im IPRG aber unverändert belassen. Darin ist m. E. kein qualifiziertes Schweigen zu sehen, sondern dies dürfte nicht bewusst geschehen sein, weshalb eine analoge Anwendung in Frage kommen kann.

Schon für *Binnensachverhalte* ist in der Schweiz umstritten, wie die Prospekthaftung bei Übernahmen überhaupt einzuordnen ist. Art. 752 aOR sah eine – systematisch im Gesellschaftsrecht eingeordnete – Haftung für Emissionsprospekte «und ähnliche Mitteilungen» vor (im neuen Recht stellen sich unter

¹⁰⁸⁶ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 359.

¹⁰⁸⁷ Siehe zur Prospektpflicht im Übernahmerecht Art. 17 ff. UEV.

¹⁰⁸⁸ Besonders ist die rechtliche Lage jedoch u. U. bei Tauschangeboten, da diesfalls Aktien öffentlich angeboten werden; siehe zum Anwendungsbereich von Art. 156 IPRG statt vieler ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 156 N 2 ff.

¹⁰⁸⁹ So aus prospektiver Sicht bevor die entsprechende Angebotsprospektpflicht bei Übernahmen im Schweizer Recht existierte SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 359 f.; kurz erwähnend ACKERMANN, 76.

¹⁰⁹⁰ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 360.

¹⁰⁹¹ Eine Gesetzeslücke besteht, wenn sich eine Regelung als unvollständig erweist, weil sie jede Antwort auf die sich stellende Rechtsfrage schuldig bleibt oder eine sachlich unhaltbare Antwort gibt, wobei kein qualifiziertes Schweigen des Gesetzgebers gegeben sein darf, BGE 138 II 1; Urteil 6B_855/2018 des BGer vom 15.5.2019, E. 1.6.1.

Art. 69 FIDLEG weitgehend dieselben Fragen).¹⁰⁹² Dabei war in der Lehre umstritten, ob darunter auch Übernahmeangebotsprospekte zu subsumieren sind¹⁰⁹³ oder ob die Haftungsnorm nur im Primärmarkt zur Anwendung gelangt.¹⁰⁹⁴

- 518 Wird der Übernahmeprospekt gar nicht unter Art. 752 aOR subsumiert, so würde es sich nicht um eine gesellschaftsrechtliche, sondern (aus international-privatrechtlicher Sicht) eine allgemein *deliktsrechtliche* Frage handeln.¹⁰⁹⁵ Der Wortlaut von Art. 156 IPRG und derjenige von Art. 752 aOR erfassen weitgehend deckungsgleiche Sachverhalte, sodass die im Zusammenhang mit Art. 752 aOR geäusserten Überlegungen zur (mindestens analogen) Anwendung auch für Übernahmeangebotsprospekte ebenso unter Art. 156 IPRG zu diskutieren wären.
- 519 Meines Erachtens wäre dies – auf den ersten Blick – konsequent, denn ist eine *Ausdehnung* der Schutz- und Publizitätsvorschriften durch alternative Anwendung des günstigeren Rechts bei Emissionsprospekten gewünscht, so müssten in gleicher Weise diejenigen geschützt werden, welche auf die Informationen in einem Übernahmeangebotsprospekt vertrauen. Der Tausch von Käufer- und Verkäuferrollen alleine vermag dies nicht zu ändern.¹⁰⁹⁶ Eine analoge Anwendung würde bedeuten, dass Ansprüche aufgrund der Haftung für Falsch-

¹⁰⁹² Für das neue Recht steht jedoch die Diskussion in der Literatur noch aus. Interessanterweise wurde die Norm im IPRG auch nicht durch das Inkrafttreten des FIDLEG aufgehoben, obwohl die Prospekthaftung nun vom Gesellschafts- ins Finanzmarktaufsichtsrecht übersiedelt wurde. Die Prospekthaftung hat aber weiterhin eine zivilrechtliche Dimension, weshalb die Problematik im Grunde dieselbe bleibt.

¹⁰⁹³ Eine (analoge) Anwendung bejahend oder zumindest als Möglichkeit erwähnend BERNET, 145; BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 752 N 3; OFK OR-AMSTUTZ/GOHARI, Art. 752 N 5; WATTER/DUBS, 1312.

¹⁰⁹⁴ In diesem Fall wäre eine Haftung für den Angebotsprospekt über Art. 41 OR zu lösen; so BÖCKLI, § 18 N 62 ff.; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 17 N 18 f. und Art. 26 N 25; ZOBL/KRAMER S., 148 f., die jedoch mindestens sinngemäss auf die unter Art. 752 OR entwickelten Grundsätze zurückgreifen wollen.

¹⁰⁹⁵ Unter dem neuen Recht hingegen wird die gesellschaftsrechtliche Natur in den Hintergrund gedrängt, indem die Einordnung im Finanzmarktaufsichtsrecht vorgenommen wurde. Eine zivilrechtliche Dimension besteht aber weiterhin, was aus kollisionsrechtlicher Sicht die schwierige Frage aufwirft, nach welcher Anknüpfungsdogmatik vorgegangen wird.

¹⁰⁹⁶ Es könnte allerdings auch argumentiert werden, dass die Informationsasymmetrie bei Primäremissionen grösser ist. Meines Erachtens ist aber in beiden Fällen eine Informationsasymmetrie auszugleichen.

informationen in einem Angebotsprospekt nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht oder alternativ nach dem Recht am Angebotsort geltend gemacht werden könnten, was regelmässig der Kotierungsort wäre.¹⁰⁹⁷

Allerdings wollen aufsichtsrechtliche Normen zum Angebotsprospekt ohnehin unabhängig vom Gesellschaftsstatut zwingend angewandt werden. Die *praktische Auswirkung* von Art. 156 IPRG – die Erzwingung der Anwendung des Rechts mit den strengsten Offenlegungsvorschriften – ergibt sich deshalb auch aus den Anwendungswillen der entsprechenden aufsichtsrechtlichen Ordnungen (bzw. über das Konzept der Eingriffsnormen auch aus international-privatrechtlicher Sicht). Die prospekterstellende Partei wird sich also ohnehin am strengeren Recht orientieren müssen. Der Bedarf für einen zusätzlichen Schutz über eine erweiterte Anwendung durch das IPRG ist damit – auf einen zweiten Blick hin – nicht allzu gross einzuordnen. Immerhin würde eine analoge Anwendung von Art. 156 IPRG auf Angebotsprospekte eine gewisse Abstimmung des internationalen Privatrechts mit dem Aufsichtsrecht ergeben, ohne dass hierfür auf das Konzept der Eingriffsnormen zurückgegriffen werden muss.

520

Meines Erachtens sprechen deshalb zwar Argumente für eine *analoge Anwendung* von Art. 156 IPRG auf Angebotsprospekte bei öffentlichen Übernahmen, sodass sie zu bejahen ist. Jedoch dürften die praktischen Auswirkungen einer solchen Anknüpfung aus den genannten Gründen gering bleiben. Wird eine analoge Anwendung hingegen verneint, so wäre das allgemeine Deliktsstatut anwendbar.¹⁰⁹⁸ Es ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei der Thematik der Haftung für den fehlerhaften Übernahmeangebotsprospekt – trotz der formellen Einordnung im Kapitel zu den gesellschaftsrechtlichen Normen im IPRG – primär um eine übernahmeaufsichtsrechtliche Thematik handelt.¹⁰⁹⁹

521

2. Beschränkung der Vertretungsbefugnis

Im Rahmen der Vertragsverhandlungen sowie des Vertragsabschlusses bei grenzüberschreitenden Transaktionen ist die Thematik der Vertretung zu beachten. Wie vorne dargestellt, richtet sich diese im Grundsatz nach dem Gesellschaftsstatut der Übernehmerin bzw. der Verkäufer. Art. 158 IPRG sieht für *Beschränkungen der Vertretungsbefugnis* jedoch eine Sonderanknüpfung vor,

522

¹⁰⁹⁷ Zu den Schwierigkeiten der Bestimmung des Angebots- bzw. Offertorts siehe vorne [N 286](#).

¹⁰⁹⁸ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 94; siehe hierzu hinten [N 591 ff.](#)

¹⁰⁹⁹ Siehe hinten [N 1119](#).

die auch bei Übernahmen zu Bedeutung gelangen kann. Danach kann sich eine Gesellschaft nicht auf die Beschränkung der Vertretungsbefugnis eines Organs oder Vertreters berufen, die dem Recht des Aufenthalts- oder Niederlassungsstaates der anderen Partei unbekannt ist, es sei denn, die andere Partei habe diese Beschränkung gekannt oder hätte sie kennen müssen.

- 523 Eine derartige Beschränkung der Vertretungsbefugnis im Zusammenhang mit Übernahmen kann etwa die Zweckgrenze des Schweizer Rechts sein.¹¹⁰⁰ Liegt der Abschluss einer Übernahme ausserhalb des statutarischen Zwecks der Übernehmerin und sind Zweckgrenzen in der anderen Rechtsordnung unbekannt, so könnte sich die Übernehmerin nicht auf die Beschränkung berufen (auch wenn nach Art. 154 IPRG Schweizer Gesellschaftsrecht anwendbar ist). Allerdings kann der Vorbehalt, dass der Dritte die konkrete Grenze weder kannte noch hätte kennen müssen, bei Übernahmen eine grosse Hürde darstellen. Da die Parteien in der Regel lokale Transaktionsberater in der entsprechenden Rechtsordnung mandatieren (müssen), werden sie oft als rechtskundige Parteien gelten, denen die entsprechenden Einschränkungen bekannt sein müssen, sodass sie sich nicht auf den Schutz von Art. 158 IPRG berufen können.¹¹⁰¹

3. Haftung für ausländische Gesellschaften

- 524 Nach der Sonderanknüpfung von Art. 159 IPRG erfolgt eine Abweichung vom Gesellschaftsstatut für die *Haftung* im Falle einer *im Ausland inkorporierten Gesellschaft*, welche ihre Geschäfte in der Schweiz oder von der Schweiz aus führt. Dies stellt eine – stark kritisierte und gemäss Doktrin auf krasse Fälle zu beschränkende –¹¹⁰² einseitig ausgestaltete Abweichung vom Inkorporationsprinzip unter Anknüpfung an den effektiven Verwaltungssitz dar.¹¹⁰³ Als Konsequenz von Art. 159 IPRG sowie des allgemeinen Inkorporationsprinzips wird bei einer Verantwortlichkeitsklage in der Schweiz deshalb in den allermeisten Fällen auch Schweizer Recht anwendbar sein.

¹¹⁰⁰ Siehe dazu statt vieler BSK OR II-WATTER, Art. 718a N 2 ff.; MEIER N., Eingriffsnormen, 48 f.

¹¹⁰¹ BSK IPRG-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 158 N 14, wonach jedoch relativ geringe Voraussetzungen an die diesbezügliche Sorgfaltspflicht zu stellen sei, da ansonsten Art. 158 IPRG jeden Sinnes beraubt würde.

¹¹⁰² BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 159 N 3; SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 13 f.; siehe im Allgemeinen zu Art. 159 IPRG ausführlich GHANDCHI, 1 ff.; GUILLAUME, 213 ff.; WERLEN S., Sonderanknüpfung, 1 ff.

¹¹⁰³ GHANDCHI, 27 ff.; zur Besonderheit der Einseitigkeit der Anknüpfung im IPRG, SCHNYDER, Emanzipation des Wirtschaftskollisionsrechts, 270.

Im Übernahmekontext ist etwa bei einer Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland und Kotierung in der Schweiz, deren Geschäfte auch von der Schweiz aus geführt werden,¹¹⁰⁴ zu beachten, dass sich die Haftung des Verwaltungsrats (etwa für unzulässige Abwehrmassnahmen) auch nach Schweizer Recht richten kann. Auch wenn im Zusammenhang mit einer grenzüberschreitenden Übernahme eine ausländische Gesellschaft (bspw. aus Steuer- oder Finanzierungsgründen) dergestalt eingesetzt wird, dass die entscheidenden Handlungen in der Schweiz oder von der Schweiz aus erfolgen, so richtet sich die Haftung der für sie handelnden Personen nach Schweizer Recht und nicht nach dem Gesellschaftsstatut der ausländischen Gesellschaft.¹¹⁰⁵ Da es sich bei Art. 159 IPRG um eine *Ausnahmenorm* handelt, die nur in Missbrauchsfällen korrigierend eingreifen soll,¹¹⁰⁶ wird sie auch bei Übernahmen in der Praxis nicht von grosser Relevanz sein.

525

4. Grenzüberschreitende Umstrukturierungen

Mit dem Inkrafttreten der umfassenden Regelung von Umstrukturierungen im FusG ging auch eine Teilrevision des IPRG einher, welches seither mit Art. 161 ff. IPRG ausführliche *Bestimmungen zu grenzüberschreitenden Sitzverlegungen, Fusionen, Spaltungen und Vermögensübertragungen* kennt.¹¹⁰⁷ In der Praxis werden grenzüberschreitende Umstrukturierungen aufgrund der hohen (steuer-)rechtlichen Hürden und der Komplexität allerdings selten nach diesen Vorschriften vorgenommen, sondern die grenzüberschreitende Über-

526

¹¹⁰⁴ Diese Konstellation lag dem bekannten «Tag Heuer»-Fall zugrunde, siehe Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. TAG Heuer International SA.

¹¹⁰⁵ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 360; insb. bei Übernahmen in Form eines Triangular Mergers werden ausländische Tochtergesellschaften eingesetzt, jedoch weisen solche zwischengeschalteten Gesellschaften auch selten einen besonderen tatsächlichen Verwaltungssitz auf, wenn sie bloss zur rechtlichen Strukturierung der Transaktion dienen; siehe dazu GERHARD/SCHIWOW, 191 ff.

¹¹⁰⁶ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 159 N 1 ff.

¹¹⁰⁷ BERETTA, 359; BK Aktienrecht-NOBEL, § 11 N 35 f.; VON DER CRONE/GERSBACH/KESSLER et al., 485 ff.

nahme spielt eine wichtigere Rolle, sodass selbst Zusammenschlüsse häufiger als Tauschangebote (Quasifusion) denn als eigentliche Fusionen ausgestaltet werden.¹¹⁰⁸

- 527 Die grenzüberschreitenden Umstrukturierungen sind nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.¹¹⁰⁹ Im Zusammenhang mit Übernahmen ist aber vorab ist zu klären, ob unter den Tatbestand der Fusion nach Art. 163a ff. IPRG auch *Quasifusionen* bzw. Tauschangebote fallen können, sodass auch gewisse Übernahmeformen miterfasst wären, oder ob die Regelung bloss für Transaktionen i. S. d. FusG gilt. Gemäss Doktrin fallen Tauschangebote bzw. Quasifusionen und ähnliche Transaktionsstrukturen nicht unter den Anwendungsbereich der Regelung im IPRG.¹¹¹⁰ Der Gesetzgeber wollte zwar mit der Einführung des Fusionsgesetzes die Gelegenheit nutzen, «für alle internationalen Umstrukturierungstatbestände eine kollisionsrechtliche Regelung nach einheitlichen Grundsätzen zu schaffen».¹¹¹¹ Jedoch wurden scheinbar für Übernahmen «die traditionellen Anknüpfungen des Vertrags- und Sachenrechts als genügend erachtet».¹¹¹² Dies mag auf private Transaktionen weitgehend zutreffen, da die Problematik der gleichzeitigen Anwendbarkeit zweier Gesellschaftsrechtsordnungen hier weniger stark gegeben ist als bei einer Umstrukturierung. Mindestens bei öffentlichen Übernahmen wäre aufgrund der Überschneidungen von Übernahmefaufsichts- und Gesellschaftsrecht m. E. jedoch ebenfalls ein Bedarf einer besonderen gesetzlichen Regelung zu verorten gewesen.
- 528 Freilich wäre dies nicht nach den erwähnten «einheitlichen Grundsätzen» gemäss Art. 161 ff. IPRG möglich gewesen. Dies aufgrund der sehr unterschiedlichen Ausgangslage: Zentrales Merkmal grenzüberschreitender Umstrukturierungstatbestände ist die Anwendbarkeit nicht bloss eines Gesellschaftsstatuts, sondern von mindestens zwei.¹¹¹³ Kern der Regelung in Art. 161 ff. IPRG bildet

¹¹⁰⁸ BERETTA, 360 f.; BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vorb. zu Art. 161–164b N 3; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 249 und 304 ff.; ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Vor Art. 161–164b N 6. Gemäss HÖHN, Internationale Zusammenschlüsse, 173 f., erfolgen auf internationaler Ebene bei Publikumsgesellschaften auch Zusammenschlüsse *nie* als Fusion, sondern in Form von Übernahmeangeboten. Zu den Entscheidungsgründen für die Ausgestaltung der Transaktion siehe GERHARD/JACQUEMOUD, 184 f. und MALACRIDA, 199 ff.

¹¹⁰⁹ Siehe vorne [N 20](#).

¹¹¹⁰ BERETTA, 362 f.; BRAUCHLIN, 60; BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vorb. zu Art. 161–164b N 3; ZK IPRG II-MARTINI, Vor Art. 161–164b N 9.

¹¹¹¹ Botschaft FusG, 4496; dazu etwa MALACRIDA, 199 f.

¹¹¹² So zumindest BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vorb. zu Art. 161–164b N 3.

¹¹¹³ SHK FusG-COURVOISIER, Vorb. zu den Art. 161–164b IPRG N 3.

deshalb das *Kumulationsprinzip*, wonach die Gültigkeit einer Transaktion die kumulative Zulässigkeit aus Sicht beider betroffenen Gesellschaftsstatute voraussetzt (Vereinigungstheorie).¹¹¹⁴ Dem Kumulationsprinzip liegt das Ziel bzw. die Notwendigkeit zugrunde, hinkende Rechtsverhältnisse und widersprüchliche Entscheide zu verhindern, d. h. auszuschliessen, dass eine Rechtsordnung eine Transaktion für zulässig erklärt, während die andere Rechtsordnung deren Gültigkeit nicht akzeptiert.¹¹¹⁵ Konsequenz der gleichzeitigen Anwendbarkeit mehrerer Gesellschaftsrechte aufgrund des Kumulationsprinzips ist die Notwendigkeit der (kollisions- und sachrechtlichen) *Anpassung* der betroffenen Normen, um Normenwidersprüche zu verhindern bzw. die anwendbaren Rechtsordnungen zu koordinieren.¹¹¹⁶ Konkret bedeutet dies etwa, dass bei unterschiedlichen prozeduralen Zeitvorgaben der Rechtsordnungen einer Transaktion eine flexible Handhabung der Vorgaben zur zeitlichen Koordination zulässig sein muss, da eine starre Anwendung der Vorschriften eine Transaktion vereiteln würde.¹¹¹⁷

Zwar sind – wie gezeigt – auch bei Übernahmen mehrere Gesellschaftsstatute betroffen, doch nicht in derselben Intensität. Während bei grenzüberschreitenden Umstrukturierungen *dieselbe Gesellschaft* das Gesellschaftsrecht zweier Staaten berührt,¹¹¹⁸ sind bei Übernahmen die Gesellschaftsrechte auf verschiedene Gesellschaften (Zielgesellschaft und Übernehmerin) anwendbar, sodass es nicht zwingend zu Friktionen kommt. Bei Übernahmen ist sodann nicht ein eigentlicher gesellschaftsrechtlicher Umgestaltungsvorgang gegeben. Das Kumulationsprinzip ist deshalb bei Übernahmen nicht in dem Sinne zu beachten, dass eine einzelne Gesellschaft bzw. ein einzelner gesellschaftsrechtlicher Vorgang sich durch zwei Gesellschaftsrechte beurteilen lassen muss. Es kommt nur insofern zu einer «Kumulation», dass auf die Übernehmerin und die Zielgesellschaft jeweils ihr Gesellschaftsstatut anwendbar ist.

529

¹¹¹⁴ BERETTA, 359; BESSENICH, 60; BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vorb. zu Art. 161-164b N 10; OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al., Vorb. zu Art. 161-164b N 6 f.; SHK FusG-COURVOISIER, Vorb. zu den Art. 161-164b IPRG N 10; ZK IPRG II-MARTINI, Vor Art. 161-164b N 10.

¹¹¹⁵ Botschaft FusG, 4497; SHK FusG-COURVOISIER, Vorb. zu den Art. 161-164b IPRG N 10.

¹¹¹⁶ OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al., Vorb. zu Art. 161-164b N 8 ff.

¹¹¹⁷ OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al., Vorb. zu Art. 161-164b N 8 ff.; SHK FusG-COURVOISIER, Art. 163a N 11.

¹¹¹⁸ Dies geschieht in unterschiedlicher Art, sei es in Form eines Statutenwechsels bei Sitzverlegungen, durch die fusionierte bzw. gespaltene Gesellschaft oder das übertragene Vermögen.

- 530 Die Ausgangslage bei grenzüberschreitenden Umstrukturierungen ist deshalb eine gänzlich andere. Dies zeigt sich ebenfalls bei Umstrukturierungen am grundlegenden *Vorrang des Gesamtstatuts* unter Berücksichtigung des Einzelstatuts, was bedeutet, dass grundsätzlich das auf die Universalsukzession anwendbare Recht dem Recht der Einzelübertragung vorgeht.¹¹¹⁹ Auch diese Problematik ist der Übernahme grundsätzlich fern.¹¹²⁰
- 531 Aus diesen Gründen ist m. E. die Ausgangslage als zu unterschiedlich zu beurteilen, als dass man für eine Subsumtion der Übernahme (mindestens in Form der Quasifusion) unter die Bestimmungen von Art. 161 ff. IPRG argumentieren könnte. Da sich die grenzüberschreitende Übernahme nicht nach den Regeln von Art. 161 ff. IPRG richtet, soll nachfolgend nicht weiter darauf eingegangen werden, sondern es kann auf die umfassende Kommentierung hierzu verwiesen werden.¹¹²¹ Einzig für die Übernahme in Form der Vermögensübertragung soll kurz auf die Regelung von Art. 163d IPRG eingegangen werden, da es sich hierbei um eine Übernahmeform handelt bzw. handeln kann.¹¹²²
- 532 In diesem Zusammenhang ist auch die Dreiecksfusion (*Triangular Merger*)¹¹²³ zu erwähnen, welche in der internationalen Übernahmepraxis von grosser Bedeutung ist. Mit dieser Transaktionsform können ausländische Unternehmen übernommen werden, wobei die eigentliche Fusion aber nach der Rechtsordnung nur eines Staates geschieht.¹¹²⁴ Bei der Dreiecksfusion handelt es sich zwar formal um eine Fusion und die Gesamttransaktion findet grenzüberschreitend statt. Dennoch wird sie m. E. nicht von Art. 163a ff. IPRG erfasst, da

¹¹¹⁹ BESSENICH, 123 f.; BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Vorb. zu Art. 161–164b N 18.

¹¹²⁰ Mit Ausnahme der Vermögensübertragung nach FusG, siehe dazu sogleich [N 534 ff.](#)

¹¹²¹ Zu grenzüberschreitenden Umstrukturierungen allgemein siehe BERETTA, 359 ff.; GIRSBERGER/RODRIGUEZ, 559 ff.; HOOGHE, 1 ff.; SCHNYDER, Internationale Transaktionen, 60 ff.; SITTE, 1 ff.; zu den grenzüberschreitenden Fusionen im Besonderen siehe BESSENICH, Grenzüberschreitende Fusion, 1 ff.; BRAUCHLIN, 1 ff.; BÜHLER, Grenzüberschreitende Fusion, 1 ff.

¹¹²² Siehe hierzu sogleich [N 534 ff.](#)

¹¹²³ Bei der Dreiecksfusion gründet die Übernehmerin im Staat der Zielgesellschaft eine Tochtergesellschaft, welche mit der Zielgesellschaft fusioniert, sodass im Endeffekt die Zielgesellschaft zur Tochtergesellschaft der Übernehmerin wird. Die Dreiecksfusion ist aus Sicht der Schweiz praktisch nur bei Übernahmen von ausländischen Gesellschaften durch eine schweizerische Gesellschaft wichtig, da sie in der Regel einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre umfasst, siehe vorne [N 41](#).

¹¹²⁴ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 306 f.; TSCHÄNI, Internationale Zusammenschlüsse, 126; siehe für ein Beispiel eines internationalen *Triangular Mergers* etwa Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd.

die *eigentliche Fusion* innerhalb einer Rechtsordnung nach nur diesem Gesellschaftsrecht stattfindet, weil Tochtergesellschaft und Zielunternehmen im selben Staat zu lokalisieren sind.¹¹²⁵

Als Erkenntnis darf aber gewonnen werden, dass zwecks Koordination mehrerer anwendbarer Gesellschaftsrechte auf das international-privatrechtliche Konzept der *Anpassung zurückgegriffen* werden darf, da hierfür – als Konsequenz des Kumulationsprinzips – ein erhöhter Bedarf besteht. Dies muss auch bei Übernahmen gelten, sofern dort eine Kumulation auszumachen ist, die zu unvereinbaren oder widersprüchlichen Vorgaben der anwendbaren Rechtsordnungen führt. Eine Kumulation kann bei Übernahmen insbesondere im Verhältnis von Normen des Gesellschafts- und Aufsichtsrechts auftreten.¹¹²⁶ Sinngemäss gelten die obigen Überlegungen auch dort.

533

5. Vermögensübertragung nach FusG im Besonderen

Auch wenn Übernahmen in Form von Anteilskauf und Anteilstausch nicht unter die Bestimmungen von Art. 161 ff. IPRG fallen, so regelt Art. 163d IPRG doch zumindest die *Vermögensübertragung* und somit gewisse Übernahmen in Form des Asset Deals. Dabei ist wiederum zwischen der Vermögensübertragung nach FusG und der Übertragung mittels Singularsukzession zu differenzieren. Die Regelung im IPRG erfasst wiederum nur die Transaktionen nach FusG.¹¹²⁷ Das auf die Übertragung mittels Singularsukzession anwendbare Recht ist anhand der allgemeinen (vertrags- und sachenrechtlichen) Regeln des IPRG zu bestimmen.¹¹²⁸ Das Gesellschaftsrecht spielt dort höchstens eine marginale Rolle.¹¹²⁹

534

¹¹²⁵ Vgl. GERHARD/SCHIWOW, 198; vom Wortlaut her könnte Art. 164b IPRG auf eine Dreiecksfusion im Ausland anwendbar sein, jedoch beschränkt sich dessen Anwendungsbereich ebenfalls auf Umstrukturierungen zwischen Gesellschaften aus zwei verschiedenen ausländischen Staaten, siehe BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 164b N 1.

¹¹²⁶ Dazu [N 913 f.](#)

¹¹²⁷ Bei Vermögensübertragungen vom Ausland in die Schweiz kann Art. 163d IPRG m. E. auch auf Übertragungen mittels Singularsukzession anwendbar sein, hier ist zu prüfen, wie die Vermögensübertragung nach ausländischem Recht ausgestaltet ist.

¹¹²⁸ BSK-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 32; siehe dazu vorne [N 398 ff.](#) sowie hinten [N 580](#); wobei unter Art. 117 IPRG zur Bestimmung des engsten Zusammenhangs allenfalls Art. 163d IPRG sinngemäss angewandt oder mindestens berücksichtigt werden kann.

¹¹²⁹ So kann bspw. bei Übertragungen mittels Singularsukzession eine Zweckänderungsproblematik bei der übertragenden Gesellschaft gegeben sein; diese wäre nach dem Gesellschaftsstatut der übertragenden Gesellschaft zu klären.

- 535 Für Übernahmen in Form von Vermögensübertragungen nach FusG – bzw. ähnlichen universalsukzessorischen Vermögensübertragungen gemäss ausländischem Recht – ist das anwendbare Recht nach Art. 163d IPRG zu bestimmen. Dabei ist zu unterscheiden, ob die Übertragung vom Ausland in die Schweiz (Vermögensimport) oder aus der Schweiz ins Ausland (Vermögensexport) erfolgt.¹¹³⁰ Die Vermögensübertragung vom Ausland in die Schweiz untersteht gemäss Art. 163d IPRG i. V. m. Art. 163a Abs. 1 IPRG betreffend Zulässigkeit und Voraussetzungen dem ausländischen Gesellschaftsrecht, während im Übrigen (wohl) schweizerisches Recht anwendbar sein muss (unklar, da sich Art. 163a Abs. 2 und Art. 163d Abs. 2 IPRG widersprechen),¹¹³¹ wobei ohnehin die zwingenden Bestimmungen beider Rechtsordnungen zur Anwendung kommen (Kumulationsprinzip).¹¹³² Bei der Vermögensübertragung von der Schweiz ins Ausland ist grundsätzlich Schweizer Recht anwendbar (Art. 163d i. V. m. Art. 163b IPRG), wobei es auch hier überall dort zur kumulativen Anwendung ausländischen Rechts kommen muss, wo dieses zwingende Regelungen oder Gültigkeitsvoraussetzungen aufstellt.¹¹³³ Als zwingende Regelungen sind im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Vermögensübertragungen aus Schweizer Sicht insbesondere die Bestimmungen des FusG betreffend Gläubigerschutz, Arbeitnehmerschutz und Information der Gesellschafter zu nennen.¹¹³⁴ Die zwingenden gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen beider Rechtsordnungen schränken auch die Ausgestaltung des Übertragungsvertrags ein.¹¹³⁵
- 536 Asset Deals in Form einer Vermögensübertragung nach FusG sind demzufolge nicht ohne weitgehend kumulative Beachtung der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften beider betroffenen Rechtsordnungen möglich. Das Gesellschaftsrecht nimmt hier eine wichtigere Position ein als bei Share Deals und Normenkonflikte können primär zwischen den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben verschiedener Staaten entstehen. Bei dieser Ausgangslage ist ohne Weiteres

¹¹³⁰ SITTE, 26.

¹¹³¹ Unklarheit besteht hier, weil der sinngemässe Verweis auf die Regelung der Fusion in diversen Konstellationen zu einer unsinnigen bzw. gar widersprüchlichen Bestimmung des anwendbaren Rechts führen würde. Dies ist wohl auf ein gesetzgeberisches Versehen zurückzuführen, siehe ausführlich SHK FusG-COURVOISIER, Art. 163d N 4 ff. und N 39 ff.

¹¹³² OFK FusG-VOGEL/HEIZ/BEHNISCH et al., Art. 163d N 36; ZK IPRG II-MARTINI, Art. 163d N 17 ff.

¹¹³³ BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 38; CHK IPRG-GASSMANN, Art. 163d N 7; SITTE, 32.

¹¹³⁴ ZK IPRG II-MARTINI, Art. 163d N 19.

¹¹³⁵ Art. 163d Abs. 1 IPRG i. V. m. Art. 163c Abs. 1 IPRG; siehe dazu vorne [N 396](#).

ersichtlich, dass die (universalsukzessorische) grenzüberschreitende Vermögensübertragung regelmässig vor hohen Hürden steht, was ihre praktische Attraktivität massiv schmälert.

6. Allgemeine Gründe für eine Sonderanknüpfung bei Übernahmen?

Eine Übernahme stellt für die betroffenen Gesellschaften – insbesondere die Zielgesellschaft – und deren Share- und Stakeholder eine *ausserordentliche Situation* dar. Für Arbeitnehmer, für Gläubiger und Drittparteien kann eine Übernahme einschneidende Veränderungen oder Konsequenzen mit sich bringen. Dies wirft die Frage auf, ob *besondere Schutzinteressen* gegeben sind, die eine Überprüfung der *grundsätzlichen Massgeblichkeit* des Inkorporationsprinzips notwendig machen, zumal die Bestimmungen im IPRG – wie dargestellt – über Sonderanknüpfungen aufgrund überwiegender Schutzinteressen von Drittpersonen diverse Ausnahmen machen.

537

Diese Problematik ist jedoch nicht nur Übernahmen inhärent. Auch sonst sind zahlreiche gewichtige Fragenbereiche, welche Wirkungen auf das Gesellschaftsrecht zeigen und bei welchen auch eine starke Drittinteressenberührung auszumachen ist, ebenfalls nicht speziell behandelt, so die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, Solvenzbestimmungen und das Konzernkollisionsrecht.¹¹³⁶ Für Drittinteressen und zwingende Bestimmungen bleibt über die Eingriffsnormen ein Mindestschutz gewahrt.¹¹³⁷ Das Gesellschaftsrecht hingegen sollte m. E. nicht grundlegend auseinandergerissen werden, sondern die Gesellschaften sollten sich auch in der Übernahmesituation weitgehend auf die Geltung «ihres» Rechts verlassen können. Die gesellschaftsbezogenen Rechtsverhältnisse – sei dies im Innen- oder Aussenverhältnis – können bei grenzüberschreitenden Übernahmen nicht plötzlich einem anderen Recht unterstehen. Dies insbesondere nicht, weil das Gesellschaftsstatut gemäss der Konzeption im IPRG möglichst weit gefasst sein soll. Im Allgemeinen soll das Übernahmegesellschaftsstatut deshalb dem Grundsatz der einheitlichen Anknüpfung und der gewöhnlichen Bestimmung des anwendbaren Rechts folgen. Höchstens in Frage kommt, dass *punktuell* – bspw. für Haftungsfragen – eine weitere Rechtsordnung hinzutritt oder die allgemeine Anknüpfung verdrängt. Ansonsten muss der grundlegende Schutz von Interessen Dritter den Ein-

538

¹¹³⁶ SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 12; siehe etwa zum Konzernkollisionsrecht betreffend gesellschaftsrechtliche Aspekte BEHRENS, 92 ff.

¹¹³⁷ SCHNYDER, Internationales Gesellschaftsrecht, 12.

griffsnormen der entsprechenden Rechtsordnung überlassen werden. Sieht eine Rechtsordnung bspw. einen besonders ausgeprägten Schutz der Arbeitnehmer oder eine Spezialbestimmung zum Gläubigerschutz vor, so lässt sich dieser über Eingriffsnormen auch bei grenzüberschreitenden Übernahmen durchsetzen. An der grundsätzlichen Massgeblichkeit der Inkorporationstheorie ist aber festzuhalten.

7. Zwischenfazit

- 539 Gesetzliche Sonderanknüpfungen kommen im Bereich des Übernahmerechts *punktuell* für *gesellschaftsrechtliche Aspekte* zur Anwendung, insgesamt sind sie aber nur von beschränkter Relevanz. Zwar wurden einige gesetzliche Sonderanknüpfungen mit Bezügen zum Übernahmerecht ausgemacht. Für übergreifende einheitliche Anknüpfungen ganzer Rechtsfragenbereiche in Abweichung von der gewöhnlichen Anknüpfung lassen diese gesetzlichen Sonderanknüpfungen aber wenig Spielraum.
- 540 Wenn die *gesetzlichen* Sonderanknüpfungen hierfür wenig Hilfestellung geben, bleibt die Frage, ob im Rahmen der kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtung der Übernahme Gründe für eine *richterrechtliche Sonderanknüpfung* von Einzelfragen bestehen. Dafür muss zuerst geklärt werden, ob im Bereich des Gesellschaftsrechts überhaupt Raum für eine *richterrechtliche Sonderanknüpfung* besteht. Wenn der Grundsatz der möglichst einheitlichen Anknüpfung des Gesellschaftsstatuts schon allgemein wenig Spielraum lässt, dann noch weniger für eine richterliche Lückenfüllung.¹¹³⁸ Andererseits ist aufgrund des im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Transaktionen geltenden Kumulationsprinzips und der daraus resultierenden möglichen Normenkollisionen im Bereich des Gesellschaftsrechts eine Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen *Anpassung* auszumachen und für grenzüberschreitende Transaktionen anerkannt. Mag es allgemein im Gesellschaftsrecht zu überzeugen, den Spielraum für nicht explizit gesetzlich vorgesehene Sonderanknüpfungen einzuschränken bzw. gar auszuschliessen, wie dies in der Lehre postuliert wird,¹¹³⁹ so sollte m. E. im Bereich der internationalen Transaktionen – und damit auch der Übernahmen – ein Spielraum hierfür bestehen. Wie das Bundesgericht in einem neueren Entscheid explizit festgehalten hat, kann auch – entgegen dem

¹¹³⁸ Mit ausführlicher Begründung MEIER N., Eingriffsnormen, 50 f.

¹¹³⁹ Nach MEIER N., Eingriffsnormen, 50 f., ist aufgrund von Art. 15 Abs. 2 IPRG eine richterliche Lückenfüllung gänzlich ausgeschlossen, sodass eine richterliche Abweichung vom gewöhnlichen Gesellschaftsstatut nur im Rahmen von Art. 18 IPRG über Eingriffsnormen denkbar ist.

für einen Bereich geltenden Prinzip der einheitlichen Anknüpfung – die Auslegung einer Kollisionsregel ergeben, dass eine Teilfrage aufgrund eines stärkeren Bezugs durch Bildung einer Sonderanknüpfung abgetrennt werden darf.¹¹⁴⁰

Zur Vermeidung von Normenkollisionen muss es deshalb im Einzelfall über die Grundsätze der Anpassung bzw. Auslegung möglich sein, für *einzelne* gesellschaftsrechtliche Aspekte vom Gesellschaftsstatut abzuweichen, auch wenn dies eher in einem zurückhaltenden Mass zu geschehen hat. 541

IV. Fazit

Eine international-privatrechtliche Betrachtung der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einer Übernahme zeigt, dass sich diese im *Spannungsfeld von Sitz- und Inkorporationsprinzip* befindet. Zwar gilt in der Schweiz grundsätzlich die Inkorporationstheorie, doch bei grenzüberschreitendem Bezug wird oft auch eine Rechtsordnung beteiligt sein, welche der Sitztheorie folgt, was Friktionen nach sich ziehen kann. Zudem dringt das Sitzprinzip auch unter dem IPRG stellenweise durch, schon bei der Grundanknüpfung als «Rückfallprinzip», im Rahmen von Sonderanknüpfungen sowie in gewisser Weise durch Eingriffsnormen. 542

Dem allgemeinen Grundsatz der *einheitlichen Anknüpfung* gesellschaftsrechtlicher Fragen kommt auch bei Übernahmen Geltung zu und er bringt als Konsequenz mit sich, dass der Umfang des Gesellschaftsstatuts weit zu fassen ist. Neben den Regelungen von Art. 530 ff. OR bzw. vor allem der aktienrechtlichen Regelungen von Art. 620 ff. OR werden im Rahmen des (schweizerischen) Gesellschaftsstatuts auch weitere Regelungen gesellschaftsrechtlicher Natur wie das FusG sowie die VegüV berufen. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht klar im Zentrum steht das *Zielgesellschaftsstatut*, d. h. das auf die Zielgesellschaft anwendbare Gesellschaftsrecht. Dies ist insbesondere massgebend für die *Übertragung der Mitgliedschaftsrechte* und die *Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats* in der Übernahmesituation. Für Einzelaspekte ist auch das *Übernehmergesellschaftsstatut* und das *Verkäufergesellschaftsstatut* von Bedeutung. Die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen aller involvierten Gesellschaften müssen immer *kumulativ* beachtet werden, wobei – im Gegensatz zu internationalen Umstrukturierungen – die möglichen Überschneidungen oder Widersprüche hier für gewöhnlich als unproblematisch zu qualifizieren sind. 543

¹¹⁴⁰ BGE 141 III 513 E. 5.4.3.

- 544 Neben dem Gesellschaftsstatut greifen die *gesetzlichen Sonderanknüpfungen* im Zusammenhang mit Übernahmen nur *punktuell* ein. Die besonderen Bestimmungen zu grenzüberschreitenden Umstrukturierungen sind auf Übernahmen mittels Anteilskauf nicht anwendbar – auch nicht bei fusionsähnlicher Ausgestaltung durch Anteilstausch. Einzig für Vermögensübertragungen nach FusG ist die Regelung gemäss Art. 163d IPRG massgebend.
- 545 Ganz im Gegensatz zum *Übernahmevertragsstatut* ist das *Übernahmegesellschaftsstatut* als weitgehend *starr* zu beurteilen. Einzig über das Inkorporationsprinzip besteht eine gewisse indirekte Rechtswahlmöglichkeit durch Wahl bzw. Verlegung des statutarischen Sitzes. Jedoch ist hier Vorsicht geboten, da diese Möglichkeit im internationalen Bezug aufgrund des in vielen Rechtsordnungen geltenden Sitzprinzips faktisch eingeschränkt ist. Aufgrund der weitgehend zwingenden Natur des Aktienrechts ist diese Unbeweglichkeit auf international-privatrechtlicher Ebene naheliegend. Jedoch wäre im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Übernahmen eine gewisse Flexibilität wünschenswert, um rechtsgebietsübergreifende Problematiken anzugehen. Gerade bei den Kernpunkten der Übertragung der Mitgliedschaftsrechte und der Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats sind wesentliche Überschneidungen mit anderen Rechtsgebieten auszumachen. Aus diesen Gründen muss m. E. eine gewisse Anwendungsflexibilität über das Institut der *Anpassung* ermöglicht werden – wie dies bei internationalen Umstrukturierungen der Fall ist.

§ 8 Anknüpfung weiterer Vorschriften

Wie einleitend ausgeführt, müssen sich die vorliegenden Ausführungen auf die wesentlichen Rechtsgebiete beschränken, wenn auch eine Übernahme Bezüge zu einer Vielzahl weiterer Gebiete zeigt. Bevor für das Übernahmeprivatrecht ein Zwischenfazit gezogen werden kann, muss aber die Anknüpfung sachen- und wertpapierrechtlicher Vorschriften sowie von Haftungsvorschriften geklärt werden, da diese Gebiete wesentliche Überschneidungen zu den bereits dargestellten Rechtsgebieten – insbesondere dem Gesellschaftsrecht – zeigen.

546

I. Anknüpfung sachen- und wertpapierrechtlicher Vorschriften

1. Grundlagen

Aus privatrechtlicher Sicht ist neben dem Vertrags- und Gesellschaftsrecht auch der *Regelungskomplex des Sachen- und Wertpapierrechts*¹¹⁴¹ für Übernahmen zu beachten, in erster Linie im Zusammenhang mit der Eigentumsübertragung an den Gesellschaftsanteilen. Da der Wertpapierhandel und die Verwahrung von Wertpapieren stark globalisiert sind, findet generell ein Grossteil der Wertpapiertransaktionen im grenzüberschreitenden Verkehr statt, sodass auch deren international-privatrechtliche Erfassung eine zentrale Rolle spielt.¹¹⁴² Werden bspw. Aktien einer Schweizer Aktiengesellschaft im Depot einer ausländischen Bank gehalten, sind aber – unter Zwischenschaltung einer ganzen «Verwahrungspyramide» – physisch bei der Zentralverwahrungsstelle eines Drittstaates verwahrt, so kommen eine Vielzahl von Rechtsordnungen ins Spiel, schon bevor die grenzüberschreitende Übertragung beginnt.¹¹⁴³ Die international-privatrechtliche Erfassung ist umso zentraler, als die Rechtsordnungen betreffend die Erfassung von Wertpapieren und ihrer Übertragung er-

547

¹¹⁴¹ Siehe insb. zur Abgrenzung bei der Aktienübertragung schon vorne [N 480 ff.](#) Aufgrund der engen Verknüpfung des Sachenrechts und des Wertpapierrechts im Bereich der Übernahmen werden diese nachfolgend zusammen behandelt, auch wenn es sich hierbei um zwei eigenständige Rechtsgebiete handelt; siehe zum Verhältnis des Wertpapierrechts zum Sachenrecht BEELER, 28 ff.

¹¹⁴² GIRSBERGER/HESS, 994; ZEMP, 189.

¹¹⁴³ Vgl. etwa das anschauliche Beispiel bei BSK IPRG-FISCH, Vor Art. 108a–d N 8.

hebliche materiell-rechtliche Unterschiede zeigen, sodass im internationalen Verhältnis nicht selten gar (Rechts-)Unsicherheiten darüber bestehen, wer überhaupt Eigentümer der Wertpapiere ist.¹¹⁴⁴

- 548 Im Zusammenhang mit dem auf die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte anwendbaren Gesellschaftsrecht wurde bereits auf die sachenrechtliche Problematik eingegangen, namentlich auf die *Abgrenzung von Gesellschaftsstatut und Sachenrechtsstatut* (als Wertpapierrechtsstatut gegenüber Wertpapiersachstatut).¹¹⁴⁵ Wie dort gesehen, verdrängt das Gesellschaftsstatut im Zusammenhang mit der Aktienübertragung für diverse Fragen das Sachenrechtsstatut sowie das eigentliche Wertpapierstatut. Trotzdem bleibt das Sachenrechts- bzw. Sachstatut für gewisse Fragen nach dem Recht *an* der Beteiligung massgebend.
- 549 Als *Sachstatut* wird generell die auf alle Rechtsfragen zu den dinglichen Rechten an Sachen anwendbare Rechtsordnung bezeichnet.¹¹⁴⁶ In Bezug auf die Aktienübertragung regelt das Sachstatut Fragen nach der rechtsgültigen Verschaffung der dinglichen Berechtigung an einer Aktie, nach dem gutgläubigen Erwerb, nach Eigentumsvermutungen sowie nach dem Verlust des Eigentums.¹¹⁴⁷
- 550 Das *Sachenrecht* ist im 7. Kapitel des IPRG geregelt, wobei die Bestimmung des anwendbaren Rechts nach Art. 99 ff. IPRG zu erfolgen hat. Das internationale Sachenrecht ist von der *Grundregel der «lex rei sitae»* geprägt, wonach dingliche Rechte an Sachen dem *Recht am Ort der gelegenen Sache* unterstehen.¹¹⁴⁸ Dieser Grundsatz ist jedoch nicht unerschütterlich, sondern von diversen vorgehenden Spezialbestimmungen in Art. 101 ff. IPRG aufgeweicht.¹¹⁴⁹ Ausgangsfrage vorliegender Problematik muss sein, ob Wertpapiere überhaupt unter «bewegliche Sachen» i. S. d. IPRG subsumiert werden können. Wertpapiere sind aus Sicht des internationalen Privatrechts gemäss Wille des Gesetzgebers,

¹¹⁴⁴ ZOBL, Wertpapierübertragung, 120; ZK IPRG II-KUHN, Vor Art. 108a-108d N 13; Botschaft BEG, 9400. Was aus Schweizer Sicht insb. vor der Einführung von Art. 108a-108d IPRG galt, gilt heute – in zwar geringerem Ausmass – noch immer.

¹¹⁴⁵ Siehe vorne [N 481 ff.](#)

¹¹⁴⁶ BSK IPRG-FISCH, Vorb. zu Art. 97-108 N 8; FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 209.

¹¹⁴⁷ CONSTANTINI, Effektenkommission, 33; FAVRE, 252. Siehe für ein Praxisbeispiel der Abgrenzung des Wertpapiersachstatuts Urteil IV ZR 207/92 des BGH vom 19.1.1994.

¹¹⁴⁸ SCHWANDER, IPR BT, 181; ZK IPRG (2. Aufl.)-HEINI, Art. 100 N 5 f.; allerdings ist eine vermehrte Tendenz zur Abkehr von diesem Grundsatz auszumachen, welcher zu diversen Ausnahmen führte, siehe dazu FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 208 f.

¹¹⁴⁹ Botschaft IPRG, 394.

Lehre und Rechtsprechung wie bewegliche Sachen zu behandeln.¹¹⁵⁰ Die daraus resultierende Massgeblichkeit des Belegenheitsstaates für sachenrechtliche Fragen wird im Zusammenhang mit Wertpapieren als «*lex cartae sitae*» bezeichnet.¹¹⁵¹ Folge der *lex cartae sitae* ist, dass das Sachstatut – je nach Lagerort der Wertpapiere – vom Gesellschafts- und Vertragsstatut abweichen wird. Für das auf die Verpfändung von Wertpapieren anwendbare Recht existiert mit Art. 105 IPRG eine besondere Regelung, welche die einheitliche Unterstellung verschiedener verpfändeter Wertpapiere unter ein Recht ermöglichen soll.¹¹⁵²

Nach Art. 104 IPRG ist der Erwerb dinglicher Rechte einer (beschränkten) *Rechtswahl* zugänglich. Beschränkt ist diese insofern, als sie gemäss Abs. 2 nicht Dritten entgegengehalten werden kann. Das bedeutet, dass sich eine Spaltung der sachenrechtlichen Wirkung im Innen- und Aussenverhältnis ergeben kann.¹¹⁵³ Mit dieser Rechtswahlmöglichkeit könnten eigentlich Vertrags- und Sachstatut in Übereinstimmung gebracht werden. Durch Abs. 2 wird jedoch der praktische Nutzen weitgehend entzogen, da Dritte sich auf das für sie günstigere Recht berufen können, sodass die Parteien faktisch trotz *Rechtswahl* auch die Voraussetzungen dieses Rechts beachten müssen, damit im Aussenverhältnis keine negativen Konsequenzen drohen.¹¹⁵⁴ 551

Allgemein und im Zusammenhang mit Gesellschaftsanteilen hat sich die praktische Bedeutung und Handhabung von Wertpapieren seit Inkrafttreten des IPRG grundlegend verändert, zumal Gesellschaftsanteile zunehmend seltener physisch ausgegeben bzw. übertragen werden. Mit dieser Entwicklung geht einher, dass die traditionellen sachenrechtlichen Ansätze den neuen Gegebenheiten angepasst werden mussten.¹¹⁵⁵ Die Änderungen in den materiell-rechtlichen Gegebenheiten haben auf der Ebene des IPRG zur Einführung des neuen Kapitels 7a für intermediärverwahrte Wertpapiere und Wertrechte geführt.¹¹⁵⁶ Aktuell steht die Digitalisierung der Übertragung von Aktien vor der 552

¹¹⁵⁰ Botschaft IPRG, 401; BGE 80 II 53 E. 2c; BSK IPRG-FISCH, Art. 105 N 18; GIRSBERGER/HESS, 995; ZOBL, Wertpapierübertragung, 110.

¹¹⁵¹ FAVRE, 220; ZOBL/KRAMER S., 198.

¹¹⁵² Botschaft IPRG, 401.

¹¹⁵³ ZOBL, Wertpapierübertragung, 110.

¹¹⁵⁴ BSK IPRG-FISCH, Art. 104 N 13 ff.; SCHWANDER, IPR BT, 188.

¹¹⁵⁵ BSK IPRG-FISCH, Vorb. zu Art. 108a–d N 2 ff.

¹¹⁵⁶ Dazu hinten [N 568 f.](#)

nächsten grossen Umwälzung, indem die elektronische Übertragung mittels *Distributed Ledger Technology* (ohne zentralen Registerführer) vorangetrieben wird.¹¹⁵⁷

2. Wertpapiersachstatut bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen

2.1. Wertpapiersachstatut bei nicht intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen

553 Zur Bestimmung des Sachstatuts bei Unternehmensübernahmen muss *differenziert* werden, da die Übertragung der verschiedenen *Arten von Gesellschaftsanteilen* materiell-rechtlich grundlegend verschieden ausgestaltet sein kann und sich dementsprechend auch international-privatrechtlich nach unterschiedlichen Bestimmungen richtet. Die Hauptdifferenzierung ist dabei vorzunehmen zwischen intermediärverwahrten Wertpapieren und *nicht* intermediärverwahrten Wertpapieren (bzw. Wertrechten), da für erstere eine staatsvertragliche Regelung existiert, welche gänzlich eigenen Prinzipien folgt.¹¹⁵⁸ Die Übertragung von nicht intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen ist vorwiegend eine Thematik der *privaten Transaktionen*.

554 Für die materiell-rechtlichen Grundlagen der Aktienübertragung soll auf die Literatur hierzu verwiesen werden.¹¹⁵⁹ Eine international-privatrechtliche Darstellung kann aber nachfolgend nur vorgenommen werden, wenn eine zwischen den – aus Schweizer Sicht anzutreffenden – Varianten differenzierende Darstellung erfolgt, wofür gewisse materiell-rechtliche Aspekte angesprochen werden müssen.

a Verbriefte Aktien

555 Private Aktiengesellschaften geben typischerweise – bzw. gemäss herkömmlichem Verständnis – ihre Aktien als Wertpapiere aus, sei dies als Einzel-, Sammel- oder Globalurkunde.¹¹⁶⁰ Diese stellen wertpapierrechtlich Inhaberpapiere

¹¹⁵⁷ Siehe zu den aktuellen Möglichkeiten des Gebrauchs von DLT-Systemen zur Abbildung und Übertragung von Aktien VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 1 ff.

¹¹⁵⁸ Dazu sogleich [N 569 ff.](#)

¹¹⁵⁹ Siehe etwa TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 60 ff.; VISCHER M./LIEBERHERR, 294 ff.

¹¹⁶⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 60.

(bei Inhaberaktien) oder Ordrepapiere (bei Namenaktien vermutungsweise) dar.¹¹⁶¹ Für die Übertragung müssen nach Schweizer Recht die der Aktienart entsprechenden Vorschriften eingehalten werden.¹¹⁶²

Bei der Übertragung verbrieftter Aktien sind aus Sicht des internationalen Privatrechts für sachenrechtliche Fragen die Art. 100 ff. IPRG massgebend, namentlich Art. 100 und 104 IPRG.¹¹⁶³ Das Sachstatut ist zuerst *subjektiv* nach Art. 104 Abs. 1 IPRG anzuknüpfen, sofern eine *Rechtswahl* gegeben ist. Die Rechtswahlmöglichkeit ist jedoch in mehrfacher Hinsicht beschränkt, nämlich einerseits in der Möglichkeit des wählbaren Rechts, da nur das Recht des Abgangs- oder Bestimmungsstaates oder das Recht des zugrundeliegenden Rechtsgeschäfts gewählt werden kann. Im Zusammenhang mit der Übertragung von Aktien dürfte insbesondere eine Abstimmung mit dem Gesellschaftsstatut in Frage kommen. Andererseits ist sie auch in ihren Wirkungen Dritten gegenüber entscheidend beschränkt. 556

Bei einer *objektiven Anknüpfung* ist nach Art. 100 IPRG der Lageort der Wertpapiere massgebend (*lex cartae sitae*).¹¹⁶⁴ Dies gilt sowohl nach Abs. 1 für den Erwerb und Verlust dinglicher Rechte sowie nach Abs. 2 für den Inhalt und die Ausübung dinglicher Rechte.¹¹⁶⁵ Im Zusammenhang mit dem Aktienerwerb ist vornehmlich Abs. 1 von Relevanz, der Inhalt und die Ausübung dinglicher Rechte wird vom Gesellschaftsstatut verdrängt.¹¹⁶⁶ Es folgt die Frage, wie der Lageort von Wertpapieren konkret zu bestimmen ist. Verbrieftte Wertpapiere sind grundsätzlich am Ort der physischen Belegenheit zu lokalisieren.¹¹⁶⁷ Bei einfachen Verhältnissen dürfte der Lageort auch ohne Weiteres zu bestimmen 557

¹¹⁶¹ Siehe Art. 978 Abs. 1 OR sowie Art. 684 Abs. 2 i. V. m. Art. 1145 OR; dazu etwa BÖCKLI, § 4 N 98 ff.

¹¹⁶² Siehe etwa VISCHER F./LIEBERHERR, 293 ff.

¹¹⁶³ BSK IPRG–EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 13; CONSTANTINI, Effektenkommission, 33. Art. 101 IPRG sieht eine spezielle Regelung für Sachen im Transit vor, welche jedoch für Unternehmensübernahmen *nicht* (auch nicht analog) einschlägig ist, selbst wenn Wertschriften grenzüberschreitend «transportiert» werden, da es hier um Konstellationen geht, in welcher dinglich auf sich schon im Transport befindliche Ware (*res in transitu*) eingewirkt wird (BSK IPRG–FISCH, Art. 101 N 2). Hingegen ist es m. E. denkbar, dass Art. 102 Abs. 1 IPRG (als die *lex rei sitae* präzisierende Regel) im Einzelfall bei einer Unternehmensübernahme mit grenzüberschreitender Übergabe von Wertpapieren zum Zuge kommen kann.

¹¹⁶⁴ GIRSBERGER/HESS, 995.

¹¹⁶⁵ Zur Unterscheidung FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 213 ff.

¹¹⁶⁶ Siehe zur Abgrenzung vom Gesellschaftsstatut vorne [N 481 ff.](#)

¹¹⁶⁷ FAVRE, 256.

sein, etwa wenn der Verkäufer die Aktien selbst aufbewahrt oder durch seine Bank direkt verwahren lässt. Nicht selten wird deshalb bei einer Übernahme (von kleineren Gesellschaften oder Konzerngesellschaften) die Rechtsordnung, in der der Verkäufer seinen (Wohn-)Sitz hat, das Sachstatut sein, da die Aktien physisch dort zu finden sein werden – sei dies an seinem Sitz oder bei seiner (lokalen) Bank.

- 558 Aufgrund der praktischen Gegebenheiten bei der Verwahrung von Wertpapieren¹¹⁶⁸ kann die Bestimmung des Belegenheitsorts aber auch Schwierigkeiten bereiten, wenn der Verkäufer die Aktien nicht selbst verwahrt und ihm der konkrete Lageort u. U. gar nicht bekannt ist.¹¹⁶⁹ Auch weil – je nach praktischen Gegebenheiten – der Lageort bei der Berufung des anwendbaren Rechts zu relativ zufälligen Ergebnissen führen kann, wird insbesondere bei Namenaktien – aufgrund der engen Bindung an die Gesellschaft – die Frage aufgeworfen, ob nicht eine Anknüpfung an die Gesellschaft auch für das Sachstatut zu einem besseren Ergebnis führen würde.¹¹⁷⁰
- 559 Meines Erachtens ist diese Lehrmeinung im Ergebnis richtig, denn bei der Übertragung von (verbrieften) Namenaktien wird der Bezug zum Gesellschaftsstatut viel enger sein als zu einem (sich allenfalls weitgehend zufällig ergebenden) Lageort der Wertpapiere. Da das Gesellschaftsstatut ohnehin für die Mehrzahl der Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung von Namenaktien massgebend ist, könnte seine Relevanz deshalb auch auf rein sachenrechtliche Fragen ausgedehnt werden. Allerdings lässt die sachenrechtliche Regelung im IPRG kaum Raum für eine solche Argumentation, zumal eine besondere Regelung für die Verpfändung von Wertpapieren sowie für intermediärverwahrte Wertpapiere geschaffen wurde. In diesen beiden Bereichen akzentuieren sich die Probleme aufgrund der tatsächlichen Gegebenheiten, weshalb sich der Gesetzgeber ihrer mit einer Sonderregelung angenommen hat. E contrario bedeutet dies, dass sich der Gesetzgeber entschieden hat, für verbrieft Wertpapiere – trotz ihrer Besonderheit im Vergleich mit «gewöhnlicher» Fahrnis – eben doch die traditionellen sachenrechtlichen Prinzipien zum Zuge kommen zu lassen. Es ist ein qualifiziertes Schweigen auszumachen. Anders als im Bereich des Vertragsrechts gibt es hier kein «Rückfallprinzip» des engsten Zusammenhangs, sondern im Gegenteil hat sich der Gesetzgeber

¹¹⁶⁸ Siehe hierzu hinten [N 568 ff.](#)

¹¹⁶⁹ ZEMP, 184.

¹¹⁷⁰ DÜRIG, 23 f.; Göthel, M&A-GÖTHEL, 305, m. w. H.; JOSENHANS, 264.

mit der Massgeblichkeit des Belegenheitsorts gegen das Prinzip des engsten Zusammenhangs ausgesprochen. Aus diesem Grunde kann auch die Ausnahmeklausel von Art. 15 IPRG hier nicht beigezogen werden.

Meines Erachtens kann aus diesem Grund für sachenrechtliche Fragen bei Namenaktien nicht *generell* vom Prinzip der *lex cartae sitae* abgewichen werden. Eine explizite Ausnahmeregelung unter Abweichung von der *lex cartae sitae* zugunsten des Gesellschaftsstatuts wäre aus den obgenannten Gründen für Aktien allgemein *de lege ferenda* wünschenswert. Unter der geltenden Ordnung bleibt aber die *einzelfallbezogene* Massgeblichkeit des Gesellschaftsstatuts vorbehalten, insbesondere wenn das anwendbare Sachenrecht und das Gesellschaftsrecht auseinanderfallen würden und dadurch Normenkonflikte drohen. In diesem Fall kann eine Korrektur über das Institut der Anpassung geschehen. Oder die sachenrechtlichen Fragen im Zusammenhang mit der Anteilsübertragung werden direkt unter das – weit verstandene – Gesellschaftsstatut subsumiert.

560

b Unverbriefte Aktien

Bei privat gehaltenen Gesellschaften wird – sei es aus Unachtsamkeit oder bewusst aus praktischen Gründen – regelmässig auf die Ausgabe von Aktien in der Form von Wertpapieren verzichtet.¹¹⁷¹ Da in diesen Fällen die materiellrechtliche Ausgangslage für die Übertragung eine gänzlich andere ist, hat dies auch auf international-privatrechtlicher Ebene Auswirkungen. Sind die Aktien nicht als Wertpapiere ausgegeben – man spricht in diesem Zusammenhang unter Schweizer Recht vom Konzept des aufgeschobenen Titeldrucks –,¹¹⁷² so hat ihre Übertragung durch *Forderungsabtretung* nach Art. 164 OR zu geschehen.¹¹⁷³ Dasselbe gilt für Wertrechte, sofern diese (noch) nicht als Bucheffekten ausgestaltet sind.¹¹⁷⁴ Auch die Übertragung von tokenisierten Effekten, die Wertrechte darstellen, ist als Zession zu qualifizieren.¹¹⁷⁵

561

¹¹⁷¹ Siehe dazu BÖCKLI, § 4 N 112; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 60.

¹¹⁷² Aus dogmatischer Sicht handelt es sich um die Fingierung des statutarischen Aufschubs des Drucks und der Ausgabe von unverbrieften Namenaktien, siehe etwa ausführlich ZEMP, 159 f.

¹¹⁷³ Urteil 4A_248/2015 des BGer vom 15.1.2016, E. 3; VISCHER F./LIEBERHERR, 295.

¹¹⁷⁴ Art. 973c Abs. 4 OR.

¹¹⁷⁵ Siehe zur Tokenisierung von Effekten IFFLAND/LÄSER, 415 ff.; VON DER CRONE/MONSCH/MEISSER, 3 ff.

- 562 Bei einer Aktienübertragung auf dem Wege einer Forderungsabtretung handelt es sich deshalb nicht um einen sachenrechtlichen Vorgang, sodass sich das auf die Übertragung anwendbare Recht auch nicht nach Art. 100 IPRG bestimmen lässt.¹¹⁷⁶ Die *Zession* im Allgemeinen richtet sich nach Art. 145 IPRG.¹¹⁷⁷ Allerdings besteht in der Lehre Uneinigkeit darüber, ob sich das auf die Übertragung von unverbrieften Aktien anwendbare Recht tatsächlich nach dieser Bestimmung richten soll. Während ein Teil der Lehre dies bejaht,¹¹⁷⁸ spricht sich ein anderer Teil für die Unterstellung unter das Gesellschaftsstatut aus.¹¹⁷⁹
- 563 Auf den ersten Blick scheint es auch hier konsequent, zu differenzieren, ob neben den gesellschaftsrechtlichen Aspekten für zessionsrechtliche Fragen ein besonderes Recht anwendbar ist. Hierfür ist zunächst aber ein Blick auf die Regelung von Art. 145 IPRG zu werfen. Nach dessen Abs. 1 untersteht die Abtretung einer Forderung dem von den Parteien gewählten Recht bzw. – bei Fehlen einer Rechtswahl – dem auf die Forderung anzuwendenden Recht. Es ist hier – wie allgemein im Obligationenrecht des IPRG, aber anders als im Gesellschaftsrecht – grundsätzlich *Rechtswahlfreiheit* auszumachen. Bei der objektiven Anknüpfung muss das auf die Forderung anzuwendende Recht bestimmt werden. Im Zusammenhang mit unverbrieften Aktien besteht die Forderung gegenüber der Gesellschaft und es ist das entsprechende Gesellschaftsrecht anwendbar. Nach Art. 145 Abs. 3 IPRG untersteht die Form der Abtretung ausschliesslich dem auf den Abtretungsvertrag anwendbaren Recht, d. h., das Übernahmevertragsstatut ist massgebend.¹¹⁸⁰ Im Ergebnis wäre also auch nach Art. 145 IPRG grundsätzlich das anwendbare Gesellschaftsrecht massgeblich, mit dem gewichtigen Unterschied, dass hier Rechtswahlfreiheit gegeben ist (und sich zudem die Form der Abtretung nach dem Vertragsstatut richtet).
- 564 Aus Sicht des Schweizer Rechts ist die Übertragung von unverbrieften Aktien rechtlich speziell ausgestaltet, weshalb sie schon schwierig verständlich ist,

¹¹⁷⁶ Aufgrund der thematisch sinnvollen Einordnung wird nichtsdestotrotz die Behandlung hier unter dem Titel der sachenrechtlichen Aspekte vorgenommen.

¹¹⁷⁷ FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 481 ff.

¹¹⁷⁸ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 13; CONSTANTINI, Effektenkommission, 33; GIRSBERGER/HESS, 995.

¹¹⁷⁹ BSK IPRG-DASSER, Art. 145 N 6; FAVRE, 263; FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 482; ZK-GIRSBERGER/KELLER, Art. 145 N 14; ZOBL, Wertpapierübertragung, 110; ZOBL/KRAMER S., 198.

¹¹⁸⁰ Die Abtretung kann im Rahmen des Share Purchase Agreements vorgenommen werden. Wenn sie mittels separatem Abtretungsvertrag gemacht wird, käme u. U. zum Übernahmevertragsstatut ein weiteres Vertragsstatut hinzu.

selbst wenn sie sich einheitlich nach Schweizer (Gesellschafts-)Recht richtet. Eine Differenzierung in gesellschaftsrechtliche, zessionsrechtliche und formelle Aspekte der Übertragung und die (mögliche) Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnungen würde die Übertragung noch undurchsichtiger machen. Meines Erachtens ist aus diesem Grund der Lehrmeinung zu folgen, wonach sich die Übertragung unverbriefter Aktien nach dem Gesellschaftsstatut zu richten habe. Der Zusammenhang mit dem Gesellschaftsstatut ist hier besonders eng. Dafür spricht auch, dass Art. 145 IPRG weitgehend dispositiv ausgestaltet ist und einem Zurücktreten gegenüber dem Gesellschaftsstatut deshalb nicht im Wege stehen will. Zudem ist das Zessionsrecht im IPRG Teil des Obligationenrechts, welchem das Prinzip des engsten Zusammenhangs zugrunde liegt. Auch die Suche nach dem engsten Zusammenhang im Sinne des internationalen Schuldrechts würde m. E. zum Gesellschaftsstatut führen.

Vorbehalten bleiben aber m. E. Fragen, welche nur das zessionsrechtliche Innenverhältnis zwischen den Parteien des Abtretungsvertrages – also zwischen Übernehmerin und Verkäufer – betreffen, auf welches nach Art. 145 Abs. 4 IPRG das Vertragsstatut anwendbar ist.¹¹⁸¹ Die Reichweite des Gesellschaftsstatuts kann nicht auf Fragen des Innenverhältnisses einwirken. 565

c Stammanteile

In der Praxis von Bedeutung ist ferner die *Übertragung von Stammanteilen* an einer GmbH. Nach Schweizer Recht können Stammanteile nicht als (handelbare) Wertpapiere verbrieft werden, weshalb sie generell abgetreten werden müssen (Art. 785 OR).¹¹⁸² Die rechtliche Ausgangslage ist also derjenigen von unverbrieften Aktien augenscheinlich sehr ähnlich, sodass das dort Ausgeführte im Grundsatz auch hier gelten muss. Bei der GmbH ist ein noch engerer Bezug der Anteilsübertragung zum Gesellschaftsrecht auszumachen.¹¹⁸³ Meines Erachtens richtet sich die Übertragung von Stammanteilen deshalb aus Sicht des internationalen Privatrechts nach dem *Gesellschaftsstatut*. 566

Im Zusammenhang mit der Übertragung von Stammanteilen einer GmbH ist zudem auf folgende praktisch wichtige Besonderheit in Bezug zum deutschen 567

¹¹⁸¹ So auch GIRSBERGER/HESS, 995.

¹¹⁸² Eine ausgegebene Urkunde dient gemäss Art. 784 Abs. 1 OR grundsätzlich nur als Beweiskunde. Eine Verbriefung als (handelbares) Inhaber- oder Ordrepapier ist nicht möglich, wohingegen die Ausgabe eines Namenpapiers zulässig wäre; siehe dazu etwa BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 784 N 2 f.

¹¹⁸³ Siehe schon die gesellschaftsrechtlichen Zustimmungserfordernisse gemäss Art. 786 OR.

Recht hinzuweisen: Da in Deutschland hohe Beurkundungskosten bei Übernahmen von GmbHs anfallen, wäre ein Ausweichen für die *notarielle Beurkundung* in die – diesbezüglich deutlich günstigere – Schweiz eine interessante Möglichkeit. Das in der Praxis attraktive Instrument wurde in der Konsequenz zu einem in der Literatur rege diskutierten Thema.¹¹⁸⁴ In diesem Zusammenhang hat sich die Doktrin namentlich mit der Frage auseinandergesetzt, nach welchem Recht die Übertragung von Anteilen einer deutschen GmbH – insbesondere im Hinblick auf die Formerfordernisse – zu beurteilen ist und ob sie nach fremdem Recht formwirksam vorgenommen werden kann, was in Bezug auf die Schweiz zunehmend bejaht wird.¹¹⁸⁵

2.2. Wertpapiersachstatut bei intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen

568 Das Wertpapierrecht und Finanzmarkttransaktionen haben sich infolge der technischen Entwicklung in den letzten Jahrzehnten grundlegend geändert,¹¹⁸⁶ wobei der Umbruch noch in vollem Gange ist.¹¹⁸⁷ Wertpapiere werden immer seltener direkt durch die Anleger verwahrt, sondern in der Regel durch Banken oder andere Finanzintermediäre gehalten, teilweise in komplexen Verwahrungssystemen mit pyramidenähnlichem Aufbau.¹¹⁸⁸ Bei Übertragungen erfolgt keine physische Übergabe mehr – sofern überhaupt noch Wertpapiere ausgegeben wurden, sind diese bei einem Zentralverwahrer immobilisiert –, sondern die Ansprüche der Anleger werden durch Gutschriften in den Depotkonten ausgewiesen.¹¹⁸⁹ Bei börsenkotierten Gesellschaften sind die Aktien unter Schweizer Recht in aller Regel als Bucheffekten ausgestaltet, zentralverwahrt und werden elektronisch abgewickelt.¹¹⁹⁰

569 Der Inhaber von mediatisiert verwahrten Wertpapieren leitet seine Rechtsstellung deshalb aus einer Verbuchung ab, nicht mehr aus dem zugrunde liegenden Wertpapier.¹¹⁹¹ Dass bei diesen tatsächlichen Gegebenheiten die herkömmlichen sachenrechtlichen Konzepte – insbesondere die *lex rei sitae* –

¹¹⁸⁴ Siehe etwa SCHLÖSSER, 301 ff., m. w. H.

¹¹⁸⁵ Göthel, M&A-GÖTHEL, 330 ff., m. w. H.

¹¹⁸⁶ CONSTANTINI, 3.

¹¹⁸⁷ Siehe zu aktuellen Digitalisierungsfragen VON DER CRONE/MONSCHE/MEISSER, 1 ff.

¹¹⁸⁸ Botschaft BEG, 9316; zur Verwahrungspyramide siehe etwa die Darstellung bei GIRSBERGER/HESS, 994; ZK IPRG II-KUHN, Vor Art. 108a–108d N 3.

¹¹⁸⁹ Botschaft BEG, 9316.

¹¹⁹⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 60 ff.; zur Übertragung von Bucheffekten siehe Art. 24 ff. BEG.

¹¹⁹¹ CONSTANTINI, 3 f.

«untauglich oder zumindest höchst unpraktisch» sind,¹¹⁹² ist augenscheinlich erkennbar.¹¹⁹³ Aufgrund der grossen Bedeutung des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels und der gleichzeitig bestehenden Rechtsunsicherheit wurden nach den Praktikern und der Doktrin auch die Gesetzgeber auf den Plan gerufen.¹¹⁹⁴ Auf internationaler Ebene mündeten die gesetzgeberischen Anstrengungen u. a. im Haager Wertpapierübereinkommen (HWpÜ¹¹⁹⁵).¹¹⁹⁶ Das IPRG verweist für die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei intermediärverwahrten Wertpapieren in Art. 108c vollumfänglich auf ebendieses Übereinkommen.

Das HWpÜ möchte die für Wertpapiertransaktionen massgebende Rechtsordnung einheitlich und klar bestimmbar machen, indem es zu den praktischen Gegebenheiten passende und im Einklang mit dem Prinzip des engsten Zusammenhangs stehende Anknüpfungskriterien vorgibt.¹¹⁹⁷ Allerdings scheiden sich die Geister am Gelingen dieser gesetzgeberischen Vorstellungen: Während das HWpÜ teils als «modern, an der Praxis ausgerichtet, in sich logisch und damit Vorbild einer fortschrittlichen Gesetzgebung» gelobt wird,¹¹⁹⁸ hinterfragen andere die Tauglichkeit der formulierten Anknüpfungsregeln grundlegend.¹¹⁹⁹

Zum HWpÜ existiert eine umfassende Kommentierung.¹²⁰⁰ Im Folgenden soll deshalb nicht eine allgemeine Darstellung vorgenommen, sondern nur spezifisch auf die Grundanknüpfung im Zusammenhang mit Übernahmen eingegangen werden. Art. 108a IPRG verweist für den Begriff des intermediärver-

570

571

¹¹⁹² So CONSTANTINI, 6.

¹¹⁹³ Ausführlich etwa BSK Wertpapierrecht-BERNASCONI, Introduction HWpÜ N 7 ff.; ZK IPRG II-KUHN, Vor Art. 108a-108d N 5 ff.

¹¹⁹⁴ ZEMP, 187 ff.

¹¹⁹⁵ Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte an intermediärverwahrten Wertpapieren anzuwendende Rechtsordnung vom 5.7.2006 (SR 0.221.556.1).

¹¹⁹⁶ Das Übereinkommen ist erst auf den 1.4.2017 völkerrechtlich in Kraft getreten, jedoch hatte es für die Schweiz schon zuvor – aufgrund der Verweisung darauf im IPRG – Geltung; ZK IPRG II-KUHN, Art. 108c N 5. Siehe zur Entstehungsgeschichte ausführlich Botschaft BEG, 9413 ff.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 9 N 65 ff.

¹¹⁹⁷ ZEMP, 189.

¹¹⁹⁸ So BSK IPRG-FISCH, Vorb. zu Art. 108a-d N 10.

¹¹⁹⁹ Siehe ausführlich würdigend CONSTANTINI, Bucheffektengesetz, 368, m. w. H.; zur Kritik im Rahmen der Entstehung des HWpÜ siehe ausführlich ZK IPRG II-KUHN, Vor Art. 108a-108d N 44 ff.

¹²⁰⁰ Siehe statt vieler die Kommentierung des HWpÜ im BSK Wertpapierrecht, insb. BSK Wertpapierrecht-BERNASCONI, Introduction HWpÜ; sowie ZK IPRG II-KUHN, Art. 108c Anhang.

wahrten Wertpapiers auf die Definition im HWpÜ (Art. 1 Abs. 1 lit. f HWpÜ).¹²⁰¹ Der Wertpapierbegriff ist hier – wie allgemein im internationalen Privatrecht – weit gefasst.¹²⁰² Gegenstand des HWpÜ ist nur das Wertpapiersachstatut, d. h. sind Fragen sachenrechtlicher oder sachenrechtsähnlicher Natur, hingegen werden rein schuld- und gesellschaftsrechtliche Fragen nicht davon erfasst (Art. 2 Abs. 3 HWpÜ).¹²⁰³ Somit ist das Wertpapierrechtsstatut explizit nicht Gegenstand des Übereinkommens (vgl. Art. 2 Abs. 3 lit. c HWpÜ), sodass diesbezüglich die rechtliche Situation bei intermediärverwahrten Gesellschaftsanteilen nicht besonders ist.

- 572 Das HWpÜ sieht als *Hauptanknüpfung* eine *Rechtswahlmöglichkeit* in der Kontovereinbarung vor (Art. 4 HWpÜ).¹²⁰⁴ Die Rechtswahl ist insofern eingeschränkt, als der massgebliche Intermediär im betreffenden (gewählten) Staat eine qualifizierte Geschäftsstelle haben muss. Mit diesem kumulativen Erfordernis eines objektiven Bezugspunktes soll die Anwendung einer (für Dritte) unvorhersehbaren Rechtsordnung verhindert werden.¹²⁰⁵ Dass diesbezüglich – für sachenrechtliche Thematiken historisch nicht typisch – Parteiautonomie besteht, ist mit ein Grund, weshalb das HWpÜ von gewichtigen Staaten abgelehnt wurde.¹²⁰⁶
- 573 Ohne (gültige) Rechtswahl kommt *subsidiär* die *Anknüpfungskaskade* von Art. 5 HWpÜ zur Anwendung, welche aus dem PRIMA(*Place of the Relevant Interme-*

¹²⁰¹ «Intermediär-verwahrte Wertpapiere bezeichnet die Rechte eines Depotinhabers, die sich aus einer Gutschrift von Wertpapieren auf einem Depotkonto ergeben.»; durch den Verweis auf das HWpÜ wird der sachliche Anwendungsbereich der Bestimmungen des IPRG mit dem HWpÜ «synchronisiert», so ZK IPRG II-KUHN, Art. 108a N 1.

¹²⁰² BSK IPRG-FISCH, Art. 108a N 2; deshalb fallen kollisionsrechtlich auch Finanzinstrumente darunter, die nicht Bucheffekten i. S. d. Schweizer Rechts sind, ZK IPRG II-KUHN, Art. 108 N 7.

¹²⁰³ CONSTANTINI, Bucheffektengesetz, 367; GIRSBERGER/HESS, 997; ZK IPRG II-KUHN, Art. 108a N 4 ff. Allerdings können nach Art. 2 Abs. 2 HWpÜ auch gewisse vertragliche Aspekte miteinbezogen werden und die Normen zeigen in diverser Hinsicht Berührungspunkte zu anderen Rechtsgebieten, weswegen der Gesetzgeber davon ausging, dass das HWpÜ doch verschiedene Normen des IPRG verdrängen könnte, siehe Botschaft BEG, 9400.

¹²⁰⁴ Gemäss Art. 26 und Art. 15.2.8 des Handelsreglements der SIX Swiss Exchange AG vom 4.4.2018 soll diesbezüglich schweizerisches Recht gewählt werden, soweit es um an der Schweizer Börse abgeschlossene Verträge geht, was etwa im Rahmen eines der Übernahme vorgehenden Aktienenerwerbs möglich wäre (der Erwerb der Aktien im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots hingegen erfolgt nicht in diesem Sinne börslich).

¹²⁰⁵ EGE, 155 ff.; GIRSBERGER/HESS, 998.

¹²⁰⁶ BSK IPRG-FISCH, Vor Art. 108a-d N 13.

diary Approach)-Prinzip weiterentwickelt wurde.¹²⁰⁷ Die Kaskade der objektiven Anknüpfung in Art. 5 HWpÜ beginnt mit dem Recht des Ortes der Kontovereinbarung (Abs. 1).¹²⁰⁸ Es folgt in der Anknüpfungskette der Ort der Inkorporation des massgebenden Intermediärs.¹²⁰⁹ Scheitert auch diese Bestimmung des anwendbaren Rechts, so ist nach Art. 5 Abs. 3 HWpÜ «letzinstanzlich» der Ort des (Haupt-)Geschäftssitzes des Intermediärs entscheidend.¹²¹⁰ Von grosser Wichtigkeit ist dabei, dass unter dem HWpÜ Transaktionen nicht einheitlich einer einzigen Rechtsordnung unterstellt werden, sondern das anwendbare Recht für jede einzelne Depotbeziehung gesondert bestimmt wird.¹²¹¹ Jede Stufe der Verwahrungspyramide wird gesondert angeknüpft.¹²¹²

Für Unternehmensübernahmen ist die Konsequenz dieses Anknüpfungssystems des HWpÜ, dass die Bestimmung des Wertpapiersachstatuts aus einer Gesamtperspektive komplex aussehen kann, sofern intermediärverwahrte Wertpapiere gegeben sind, also insbesondere bei der Übernahme von kotierten Gesellschaften. Eine Rechtswahl ist zwar möglicherweise im Depotvertrag gegeben. Allerdings kann eine Rechtswahl im Unternehmenskaufvertrag oder dem Übernahmeangebot nicht die Voraussetzungen von Art. 4 HWpÜ an die Rechtswahl erfüllen, sodass eine Abstimmung des Sachstatuts mit dem Übernahmevertragsstatut nicht möglich ist. Aufgrund der Einzelanknüpfung jeder Depotbeziehung, kann deshalb – je nach Zahl der Intermediäre sowie Zahl der Verkäufer bei einer Übernahme – eine Vielzahl von Rechtsordnungen berufen werden, schon einzig für die sachenrechtlichen Fragen bzw. die Verfügung über die Aktien.¹²¹³

574

Das anwendbare Sachenrecht kann entsprechend nicht allgemein, sondern nur in Bezug auf den einzelnen andienenden Aktionär bestimmt werden. Diese

575

¹²⁰⁷ Siehe dazu ausführlich CONSTANTINI, 294 ff. sowie EGE, 63 ff.; FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 221; ZEMP, 190 f.

¹²⁰⁸ BSK Wertpapierrecht-HÜNERWADEL/FISCHER R., Art. 5 HWpÜ N 3.

¹²⁰⁹ EGE, 164; GIRSBERGER/HESS, 999.

¹²¹⁰ BSK Wertpapierrecht-HÜNERWADEL/FISCHER R., Art. 5 HWpÜ N 9.

¹²¹¹ Die gesonderte Bestimmung der anwendbaren Rechtsordnung für jedes einzelne Verwahrverhältnis wird auch als «stage-by-stage approach» bezeichnet, siehe EGE, 178 ff.; so dann BSK Wertpapierrecht-HÜNERWADEL/FISCHER R., Art. 4 HWpÜ N 5 ff.

¹²¹² CONSTANTINI, Bucheffektengesetz, 368.

¹²¹³ Da aufgrund der Konzeption der Anknüpfung nach dem HWpÜ gar bei einer an sich einheitlichen (aber über mehrere Intermediäre abgewickelten) Transaktion schon verschiedene Rechtsordnungen angewandt werden müssen, kann sich die Zahl der anwendbaren Rechtsordnungen gar noch potenzieren (mit der Vielzahl der Veräusserer).

Komplexität ist bei einer Betrachtung der Übernahme insgesamt nicht ideal. Noch weniger ideal ist sie in Anbetracht dessen, dass es sich hierbei nur um einen (im Verhältnis wenig wichtigen) Aspekt im grösseren Schnittbereich zum Gesellschafts- und Vertragsrecht handelt. Vermag das HWpÜ für Effekten-transaktionen im Allgemeinen – etwa für internationale Sicherungstransaktionen – eine sinnvolle Lösung bieten, so bringt es m. E. für Übernahmen durch die Komplexität seiner Anknüpfungskaskade Schwierigkeiten, welche gar über diejenigen des traditionellen sachenrechtlichen Ansatzes hinausgehen können. Dies kann zu zusätzlichen – eigentlich nicht erzwungenen – Normenkollisionen führen, welche durch Anpassung zu lösen sind.¹²¹⁴

- 576 Für intermediärverwahrte Wertpapiere – und somit im wichtigen Anwendungsfall der Übernahme kotierter Gesellschaften – richtet sich das auf eine Aktienübertragung anwendbare Sachenrecht für die einzelne Beziehung zwischen Aktionär und Übernehmerin nach der komplexen Anknüpfungskaskade von Art. 4 und 5 HWpÜ, nach welcher sich regelmässig mehrere Rechtsordnungen für anwendbar erklären werden. Während bei (öffentlichen) Übernahmen mittels Rechtswahl für die vertraglichen Aspekte im Verhältnis zu allen andienenden Aktionären ein einheitliches Vertragsrecht gefunden werden kann und sich auch nur ein Gesellschaftsrecht auf die Aktienübertragung anwendbar zeigt, ist dies hinsichtlich der sachenrechtlichen Aspekte bei intermediärverwahrten Wertpapieren nicht möglich. Das spricht wiederum für eine umfassende Subsumtion der Fragen zur gültigen Übertragung der Gesellschaftsanteile unter das Gesellschaftsstatut.

2.3. Abstimmung durch Rechtswahl

- 577 Wie vorne dargestellt, räumt auch das Sachenrecht einen gewissen (beschränkten) Spielraum für die Wahl des anwendbaren Rechts ein. Im Hinblick auf eine Gesamtbetrachtung ist zu prüfen, wie weit diese Wahlfreiheit geht und wie sie zur Findung eines möglichst einheitlichen anwendbaren Rechts beitragen kann. Die Möglichkeit, das Sachstatut einem anderen Statut «anzuhängen», wäre sinnvoll, um zu verhindern, dass für die sachenrechtlichen Aspekte der Aktienübertragung noch eine weitere Rechtsordnung ins Spiel kommt. Im Bereich des Sachenrechts ist – unabhängig von der Art der Aktienübertragung – die Rechtswahlfreiheit immer (relativ stark) eingeschränkt. Da keine Freiheit in der Frage besteht, welches Recht gewählt wird, ist auch die Abstimmung mit dem anwendbaren Gesellschafts-, Vertrags- oder Aufsichts-

¹²¹⁴ So auch CONSTANTINI, Bucheffektengesetz, 370, in seiner allgemeinen Kritik am HWpÜ.

recht nicht in jedem Fall frei möglich.¹²¹⁵ Die Wirkung der Rechtswahl ist in der Praxis sodann aufgrund von Art. 104 Abs. 2 IPRG nach aussen massiv beschränkt. Im Rahmen des HWpÜ besteht trotz Rechtswahlmöglichkeit im Depotvertrag im Hinblick auf das Übernahmevertragsstatut keine (direkte) Abstimmungsmöglichkeit.

Insgesamt muss deshalb – trotz der eigentlich vorgesehenen Parteiautonomie – der Raum für eine Rechtswahl als stark eingeschränkt hingenommen werden, sodass eine Abstimmung mit den weiteren Übernahmestatuten über weite Strecken nicht möglich ist.

578

3. Betriebskäufe

Bei Betriebskäufen muss auch aus sachenrechtlicher Optik zwischen Vermögensübertragungen nach FusG und Übertragungen mittels Singularsukzession unterschieden werden.

579

Bei der *Übertragung mittels Singularsukzession* gibt es kein einheitliches Sachstatut, sondern das anwendbare Sachenrecht ist für die Übertragung der einzelnen Güter zu bestimmen, d. h. jeder Vermögensgegenstand ist nach den für ihn geltenden Regeln zu übertragen.¹²¹⁶ Für jeden Übertragungsakt – sei dies für bewegliche Sachen, unbewegliche Sachen, Immaterialgüterrechte, Forderungen etc. – ist das massgebende Recht zu finden. Dabei sind grundsätzlich für die sachenrechtlichen Aspekte Art. 99 ff. IPRG relevant, d. h. wiederum in erster Linie der Grundsatz der *lex rei sitae*.¹²¹⁷ Im Rahmen der bestehenden (aber eingeschränkten) Rechtswahlfreiheit nach Art. 104 IPRG sollte im Übertragungsvertrag ein einheitliches Recht gewählt werden.¹²¹⁸ Allerdings gestaltet sich dies schwierig, da nicht überall Parteiautonomie besteht bzw. diese – wo sie besteht – stark eingeschränkt ist.¹²¹⁹ Mittels Rechtswahl im Übertragungsvertrag kann deshalb zwar ein Gesamtsachstatut gewählt werden, von dem aber gewisse Vermögenswerte ausgeklammert sein werden.

580

¹²¹⁵ Art. 104 IPRG erlaubt primär eine Abstimmung mit dem Übernahmevertragsstatut, während sich eine Abstimmung mit dem Gesellschaftsstatut nicht ohne Weiteres ergibt. Immerhin kann der Lageort der Wertpapiere vor der Übernahme mittels physischem Transfer von den Parteien beeinflusst werden.

¹²¹⁶ DÜRIG, 25; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 962.

¹²¹⁷ Für die Übertragung von Immaterialgüterrechten und Forderungen siehe vorne [N 400 f.](#)

¹²¹⁸ Siehe vorne [N 405](#) und vorne [N 577 f.](#)

¹²¹⁹ So besteht namentlich bei der Übertragung von Grundstücken keine Rechtswahlfreiheit; zum deutschen Recht DÜRIG, 25.

- 581 Wie vorne dargelegt, bestimmt sich das auf die *Vermögensübertragung nach FusG* anwendbare Recht aus international-privatrechtlicher Sicht nach Art. 163d IPRG.¹²²⁰ Es stellt sich die Frage, ob diese Bestimmung – trotz der Einordnung bei den gesellschaftsrechtlichen Regelungen im IPRG – auch das anwendbare Sachenrecht mitumfasst. Die Vermögensübertragung erlaubt, das Vermögen im Rahmen einer Universalsukzession *uno acta* zu übertragen – eben gerade ohne dass für die einzelnen Vermögensgegenstände die spezifischen Übertragungsvoraussetzungen beachtet werden müssen.¹²²¹ Im internationalen Privatrecht gilt der Grundsatz, dass – unter dem Postulat der einheitlichen Behandlung von Rechtsverhältnissen – das *Gesamt- bzw. Vermögensstatut* dem *Sachstatut* vorgeht.¹²²² Bei der Vermögensübertragung nach FusG ist ein Konflikt zwischen Gesamt- und Sachstatut auszumachen, da Art. 163d IPRG im Sinne eines Gesamtstatuts das auf die Vermögensübertragung – als eigentumsverschiebender (Gesamt-)Vorgang – anwendbare Recht bestimmt, während dieses auch nach den sachenrechtlichen Bestimmungen (Art. 99 ff. IPRG) für die einzelnen Übertragungen separat bestimmt werden könnte. Das Gesamtstatut muss deshalb auch hier das Sachstatut grundsätzlich verdrängen. Dieser Grundsatz findet nur dort eine Grenze, wo eine Rechtsordnung einem einzelnen Sachstatut ausschliesslich zur Anwendung verhelfen will, was namentlich bei Grundstücken der Fall sein kann.¹²²³ Bei Vermögensübertragungen sind solche Gründe m. E. – aus Sicht des Schweizer Rechts – nicht ersichtlich. Das nach Art. 163d IPRG berufene Recht verdrängt deshalb als Gesamtstatut die sachenrechtlichen Einzelanknüpfungen. Kommt das schweizerische Recht über Art. 163d IPRG (als Gesamtstatut) zur Anwendung, so ist aber immer zu beachten, dass ausländische Rechtsordnungen Verfügungen über ausländische Grundstücke (im Rahmen dieses Gesamtstatuts) möglicherweise nicht akzeptieren.
- 582 Die sachenrechtlichen Normen des IPRG nach Art. 99 ff. IPRG sind demzufolge für Übertragungen mittels Singularsukzession relevant, während die Vermögensübertragungen nach FusG sich nach Art. 163d IPRG richten, unter welchem das anwendbare Recht als Gesamtstatut bestimmt wird.

¹²²⁰ Siehe vorne [N 396](#).

¹²²¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 86.

¹²²² Botschaft IPRG, 395; BSK IPRG-FISCH, Vorb. zu Art. 97–108 N 15; KELLER/SIEHR, 341; SCHWANDER, IPR, 144; ZK IPRG (2. Aufl.)-HEINI, Vor Art. 97–108 N 5; dieser Grundsatz ist im Erb-, Familien- und Gesellschaftsrecht allgemein bekannt.

¹²²³ Botschaft IPRG, 395; SCHWANDER, IPR, 144.

4. Realsicherheiten bei der Akquisitionsfinanzierung

Sachenrechtliche Thematiken können auch im Zusammenhang mit der *Transaktionsfinanzierung* ins Spiel kommen. Es ist üblich, im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung umfassende *Sicherheiten* zu bestellen, wobei namentlich Pfandrechte an den Gesellschaftsanteilen der verschiedenen Gruppengesellschaften sowie eine Globalzession der Debitoren in Verbindung mit Bankkontenverpfändungen typisch sind.¹²²⁴ 583

Die sachenrechtlichen Aspekte der *Verpfändung von Gesellschaftsanteilen* richten sich nach Art. 105 IPRG bzw. – bei intermediärverwahrten Wertpapieren – nach dem HWpÜ. Gemäss Art. 105 IPRG untersteht die Verpfändung von Wertpapieren und Forderungen primär dem von den Parteien gewählten Recht, subsidiär dem Recht am gewöhnlichen Aufenthalt des Pfandgläubigers, d. h. in der Regel der kreditgebenden Bank.¹²²⁵ Dabei ist immer zu beachten, dass Art. 105 IPRG den sachenrechtlichen Teil der Verpfändung regelt, welcher vom zugrundeliegenden Geschäft abzugrenzen ist.¹²²⁶ Wird im Rahmen der Verpfändung für die sachenrechtlichen Fragen eine Rechtswahl getroffen, so wird diese möglicherweise übereinstimmend mit den zugrundeliegenden Darlehens- und Pfandbestellungsverträgen vorgenommen, um einen Gleichlauf des anwendbaren Rechts zu finden. Bei Finanzierungsverträgen wird in der Praxis nicht selten englisches Recht als anwendbares Vertragsrecht gewählt.¹²²⁷ Die Rechtswahl nach Art. 105 IPRG hat allerdings wiederum nur Wirkung im Innenverhältnis. 584

Bei *anderen Mobiliarsicherheitsrechten* kommen Art. 100 ff. IPRG zur Anwendung, sodass auch hier eine beschränkte Rechtswahl nach Art. 104 IPRG möglich ist. Ähnlich gestaltet sich die rechtliche Situation auch bei der *Sicherungszession* im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung, wobei hierfür Art. 145 IPRG relevant ist.¹²²⁸ Werden hingegen *Grundstücke* als Sicherheiten genutzt, so ist eine Rechtswahl ausgeschlossen, sodass ausschliesslich am Lageort des Grundstücks anzuknüpfen ist (Art. 99 IPRG). 585

Sofern nicht Grundstücke bei der Sicherheitenbestellung involviert sind, besteht also eine gewisse (nach aussen beschränkte) Rechtswahlfreiheit. Allerdings werden die kreditgebenden Banken die Rechtswahl ohnehin vorgeben, 586

¹²²⁴ HÜNERWADEL/TRANCHET, 373.

¹²²⁵ ZEMP, 103.

¹²²⁶ BSK IPRG-FISCH, Art. 105 N 4.

¹²²⁷ Göthel, M&A-ROSSBACH, 710 f.

¹²²⁸ Siehe ZEMP, 103.

sodass für die Parteien der Übernahme zumindest faktisch keine Wahlfreiheit besteht. Namentlich wird auch keine Abstimmung mit den anderen Rechtgebieten erfolgen können.

5. Fazit

- 587 Aus international-privatrechtlicher Sicht spielt das Sachenrecht bei Übernahmen keine Hauptrolle. Schon in Bezug auf die zentrale Thematik der Anteilsübertragung werden sachenrechtliche Aspekte weitgehend durch das Gesellschaftsstatut verdrängt. Die dem Sachstatut verbleibende Relevanz ist marginal.
- 588 Die Darstellung der Bestimmung des *Sachstatuts* gestaltet sich bei Übernahmen eher verflochten, weil sich in der Praxis im internationalen Wertpapierhandel juristisch komplexe Verwahrungs- und Handelssysteme herausgebildet haben. Zudem können sich Fragen zur Übertragung der Gesellschaftsanteile (je nach Art bzw. Ausgestaltung der Anteile) – soweit sie nicht unter das Gesellschaftsstatut fallen – nach den traditionellen sachenrechtlichen Bestimmungen, den Zessionsbestimmungen oder aber dem HWpÜ richten. Gemeinsam ist diesen möglichen anwendbaren Bestimmungen immerhin, dass bei allen eine gewisse *Rechtswahlmöglichkeit* besteht. Diese ist allerdings eher theoretischer Natur, da ihre praktische Bedeutung mangels Drittwirkung stark zurückgebunden ist. Tatsächlich besteht daher wenig Spielraum, durch eine Rechtswahl einen Gleichlauf des anwendbaren Sachenrechts mit den weiteren Übernahmestatuten zu erzielen.
- 589 Ist eine *objektive Anknüpfung* notwendig, so gestaltet sich diese je nach Art bzw. Form des Gesellschaftsanteils unterschiedlich: Bei verbrieften Aktien wird das anwendbare Sachenrecht gemäss dem IPRG nach der traditionellen *lex rei sitae* bestimmt. Um ein Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Sachenrechtsstatut zu verhindern, kann aber im Einzelfall eine weite Erfassung auch der sachenrechtlichen Aspekte durch das Gesellschaftsstatut angezeigt sein. Bei unverbrieften Aktien und GmbH-Stammanteilen richtet sich die Übertragung nach dem Gesellschaftsstatut. Sind die Wertpapiere intermediärverwahrt, so richtet sich die Bestimmung des anwendbaren Rechts nach der komplexen Anknüpfungskaskade des HWpÜ, welche u. U. gar eine Vielzahl von Rechtsordnungen berufen kann.
- 590 Sachenrechtliche Aspekte einer Übernahme können deshalb zur Anwendung einer weiteren Rechtsordnung als Sachstatut führen, da dem internationalen Sachenrecht weitgehend ein eigenes Anknüpfungssystem zugrunde liegt. Die

Tatsache, dass dies zu unbefriedigenden Ergebnissen führen kann, spricht wiederum dafür, die verschiedenen (auch sachen- oder zessionsrechtlichen) Fragen im Zusammenhang mit der Anteilsübertragung unter das – weit verstandene – Gesellschaftsstatut zu subsumieren.

II. Anknüpfung von Haftungsvorschriften

«Nach dem Verkauf ist vor dem Prozess». ¹²²⁹ Streitigkeiten und Klagen im Zusammenhang mit Übernahmen sind nicht selten, sei dies nach Vollzug oder schon im Zuge einer laufenden bzw. gescheiterten Übernahme. ¹²³⁰ Genauso wie für die Übernahme verschiedene Rechtsgebiete massgebend sind, ist auch die Haftung der handelnden Personen bzw. der Gesellschaften gestützt auf verschiedene Haftungsgrundlagen in den unterschiedlichen Rechtsgebieten denkbar, mithin ist im Übernahmerecht ein zersplittertes Haftungsregime auszumachen. ¹²³¹ Im Vordergrund steht die *vertragliche Haftung*. ¹²³² Daneben sind aber auch eine Haftung aus *gesellschaftsrechtlicher Verantwortlichkeit*, eine Haftung aus *unerlaubter Handlung* sowie eine Haftung für *vorvertragliche Ansprüche* denkbar. Die Haftungsgrundlagen können zudem in verschiedenen Rechtsordnungen unterschiedlich angesiedelt sein, weshalb es einer kollisionsrechtlichen Einordnung bedarf.

Für die *vertragliche Haftung* kann auf den Teil zur Anknüpfung der vertragsrechtlichen Vorschriften verwiesen werden. ¹²³³ Da das Vertragsstatut auch Leistungsstörungen und ihre Folgen (inkl. allfällige Nichtigkeitsfolgen) sowie das Erlöschen der Verpflichtungen umfasst, fällt auch die Haftung aus einem Unternehmenskaufvertrag unter das Vertragsstatut, namentlich Ansprüche aus den in der Praxis wichtigen Zusicherungen und Garantien. Bei Ansprüchen im Schnittbereich von Vertrags- und Deliktsrecht sind kaum (Abgrenzungs-)Schwierigkeiten auszumachen: Art. 133 Abs. 3 IPRG verweist für die deliktische Haftung, sofern ein Rechtsverhältnis zwischen Schädiger und Geschädigtem verletzt wird, akzessorisch auf das Recht des Staates, dem das

¹²²⁹ So SCHENKER, *Litigation*, 75.

¹²³⁰ Ausführlich TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 1 ff., m. w. H.

¹²³¹ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 561.

¹²³² Bei privaten Transaktionen insbesondere für vertragliche Garantien und Gewährleistungen; SCHENKER, *Litigation*, 77 ff.

¹²³³ Siehe vorne [N 306 ff.](#)

Rechtsverhältnis unterstellt ist – d. h. bei Vertragsverletzungen auf das Vertragsstatut.¹²³⁴ Im weiteren Zusammenhang mit Verträgen kommt demnach ohnehin das Vertragsstatut zur Anwendung.

- 593 *Ausservertragliche Ansprüche* hingegen können im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen insbesondere aus der Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften entstehen. Daneben kann allgemeines Deliktsrecht massgebend sein, da in der Unternehmensübernahme auch Parteien aufeinandertreffen, welche u. U. weder in einer vertraglichen Beziehung zueinander stehen – regelmässig gar Übernehmer und Zielgesellschaft als Hauptakteure – noch in einem gesellschaftsrechtlichen Verhältnis. Die *Abgrenzung von delikts- zu gesellschaftsrechtlichen Haftungsansprüchen* ist umstritten, weshalb sie vertiefter zu betrachten ist. Ebenfalls nicht einfach gestaltet sich der Umgang mit *vorvertraglichen* Ansprüchen, welche bei Übernahmen durchaus eine praktische Bedeutung haben.

1. Abgrenzung delikts- und gesellschaftsrechtliche Haftung

- 594 Aus internationaler Perspektive kann sich bei Haftungsfragen im Zusammenhang mit Übernahmen die Frage stellen, ob die Anknüpfung über die gesellschaftsrechtlichen Normen oder aber das allgemeine Deliktsrecht vorzunehmen ist. Dabei ist zuerst zwischen einer Haftung der *Gesellschaft* und einer Haftung der *Organe* zu differenzieren. Die *Verantwortlichkeitshaftung* der Organe bereitet aus international-privatrechtlicher Sicht nicht weiter Abgrenzungsschwierigkeiten. Sie fällt aufgrund von Art. 155 lit. g IPRG unbestritten direkt unter das Gesellschaftsstatut.¹²³⁵
- 595 Von der Verantwortlichkeitshaftung abzugrenzen ist die mögliche *Haftung der (Ziel-)Gesellschaft* für Handlungen ihrer Organe. Es ist schon allgemein umstritten, ob die Haftung der Gesellschaft für das Verhalten ihrer Organe dem *Gesellschafts- oder dem Deliktsstatut* untersteht.¹²³⁶ Das Bundesgericht geht generell vom *Vorrang des Deliktsstatuts* aus, da eine möglichst umfassende An-

¹²³⁴ Siehe zur akzessorischen Anknüpfung vertiefter im Zusammenhang mit den gesellschaftsrechtlichen Ansprüchen sogleich [N 598 ff.](#)

¹²³⁵ Siehe dazu vorne [N 491](#). Zur Abgrenzung von der akzessorischen Anknüpfung vgl. GONZENBACH, 110 f.

¹²³⁶ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 7; CHK IPRG-GASSMANN, Art. 155 N 6; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 15 ff.

knüpfung unerlaubter Handlungen an den Deliktort erfolgen solle.¹²³⁷ In einem neueren Entscheid präzisierte das Gericht jedoch in Anlehnung an die Doktrin¹²³⁸ das Verhältnis von Gesellschafts- und Deliktsstatut: Zwar solle der gesamte Haftungskomplex im Zusammenhang mit einer unerlaubten Handlung derselben Rechtsordnung unterstellt sein, allerdings nur bei Verletzung *allgemeiner deliktischer Normen*, nicht jedoch, wenn der Anspruch aus unerlaubter Handlung aus der *Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften* abgeleitet werde. Diesfalls solle das Gesellschaftsstatut anwendbar sein.¹²³⁹

Die grundsätzlich umfassende Anknüpfung des Deliktstatuts ergibt sich aus Art. 142 Abs. 1 IPRG, wonach die Deliktsfähigkeit, die Voraussetzungen und der Umfang der Haftung sowie die Person des Haftpflichtigen vom Deliktstatut bestimmt werden, womit auch die Frage nach der Haftung einer Gesellschaft für Handlungen ihrer Organe und Hilfspersonen sowie nach der Organqualität erfasst werden.¹²⁴⁰ Die Abweichung vom allgemeinen Deliktstatut bei Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften wird mit dem starken Bezug zur inneren Struktur der Gesellschaft begründet.¹²⁴¹ Deshalb können in diesem Fall Teilfragen vom allgemeinen Deliktstatut abgetrennt und dem Gesellschaftsstatut unterstellt werden.¹²⁴² 596

Sind Haftungsfragen bei unerlaubten Handlungen im Zusammenhang mit Übernahmen zu beurteilen, so ist demzufolge *grundsätzlich das Deliktsstatut* prägend. Ist jedoch die Verletzung einer *gesellschaftsrechtlichen Norm* zu beurteilen, so ist nach dem Gesellschaftsstatut vorzugehen. 597

2. Anknüpfung deliktsrechtlicher Ansprüche

Die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei *deliktsrechtlichen Ansprüchen* allgemein richtet sich nach Art. 132 ff. IPRG. Historisch ist sie von der Anknüpfung am Deliktort geprägt (*lex loci delicti commissi*), während die aktuellen Vorschriften eine äusserst differenzierte Regelung vorsehen, unter welcher der Deliktort nur noch eine (subsidiär zum Zuge kommende) Fallkonstellation 598

¹²³⁷ BGE 110 II 188 E. 3; darin verweist das Bundesgericht auf einen äusserst alten Entscheid von 1896 (BGE 22 I 471), in dem es noch dem Gesellschaftsstatut den Vorzug gegeben hatte.

¹²³⁸ Insb. ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 17.

¹²³⁹ BGE 141 III 513 E. 5.4.2. Siehe schon Art. 155 lit. g IPRG, der jedoch primär die Verantwortlichkeit von Organen erfasst.

¹²⁴⁰ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 155 N 7.

¹²⁴¹ ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 155 N 17.

¹²⁴² BGE 141 III 513 E. 5.4.3.

darstellt.¹²⁴³ Art. 133 IPRG sieht ein *Kaskadensystem* vor, wobei das *Akzessorietätsprinzip* gemäss Abs. 3 Grundlage der primären Anknüpfungsregel ist.¹²⁴⁴ Danach unterstehen Ansprüche, wenn eine unerlaubte Handlung ein zwischen Schädiger und Geschädigtem *bestehendes Rechtsverhältnis* verletzt, dem Recht, welchem das vorbestehende Rechtsverhältnis unterstellt ist. Es wird demnach akzessorisch an vorbestehende Rechtsverhältnisse geknüpft, um eine Koordinierung zwischen Deliktstatut und Rechtsverhältnisstatut zu erreichen.¹²⁴⁵

- 599 Dies ist im Grenzbereich zum Gesellschaftsrecht von besonderem Interesse: Zwar stehen als «Rechtsverhältnis» vertragliche Verhältnisse im Vordergrund, jedoch können auch *gesellschaftsrechtliche Verhältnisse* erfasst sein.¹²⁴⁶ Damit könnten gemäss SCHNYDER die Anknüpfungsprobleme zwischen Delikts- und Gesellschaftsrecht im Bereich der Übernahme relativiert werden, weil im Ergebnis ohnehin dasselbe Recht berufen wird.¹²⁴⁷ Jedoch ist zu überprüfen, ob im Übernahmekontext tatsächlich von einem «vorbestehenden Rechtsverhältnis» i. S. v. Art. 133 Abs. 3 IPRG auszugehen ist. Für die Akzessorietät genügt nicht schon eine «irgendwie geartete Beziehung» zu einem vorbestehenden Rechtsverhältnis, sondern es muss ein enger *sachlicher Zusammenhang* – mit-hin ein innerer Konnex – zwischen dem Rechtsverhältnis und der unerlaubten Handlung bestehen.¹²⁴⁸ Darüber hinaus muss durch die unerlaubte Handlung *zugleich* eine Pflicht verletzt werden, welche sich (auch) aus dem vorbestehenden Rechtsverhältnis ergibt.¹²⁴⁹ Ob die unerlaubte Handlung bei einer juristischen Person nicht direkt durch die Partei des Rechtsverhältnisses, sondern durch Angestellte, Organe oder Hilfspersonen begangen wird, spielt keine Rolle.¹²⁵⁰
- 600 Bei möglichen unerlaubten Handlungen im Zusammenhang mit Übernahmen sind verschiedenste Konstellationen denkbar, zwischen denen zu unterscheiden ist. Insbesondere könnte der *Verwaltungsrat der Zielgesellschaft* solche zur

¹²⁴³ SCHWANDER, IPR BT, 270 ff.

¹²⁴⁴ BSK IPRG-UMBRICHT/RODRIGUEZ/KRÜSI, Art. 133 N 2 f.; FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 432 f.; auf die weiteren Anknüpfungen gemäss der Kaskade von Art. 132 ff. IPRG wird nicht eingegangen; siehe zur akzessorischen Anknüpfung im internationalen Privatrecht allgemein etwa GONZENBACH, 1 ff.

¹²⁴⁵ FURRER/GIRSBERGER/SIEHR/TRÜTEN, 433; SIEHR, IPR, 360.

¹²⁴⁶ GONZENBACH, 105 ff.; SCHWANDER, IPR BT, 287; Botschaft IPRG, 424.

¹²⁴⁷ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 362.

¹²⁴⁸ Botschaft IPRG, 424.

¹²⁴⁹ ZK IPRG II-HEINI/GÖKSU, Art. 133 N 16.

¹²⁵⁰ ZK IPRG II-HEINI/GÖKSU, Art. 133 N 20.

Abwehr der Übernahme begehen. In Frage kommt bspw. eine Haftung der Zielgesellschaft für Falschangaben im Bericht des Verwaltungsrats zum Angebot.¹²⁵¹ Zwischen Übernehmerin bzw. Verkäufer und Zielgesellschaft wird regelmässig ein Verhältnis Aktionär zu Gesellschaft gegeben sein. Ein Aktionärsverhältnis zwischen Schädiger und Geschädigten ist m. E. als Rechtsverhältnis i. S. v. Art. 133 Abs. 3 IPRG einzuordnen. Das fragliche Verhalten wird alsdann bei Übernahmen oft einen Zusammenhang zur Aktionärsstellung haben. Zu fragen ist im Einzelfall, ob die unerlaubte Handlung zugleich eine gesellschaftsrechtliche Pflicht verletzt. Hier ist zu differenzieren: Entsteht der Anspruch direkt aus der Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften, so wäre gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ohnehin unmittelbar über Art. 155 IPRG das Gesellschaftsstatut massgebend, da es in diesem Fall das Deliktstatut verdrängt.¹²⁵² Entsteht der Anspruch hingegen eigentlich aus der Verletzung einer allgemeinen Norm und zieht dieses Verhalten zugleich einen Verstoss gegen eine gesellschaftsrechtliche Norm mit sich – insbesondere kann ein unerlaubtes Handeln des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft auch als treue- bzw. sorgfaltspflichtwidrig zu qualifizieren sein –,¹²⁵³ so kommt eine akzessorische Anknüpfung in Frage. Aufgrund des – hinter der Regelung von Art. 133 Abs. 3 IPRG stehenden – Vertrauensprinzips, muss der Geschädigte sich das akzessorisch angeknüpfte Statut aber nur entgegenhalten lassen, wenn er mit dessen Anwendung rechnen musste.¹²⁵⁴ Dass der Verwaltungsrat grundsätzlich eine allgemeine Haftungsnorm (ausserhalb des Gesellschaftsrechts) verletzt, dabei der Bezug zum Gesellschaftsverhältnis aber trotzdem eng ist und eine Verletzung gesellschaftsrechtlicher Vorschriften mit sich zieht, wird nicht oft vorkommen. Insgesamt ist die praktische Bedeutung dieser Konstellation als eher gering einzuschätzen.

Auch die *Übernehmerin* oder die *Verkäufer* können bei Übernahmen eine unerlaubte Handlung begehen. Insbesondere kommt eine Haftung der Überneh-

601

¹²⁵¹ Nach schweizerischem Recht existiert eine Haftung nach Art. 41 OR i. V. m. Art. 132 Abs. 1 FinfraG, siehe Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 30 N 82, m. w. H.

¹²⁵² Siehe soeben vorne [N 595](#).

¹²⁵³ Verletzt der Verwaltungsrat bspw. eine Börsenfolgepflicht gemäss Kotierungsreglement (z. B. die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität), so wird dies u. U. auch einen Verstoss gegen Art. 717 Abs. 1 OR darstellen. Die Haftung aber ergibt sich nicht aus Art. 717 Abs. 1 OR, sondern aus Art. 41 OR i. V. m. der verletzten Schutznorm.

¹²⁵⁴ BSK IPRG-UMBRIECHT/RODRIGUEZ/KRÜSI, Art. 133 N 5.

merin für unwahre Angaben im Prospekt in Frage.¹²⁵⁵ Oft wird sowohl auf Übernehmer- als auch Verkäuferseite eine Aktionärsstellung gegeben sein. Dabei ist schon höchst fraglich, ob es sich beim Verhältnis von Übernehmerin und Verkäufer zueinander als Mitaktionären im Übernahmekontext tatsächlich um ein Gesellschaftsverhältnis handelt und nicht eher das anzubahnende Vertragsverhältnis im Vordergrund steht.¹²⁵⁶ Zudem wird ein Aktionär kaum eine gesellschaftsrechtliche Pflicht verletzen können, da er gegenüber anderen Aktionären keine direkten diesbezüglichen Pflichten hat.¹²⁵⁷ Geht es um das Verhältnis zwischen Übernehmerin und Verkäufer, so kommt deshalb primär eine (akzessorische) Anknüpfung an ein Rechtsverhältnis (vor-)vertraglicher Natur in Frage.¹²⁵⁸ Sofern dieses nicht besteht, wird für die unerlaubte Handlung das Deliktstatut nach Art. 133 Abs. 1 und 2 IPRG massgebend sein, was insbesondere für die Haftung für den Angebotsprospekt gilt.¹²⁵⁹

- 602 Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass nur in besonderen Konstellationen eine akzessorische Anknüpfung an das Gesellschaftsverhältnis vorzunehmen ist. Es käme in diesen Fällen zur Anwendung des Gesellschaftsstatuts betreffend die Haftungsansprüche, womit diesfalls SCHNYDER zuzustimmen ist, dass die Streitfrage der Qualifikation als delikts- oder gesellschaftsrechtlich vorwiegend akademischer Natur sein kann.¹²⁶⁰ Jedoch wird aufgrund der hohen Voraussetzungen der akzessorischen Anknüpfungen öfter direkt das Deliktstatut oder – sofern eben die Haftung aus gesellschaftsrechtlichen Vorschriften abgeleitet wird – direkt das Gesellschaftsstatut massgebend sein. Kommt das *allgemeine Deliktstatut* (unter Wegfall der akzessorischen Anknüpfung) zum Zuge, so ist dieses nach Art. 133 Abs. 1 und 2 IPRG zu

¹²⁵⁵ Die Haftung für Falschangaben im Angebotsprospekt kann vertraglich oder ausservertraglich geltend gemacht werden, siehe dazu Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 17 N 16 ff.; siehe schon vorne [N 514 ff.](#)

¹²⁵⁶ Siehe zur Intensität der Beziehung von Mitgliedern einer Gesellschaft aus Sicht der akzessorischen Anknüpfung GONZENBACH, 108 f.

¹²⁵⁷ Vgl. GONZENBACH, 108.

¹²⁵⁸ Siehe sogleich [N 607](#). So haftet der Anbieter auch für den Angebotsprospekt primär auf vertraglicher Basis, siehe Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 17 N 16 f.; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 94 f.

¹²⁵⁹ Sofern diese Thematik nicht unter Art. 156 IPRG subsumiert wird, siehe dazu vorne [N 514 ff.](#); und sofern die Prospekthaftung auf ausservertragliche Ansprüche gestützt wird und nicht auf vertragliche.

¹²⁶⁰ So SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahme, 362.

bestimmen.¹²⁶¹ Als Erfolgsort nach Abs. 2 sind im Übernahmekontext etwa der Sitz von Gesellschaften, Börsenplätze und Wohnsitze von natürlichen Personen denkbar.¹²⁶²

Interessant ist im Kontext des Übernahmerechts auch Art. 142 Abs. 2 IPRG, wonach «Sicherheits- und Verhaltensvorschriften am Ort der Handlung» zu berücksichtigen sind. Dabei stellt sich die Frage, ob übernahmeaufsichtsrechtliche Verhaltensvorschriften (namentlich die Vorgaben zum Verhalten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft) auch darunter zu subsumieren sind.¹²⁶³ In der Lehre ist umstritten, was unter *örtliche Verhaltensvorschriften* zu verstehen ist: Ein Teil der Lehre subsumiert darunter nur Vorschriften ohne Normqualität – d. h. nicht verbindliche Rechtssätze –,¹²⁶⁴ während andere damit (auch) Normen öffentlich-rechtlichen Charakters erfassen wollen.¹²⁶⁵ Meines Erachtens ist – unabhängig vom Rechtsnormcharakter – der Lehre zuzustimmen, wonach Art. 142 Abs. 2 IPRG nicht eine eigentliche Sonderanknüpfung vorsehen, sondern lokale Verhaltensvorschriften nur im Rahmen der Haftungsvoraussetzungen gemäss Deliktstatut «berücksichtigen» möchte.¹²⁶⁶ Die übernahmeaufsichtsrechtlichen Verhaltensvorschriften werden deshalb nicht direkt über Art. 142 Abs. 2 IPRG berufen. Die Norm zeigt aber eine Grundproblematik der vorliegenden Untersuchung auf: Gerade bei der Haftung ist im internationalen Verhältnis Zurückhaltung geboten, wenn für die Handlungen mehrere anwendbare Rechtsordnungen in Frage kommen. Da namentlich bei widersprechenden oder jedenfalls nicht deckungsgleichen Regelungen die Befolgung von Verhaltensregeln einer Rechtsordnung nicht zur Haftung nach einer anderen führen sollte, braucht es eine gewisse Korrektur bzw. eben min-

603

¹²⁶¹ Ausser er liegt eine Rechtswahl nach Art. 132 IPRG vor oder ein besonderer Fall von Art. 134 ff. IPRG, was aber bei Übernahmen kaum vorstellbar ist. Denkbar wäre eine Persönlichkeitsverletzung (Art. 139 IPRG) im Rahmen einer zur Abwehr einer drohenden Übernahme geführten PR-Kampagne.

¹²⁶² SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 363.

¹²⁶³ Diese Problematik gehört im weiteren Sinne zur Diskussion der «local data»-Theorie, wonach – insb. bei örtlichen Sicherheits- und Verhaltensvorschriften – ein Verweis auf ein gegebenenfalls von der *lex causae* abweichendes lokales Recht notwendig sein kann, siehe ausführlich DORNIS, 184; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 40 f., m. w. H.

¹²⁶⁴ SCHWANDER, IPR BT, 293; ZK IPRG II-HEINI/GÖKSU, Art. 142 N 15.

¹²⁶⁵ BSK IPRG-UMBRIKHT/RODRIGUEZ/KRÜSI, Art. 142 N 13.

¹²⁶⁶ ZK IPRG II-HEINI/GÖKSU, Art. 142 N 18.

destens eine «Berücksichtigung» des internationalen Umfeldes, wie sie Art. 142 Abs. 2 IPRG vornimmt. Aus kollisionsrechtsdogmatischer Sicht liegt dieser Regelung die «foreign compulsion defense» zugrunde.¹²⁶⁷

3. Anknüpfung bei vorvertraglicher Haftung

- 604 Bei Übernahmen ist die *Vorvertragsphase* in mehrfacher Hinsicht besonders: Einerseits kann dem Vertragsschluss eine intensive Verhandlungsphase vorangehen, in welcher die Parteien schon in engen Kontakt treten und viel von sich preisgeben. Sodann kann sie sich über längere Zeit hinziehen und es können Verhandlungen parallel mit verschiedenen Parteien geführt werden. All dies bietet Potential, dass es schon in der Verhandlungsphase zu Streitigkeiten kommt, zumal Übernahmen nicht selten tatsächlich schon im Vorfeld scheitern.¹²⁶⁸ Bei öffentlichen Übernahmen wiederum folgt die Vertragsanbahnungsphase ganz eigenen Regeln.
- 605 Im Laufe der Übernahmevertragsverhandlungen können vorvertragliche Pflichten entstehen, die zu einer *culpa in contrahendo* und Schadenersatzpflicht führen können.¹²⁶⁹ Dies kann etwa bei Erteilung von falschen Auskünften geschehen, da Auskünfte bei Übernahmen äusserst entscheidend sind und regelmässig im Rahmen des Due Diligence Prozesses in grösserem Umfang erteilt werden.¹²⁷⁰ Auch bei öffentlichen Übernahmen können falsche Angaben im Angebotsprospekt eine culpa-Haftung auslösen.¹²⁷¹
- 606 Im IPRG ist die culpa in contrahendo nicht ausdrücklich geregelt.¹²⁷² Aus international-privatrechtlicher Sicht ist bei einer Übernahme zuerst zu klären, ob schon ein vertragliches Verhältnis gegeben ist, etwa aufgrund eines Letter of Intents oder einer anderen Vorfeldvereinbarung.¹²⁷³ Ist dies nicht der Fall, so wäre theoretisch auch für das auf die Vertragsverhandlungen anwendbare Recht eine *Rechtswahl* zulässig.¹²⁷⁴ Jedoch wird dies in der Praxis kaum der Fall sein, wenn nicht ein Letter of Intent oder dergleichen abgeschlossen wird, welcher ohnehin ein vertragliches Verhältnis begründet. Eine *Rechtswahl*

¹²⁶⁷ Siehe hierzu vorne [N 210](#).

¹²⁶⁸ Goethel, M&A-MERKT, 187.

¹²⁶⁹ Siehe zur Problematik der culpa in contrahendo bei Unternehmenserwerben ausführlichst zum deutschen und österreichischen Recht REICH-ROHRWIG, 117 ff.

¹²⁷⁰ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, 10 f. Siehe dazu ausführlich PARK, 92 ff.

¹²⁷¹ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 17 N 17.

¹²⁷² SIEHR, IPR, 253.

¹²⁷³ Siehe dazu vorne [N 410 ff.](#)

¹²⁷⁴ FRICK, 157.

könnte sich hingegen ergeben, wenn die Parteien eine (stillschweigende) Rechtswahl für den intendierten Vertrag getroffen haben, aus welcher eine (wiederum stillschweigende) Rechtswahl für das Vertragsverhandlungsverhältnis abgeleitet werden kann.¹²⁷⁵ Das ist bei Transaktionsverhandlungen denkbar, sobald Vertragsentwürfe ausgetauscht wurden, aus denen ersichtlich ist, dass die Rechtswahl keinen Streitpunkt bildet. Bei öffentlichen Übernahmeangeboten wird in der Regel im Angebotsprospekt eine Rechtswahl getroffen.¹²⁷⁶ Spätestens ab dessen Veröffentlichung ist m. E. auch hier von einem vorvertraglichen Schuldverhältnis auszugehen, da potenziell andienende Aktionäre ab diesem Zeitpunkt gestützt auf ihre Erwartungen Vorkehrungen treffen und Ausgaben haben können. Zieht bspw. die Übernehmerin das Angebot anschliessend (in unzulässiger Weise) zurück, so muss die Rechtswahl im Angebotsprospekt schon für allfällige vorvertragliche Haftungsfragen gelten.

Steht keine Rechtswahl im Raum, muss die *culpa in contrahendo* objektiv angeknüpft werden. Wie dies zu geschehen hat, ist im Einzelnen umstritten, da eine deliktische oder vertragliche Anknüpfung in Frage kommt. Während ein Teil der Lehre die *culpa in contrahendo* akzessorisch an das (hypothetische) Vertragsstatut anknüpfen möchte,¹²⁷⁷ differenzieren andere Autoren zwischen deliktischer und vertraglicher Anknüpfung, je nach konkreter Konstellation der *culpa in contrahendo*.¹²⁷⁸ Im Zusammenhang mit Übernahmen stehen insbesondere Ansprüche aus mangelhafter Aufklärung, aus irreführender Information, aus missbräuchlich abgebrochenen Vertragsverhandlungen sowie aus missbräuchlicher Verwendung von im Rahmen der Verhandlungen erhaltenen vertraulichen Informationen im Vordergrund, namentlich im Zusammenhang mit dem Due-Diligence-Prozess.¹²⁷⁹ Im Gegensatz zur Verletzung von Obhutspflichten sind diese Konstellationen der *culpa*-Haftung eher als vertraglich denn deliktisch einzuordnen, sodass sie m. E. akzessorisch an das (hypothetische) Vertragsstatut geknüpft werden sollen.¹²⁸⁰

607

¹²⁷⁵ FRICK, 159.

¹²⁷⁶ Denkbar wäre eine solche auch schon in der Voranmeldung, was aber in der Praxis in der Regel nicht gemacht wird.

¹²⁷⁷ SCHWANDER, IPR BT, 287; VISCHER F./HUBER/OSER, 527; ZK IPRG II-KREN KOSTKIEWICZ, Art. 117 N 200 ff.

¹²⁷⁸ FRICK, 162 ff.; SIEHR, IPR, 253.

¹²⁷⁹ Vgl. PARK, 206 ff. für das deutsche Recht.

¹²⁸⁰ VISCHER F./HUBER/OSER, 527.

- 608 Zwischen den (potenziellen) Vertragsparteien wird im Ergebnis deshalb auch für vorvertragliche Aspekte fast ausschliesslich das (hypothetische) Vertragsstatut massgebend sein, welches sich entweder aufgrund einer stillschweigenden Rechtswahl oder objektiv aus den Bestimmungen nach Art. 117 ff. IPRG ergibt.

§ 9 Fazit Übernahmeprivatrecht

Nachdem die für Übernahmen relevanten privatrechtlichen Gebiete separat betrachtet wurden, gilt es zu versuchen, Erkenntnisse für das Übernahmeprivatrecht insgesamt zu gewinnen. 609

Im Zentrum der privatrechtlichen Betrachtung steht das *Übernahmevertragsstatut*. Es wird klar dominiert von der Rechtswahlfreiheit, welche durch das IPRG sehr weitgehend eingeräumt und in der Praxis auch entsprechend genutzt wird. Die grosse Rechtswahlfreiheit erlaubt auch eine Abstimmung des anwendbaren Vertragsrechts mit anderen Rechtsbereichen, um Normenkonflikten vorzubeugen. Die objektive Anknüpfung bleibt in der Praxis zwar eine Randerscheinung, in der Doktrin hingegen stellt sie ein vieldiskutiertes und entsprechend umstrittenes Thema dar. Mit den gesetzlichen Vermutungen des IPRG zum engsten Zusammenhang von Verträgen gelangt man bei Übernahmen zu keinem befriedigenden Ergebnis. Deshalb hat eine Einzelfallbetrachtung gemäss dem Leitprinzip des engsten Zusammenhangs zu erfolgen, wobei m. E. die wichtigsten Kriterien in der Regel die Inkorporation und der Kotierungsort der Zielgesellschaft sein dürften. 610

Das *Übernahmegesellschaftsstatut* hingegen zeigt sich viel starrer, hier kann das anwendbare Recht durch die Parteien nicht beeinflusst werden. Gesellschaftsrechtliche Aspekte von Übernahmen sind im Spannungsfeld von Sitz- und Inkorporationstheorie zu verorten, wobei gemäss IPRG das Inkorporationsprinzip dominiert. Die allgemein zahlreich bestehenden Abweichungen zugunsten des Sitzprinzips – namentlich mittels Sonderanknüpfungen – greifen im Bereich der Übernahmen jedoch nur punktuell ein. Das Gesellschaftsstatut ist für jede an der Übernahme beteiligte Gesellschaft separat zu bestimmen, sodass verschiedene Gesellschaftsrechte auf eine Übernahme anwendbar sein können. Da jedoch – anders als bei grenzüberschreitenden Umstrukturierungen – die Gesellschaftsrechte nicht kumulativ auf dieselbe Gesellschaft anwendbar sind, ist hier wenig Normenkonfliktpotential zu erwarten. Im Zentrum der Übernahme steht aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive das Zielgesellschaftsstatut, welches insbesondere für die beiden wichtigen Bereiche der Anteilsübertragung und der Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft massgebend ist. 611

Das *Sachenrecht* spielt aus international-privatrechtlicher Sicht bei Übernahmen zweifelsohne keine Hauptrolle. Da es selbst für die Frage nach der Eigen- 612

tumsübertragung an den Gesellschaftsanteilen über weite Strecken vom Gesellschaftsrecht verdrängt wird, kommt ihm höchstens eine marginale Relevanz zu. Da die Rechtswahlmöglichkeit im Sachenrecht stark eingeschränkt ist, wird weitgehend eine objektive Anknüpfung notwendig sein, die – insbesondere bei intermediärverwahrten Wertpapieren – sehr komplex ausfallen kann.

- 613 *Haftungsfragen* schliesslich werden im Bereich der Übernahmen grossteils akzessorisch (am Vertrags- oder Gesellschaftsverhältnis) angeknüpft, sodass die eigentlichen deliktsrechtlichen Anknüpfungsgrundsätze nur selten zum Zuge kommen.
- 614 Allgemein kann deshalb für das Übernahmeprivatrecht festgehalten werden, dass dieses von der Bestimmung des *Vertrags- und Gesellschaftsstatuts dominiert* wird. Sowohl das Vertrags- als auch das Gesellschaftsrecht haben jeweils aus ihrer Optik eine möglichst *umfassende Anwendung* des eigenen Statuts zum Ziel. So möchte das Vertragsstatut gemäss dem Prinzip des einheitlichen Vertragsstatuts möglichst alle Fragen im Zusammenhang mit dem Vertrag erfassen, während in gleicher Weise die Einheitslehre im internationalen Gesellschaftsrecht eine möglichst umfassende Anknüpfung aller Fragen im Zusammenhang mit der Gesellschaft erreichen will. Bei Schnittmaterien – wie dem Übernahmerecht – stellt dies augenscheinlich keine optimale Ausgangslage dar, da so positive Normenkonflikte geradezu forciert werden, indem durch die Ausdehnung der Anwendung die potenziellen Schnittbereiche erweitert werden.¹²⁸¹
- 615 Während es im Allgemeinen sinnvoll sein wird, das Vertrags- und Gesellschaftsstatut möglichst umfassend anzuknüpfen, so ist dies im Bereich des Übernahmerechts deshalb nicht zweckdienlich, weil es sich hier um eine Schnittmaterie zwischen verschiedenen Rechtsgebieten handelt. Bei der Be-

¹²⁸¹ Bspw. kann das Gesellschaftsrecht eine Regelung von Insichgeschäften vorsehen, welche namentlich bei Übernahmen in Konzernverhältnissen ein Problem werden kann (siehe für die Schweiz Art. 718b OR; zur Problematik im materiellen Recht etwa HANDSCHIN, 109 ff.). Diese Thematik ist jedoch auch vertragsrechtlicher Natur. Zeigt sich nun bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts sowohl das Vertrags- als auch das Gesellschaftsrecht grosszügig anwendungswillig, wird die Anwendung von verschiedenen Rechtsordnungen auf die Frage der Gültigkeit eines solchen Insichgeschäfts resultieren. Diese werden bezüglich Insichgeschäften kaum deckungsgleiche Normen vorsehen bzw. sich u. U. gar widersprechen. Während die Überschneidungen von Vertrags- und Gesellschaftsrecht noch überschaubar sind, kann dies gerade im Bezug zum Übernahmeyaufsichtsrecht ein grösseres Problem sein.

stimmung des anwendbaren Rechts im Zusammenhang mit einer Übernahme sind m. E. aus diesem Grunde die international-privatrechtlichen Anknüpfungsnormen – was die Ausdehnung des Umfangs des Statuts anbelangt – mit einer gewissen Zurückhaltung anzuwenden. Die dogmatische Grundlage hierfür liefert das Institut der Anpassung.

Die grössten Abgrenzungsschwierigkeiten bei den privatrechtlichen Aspekten wurden bei der Bestimmung des auf die *Übertragung der Gesellschaftsanteile* anwendbaren Rechts festgestellt. Während die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte weitgehend durch das Gesellschaftsrecht geregelt wird, können einzelne sachen- bzw. wertpapierrechtliche Aspekte relevant sein. Ein einheitliches Aktienübertragungsstatut wäre aber wünschenswert. Meines Erachtens ist es aber nicht ohne Weiteres möglich, die sachenrechtlichen Aspekte bei Wertpapieren – in Abweichung von den sachenrechtlichen Verweisungsnormen des IPRG – generell nach dem Gesellschaftsstatut zu richten. Die Normen des IPRG sowie des HWpÜ lassen hierfür nicht in allen geprüften Konstellationen einen Spielraum. Im Gegensatz zu anderen Wertpapiergeschäften ist bei der Übernahme aber besonders, dass hier nicht die einzelne Wertpapierübertragung von Verkäufer auf Käufer im Vordergrund steht, sondern die Übernahme als Ganzes eine übergreifende Bedeutung hat. Dies zeigt sich im Besonderen beim öffentlichen Übernahmeangebot, welches sich an die Aktionäre in ihrer Gesamtheit richtet. Wenn hier der einzelne Verkäufer im Zentrum steht und für jeden einzeln ein Sachenrechtsstatut bestimmt wird, führt dies zu einer Zersplitterung des anwendbaren Rechts insgesamt. Aus einer Gesamtopik besteht deshalb ein berechtigtes Interesse, von den traditionellen sachenrechtlichen Anknüpfungsgrundsätzen abzuweichen. Hierfür bleibt wiederum das Institut der Anpassung, indem im Einzelfall auf Anknüpfungsebene eine Korrektur erfolgt, um ein unzulängliches Ergebnis zu verhindern. Nicht generell, aber ausnahmsweise kann von der sachenrechtlichen Regelverweisung abgewichen werden, um die Anteilsübertragung insgesamt nach dem Gesellschaftsstatut zu richten.

616

Während das Vertragsrecht eine grosse Freiheit in der Rechtswahl zeigt, räumt das Gesellschaftsrecht hierfür keinen Spielraum ein. Soll ein möglichst einheitliches Übernahmeprivatrechtsstatut gefunden werden, so kann deshalb das anwendbare Vertragsrecht mittels entsprechender Rechtswahl mit dem (auf die Zielgesellschaft) anwendbaren Gesellschaftsrecht in Übereinstimmung gebracht werden. So können – zumindest für die privatrechtlichen Aspekte – viele potenzielle Normenkonflikte im Zusammenhang mit der Übernahme präventiv verhindert werden.

617

Dritter Teil: Internationales Übernahmeaufsichtsrecht

618 Nachdem die Übernahme aus Sicht der einzelnen Gebiete des internationalen Privatrechts betrachtet wurde, ist nun in einem dritten Teil das internationale Übernahmeaufsichtsrecht darzustellen. Nach einem kurzen Aufzeigen der Grundlagen des Übernahmeaufsichtsstatuts (§ 10) bildet eine ausführliche Darstellung der kollisionsrechtlichen Einordnung des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts den Hauptteil (§ 11). Anschliessend wird der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts bestimmt (§ 12). Dabei wird eine methodendualistische Vorgehensweise gewählt, indem – wie im Grundlagenteil erarbeitet – in erster Linie eine Betrachtung aus einer wirtschaftskollisionsrechtlichen Optik vorgenommen wird, während auch traditionelle international-privatrechtliche Überlegungen verarbeitet werden.

§ 10 Grundlagen

I. Übernahmeaufsichtstatut

Für Übernahmeangebote auf börsennotierte Unternehmen kommt der ganze 619
Regelungskomplex des Übernahmeaufsichtsrechts hinzu. Das auf eine Über-
nahme anwendbare Aufsichtsrecht kann als *Übernahmeaufsichtstatut*¹²⁸²,
Übernahmestatur im engeren Sinne oder *Übernahmeangebotsstatut* bezeichnet
werden.¹²⁸³ Es umfasst alle kapitalmarktaufsichtsrechtlichen Momente der
Übernahme und somit grossteils Normen mit öffentlich-rechtlichem Charak-
ter.¹²⁸⁴

Wie vorne dargelegt, stellen die Regelungen zu den öffentlichen Übernahmen 620
keine einheitliche Materie dar, sondern umfassen sowohl Normen öffentlich-
rechtlicher Natur als teilweise auch Doppelnormen sowie Normen privat-
rechtlicher Natur.¹²⁸⁵ Diese *hybride Natur* des Übernahmeaufsichtsrechts
äussert sich schon in der doppelten Zielsetzung des Individual- und Funktio-
nenschutzes, zeigt sich in der gemischten Rechtsnatur und hat in der Konse-
quenz auch Auswirkungen in der kollisionsrechtlichen Betrachtung.¹²⁸⁶

Das Übernahmeaufsichtsrecht unterscheidet sich aus kollisionsrechtlicher 621
Sicht schon in seinen Grundlagen und seiner *Methodik* vom Übernahmeprivat-
recht. Da es sich – wie gesehen – hierbei um ein Teilgebiet des *Wirtschaftskol-
lisionsrechts* handelt, folgt es den dort vorherrschenden, gänzlich eigenen
Grundsätzen. Wie im Grundlagenteil dargestellt, wird im Wirtschaftskollisi-
onsrecht *statutisch* angeknüpft, wobei die international *zwingende* Durchset-
zung im Vordergrund steht, *einseitige* Kollisionsnormen dominieren und ein
Gleichlauf von Zuständigkeit und Recht auszumachen ist.¹²⁸⁷

Wenn das Übernahmeaufsichtstatut nicht durch das System des IPRG berufen 622
wird, sondern sich *sachrechtsabhängig* aus dem Übernahmeaufsichtsrecht

¹²⁸² So in Anlehnung an SCHNYDER, in MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 230.

¹²⁸³ So BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 77.

¹²⁸⁴ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75; siehe vorne zum überwiegend öffentlich-rechtlichen Charakter [N 87 ff.](#)

¹²⁸⁵ Siehe zur Rechtsnatur des Übernahmeaufsichtsrechts vorne [N 84 ff.](#)

¹²⁸⁶ Statt vieler VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 219 ff.; WINKELMANN, 79.

¹²⁸⁷ Siehe vorne [N 185 ff.](#)

selbst – d. h. primär dem FinfraG – ergibt, so sind die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen vertieft auf ihre kollisionsrechtlichen Bezüge bzw. Aspekte hin zu untersuchen.

- 623 Als Ausfluss des *zwingenden Charakters* übernahmeaufsichtsrechtlicher Bestimmungen bildet das *Spannungsverhältnis* von *Aufsichtsrecht* und *Privatrecht* eine wichtige Problematik des *Übernahmeaufsichtsstatuts*. Schon bei Binnensachverhalten kann das Eingreifen des Aufsichtsrechts ins Privatrecht zu Interferenzen führen. Auf internationaler Ebene – wenn es um das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht verschiedener Rechtsordnungen geht – gestaltet sich dies noch verworrener, da sich die Frage stellt, ob bzw. wie weitgehend zwingende ausländische Bestimmungen lokales Privatrecht verdrängen (können).
- 624 Aufgrund des *einseitigen* Anknüpfungssystems im Wirtschaftskollisionsrecht können sich – anders als beim Vertrags- und Gesellschaftsrecht unter dem System des IPRG – mehrere Aufsichtsrechte parallel für anwendbar erklären. Da – wie kapitalmarktrechtliche Vorschriften allgemein – übernahmerechtliche Erlasse regelmässig weite Anwendungsbereiche haben, ist die *kumulative Anwendung* mehrerer Rechtsordnungen – als typisches Phänomen des internationalen Kapitalmarktrechts –¹²⁸⁸ eine im Bereich des Übernahmeaufsichtsrechts anzutreffende Erscheinung.¹²⁸⁹ Da deshalb u. U. nicht nur ein (einzelnes) Übernahmeaufsichtsstatut auf eine Transaktion anwendbar ist, muss ein Augenmerk auf die Vermeidung von (positiven) *Normenkonflikte* gerichtet werden. *Gleichlauf von forum und ius* und *Einseitigkeit* der Anknüpfung bedeuten im Bereich des Übernahmerechts namentlich, dass die Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden und der Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Normen sehr eng miteinander verknüpft sein werden. Konkret heisst dies, die UEK wird – sofern sie zuständig ist – nur das eigene Recht anwenden. Dieser Grundsatz muss jedoch insofern teilweise aufgegeben werden, als im Grundlagenteil erarbeitet wurde, dass die Anwendung des eigenen Rechts nie isoliert ohne eine *Berücksichtigung* des fremden Rechts erfolgen kann.¹²⁹⁰
- 625 Eine kollisionsrechtliche Darstellung kann nicht ohne die *Abgrenzung des Umfangs* des Übernahmeaufsichtsstatuts erfolgen. Mit den übernahmeaufsichtsrechtlichen Regelungen tritt bei öffentlichen Übernahmen ein Regelungskomplex hinzu, welcher dem Privatrecht und der dort prägenden Parteiautonomie

¹²⁸⁸ SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 166.

¹²⁸⁹ Göthel, M&A-SCHULZ, 468.

¹²⁹⁰ Siehe vorne [N 198 ff.](#)

einerseits in gewisser Sicht geradezu diametral entgegenläuft: Einzelne übernahmerechtliche Pflichten und Verfahrensvorgaben sind ganz dem Kapitalmarktrecht eigen, namentlich die Angebotspflicht, die Preisregeln sowie die Normen zum Angebotsverfahren. Andererseits finden sich auch Pflichten mit Entsprechungen im Privatrecht, indem bspw. die Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats stark mit den gesellschaftsrechtlichen Pflichten verwoben sind. Schon die übernahmeaufsichtsrechtlichen Zielprinzipien – namentlich Transparenz, Lauterkeit sowie Gleichbehandlung – finden teilweise Entsprechungen im Privatrecht. Das Übernahmeaufsichtsstatut umfasst somit teils Normen, welche relativ unabhängig vom Übernahmeprivatrechtsstatut zur Anwendung kommen, während andere Normen Verflechtungen mit dem Privatrecht zeigen und nicht ohne Weiteres isoliert herausgetrennt werden können. Deshalb gilt es darzulegen, welche aufsichtsrechtlichen Normen über das Übernahmeaufsichtsstatut berufen werden und wo die Grenze zum Privatrechtsstatut zu ziehen ist.

II. Anknüpfungsprinzipien im Übernahmeaufsichtsrecht

Vorab sollen grundlegende Überlegungen dazu angestellt werden, welche *Prinzipien* einem Übernahmeaufsichtskollisionsrecht zugrunde liegen und welche Anknüpfungen es prägen (sollen). Aufgrund der hybriden Natur des Übernahmerechts ist es denkbar, die Anknüpfungsprinzipien sowohl dem Gesellschaftsrecht als auch dem Kapitalmarktrecht zu entnehmen:

626

In Anbetracht der gesellschaftsrechtlichen Aspekte der Bestimmungen zu den Übernahmeangeboten und der Zielsetzung des Schutzes der Aktionäre der Zielgesellschaft kommt eine Anknüpfung an die Zielgesellschaft bzw. eine Anwendung des *Gesellschaftsstatuts* in Frage.¹²⁹¹ Aufgrund des engen Bezugs zum Finanzmarkt sind für die Frage nach möglichen Anknüpfungsprinzipien aber ebenfalls *Marktanknüpfungen* ins Spiel zu bringen.¹²⁹² Die Lokalisierung des Marktortes bei Übernahmen ist ein in der Literatur ausführlich diskutiertes

627

¹²⁹¹ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 422.

¹²⁹² So schon SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 152 ff.; sodann EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 121 ff. und N 422; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225.

Thema.¹²⁹³ Die Abgabe eines Übernahmeangebots hat zweifellos erhebliche Auswirkungen auf den Börsenmarkt,¹²⁹⁴ naheliegender Marktort ist deshalb der Börsenplatz bzw. der Kotierungsort.¹²⁹⁵ Eng verbunden mit der Marktanknüpfung ist das *Auswirkungsprinzip* (da bei Marktanknüpfungen primär die Auswirkungen auf den jeweiligen Markt betrachtet werden).¹²⁹⁶ Das Auswirkungsprinzip hat sich im Bereich des Übernahmerechts insbesondere in den USA sowie einigen weiteren Staaten durchgesetzt,¹²⁹⁷ es führt jedoch in der Tendenz zu extensiver extraterritorialer Anwendung.¹²⁹⁸ Abwandlungen bzw. Konkretisierungen des Auswirkungsprinzips, welche im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht diskutiert werden, existieren diverse.¹²⁹⁹

- 628 In der Literatur wurden zur Frage, welcher Anknüpfungsansatz bei öffentlichen Übernahmen am sinnvollsten ist, verschiedentlich vertiefte wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen vorgenommen.¹³⁰⁰ Die nachfolgende allgemeine Darstellung soll sich primär auf kurze Verweise auf die wichtigsten Lehrmeinungen beschränken, eine vertiefte Auseinandersetzung soll anhand der konkreten Darstellung des aktuellen schweizerischen Rechts erfolgen.
- 629 RÜEDI, der sich vertieft mit der Problematik der wirtschaftskollisionsrechtlichen Anknüpfung des öffentlichen Übernahmerechts in der Schweiz auseinandergesetzt hat, schlägt vor, die Anknüpfung methodisch allgemein am Auswirkungsprinzip und am Schutzzweck des zugrunde liegenden Sachrechts zu orientieren.¹³⁰¹ Spezifisch im Übernahmerecht habe die Anknüpfung einheitlich (für das gesamte Übernahmerecht) und in Anwendung des *Auswirkungsprinzips am Ort der Marktauswirkung* zu erfolgen, wobei die Marktauswirkung

¹²⁹³ Siehe statt vieler die ausführlichen Diskussionen bei ACKERMANN, 133 ff.; RÜEDI, 75 ff.; WINKELMANN, 69 ff.

¹²⁹⁴ RÜEDI, 94.

¹²⁹⁵ Als Marktort kommt auch der Offertort, Sitz der Banken, Sitz des Bieters etc. in Frage; ASSMANN, Grosskomm. AktG, Einl. N 720.

¹²⁹⁶ Ausführlich dazu etwa RÜEDI, 73 ff.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379.

¹²⁹⁷ FAHRLÄNDER, § 12 N 461.

¹²⁹⁸ Ausführlich dazu KÖNIG, 117 ff., sodann statt vieler JOSENHANS, 236; WINKELMANN, 68.

¹²⁹⁹ Siehe dazu sogleich die Darstellung der Meinungen von RÜEDI und JOSENHANS.

¹³⁰⁰ So insb. in der Schweiz BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 35 ff.; RÜEDI, 63 ff.; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 345 ff.; diese konnten sich aber alle noch nicht zur aktuellen Regelung in Art. 125 FinfraG bzw. der entsprechenden (revidierten) Norm im BEHG äussern. Für Deutschland ausführlich insb. ACKERMANN, 29 ff.; JOSENHANS, 111. ff.

¹³⁰¹ RÜEDI, 31 ff., 61.

am Ort der *Primärkotierung* am erheblichsten sei.¹³⁰² JOSENHANS hat sich der Thematik ausführlich aus Sicht des deutschen Rechts angenommen. Er nimmt das Auswirkungsprinzip als Ausgangspunkt und knüpft an den Ort der Zulassung zu einem geregelten Markt (*Hauptbörsenplatz*).¹³⁰³ ACKERMANN hingegen zeigt sich gegenüber dem Abstützen auf das Auswirkungsprinzip skeptisch, zieht aber – neben dem Zielgesellschaftsstatut – trotzdem primär den Börsenort in Betracht.¹³⁰⁴ ZIMMER verfolgt eine ähnliche Linie, geht aber weiter, indem er zum Schluss kommt, dass eine befriedigende marktorientierte Anknüpfung bei Unternehmensübernahmen nicht möglich sei, weshalb die Übernahmeregeln des Gesellschaftsstatuts der Zielgesellschaft massgebend sein müssten.¹³⁰⁵ Ferner ist eine Vielzahl von weiteren Ansätzen in der Doktrin auszumachen, welche sich – je nachdem, ob sie den Schwerpunkt näher beim Kapitalmarktrecht oder beim Gesellschaftsrecht ansetzen – eher marktorientiert oder gesellschaftsrechtlich geprägt zeigen.¹³⁰⁶ Aus wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht ist die Anknüpfung des Übernahmearbeitsrechts demzufolge umstritten bzw. bestehen schon hinsichtlich der grundlegend massgebenden Anknüpfungsprinzipien verschiedenste Vorstellungen.

Im Grundlagenteil konnte für das Übernahmearbeitsrecht im weiteren Sinne kein allgemein anerkanntes Leitanknüpfungsprinzip eruiert werden.¹³⁰⁷ Dasselbe Schicksal droht somit für das Übernahmearbeitsrecht im engeren Sinne. Immerhin kann als eine Gemeinsamkeit eines Grossteils der Lehrmeinungen die zentrale Bedeutung des Kotierungsortes als Marktstatut erfasst werden.

Vor diesem Hintergrund konnten sich Ansätze einer international *einheitlichen Anknüpfung* von übernahmearbeitsrechtlichen Vorschriften bis anhin nicht durchsetzen, insbesondere, da sie mit dem hybriden Charakter des Kapitalmarktrechts nur schwierig in Übereinstimmung zu bringen sind.¹³⁰⁸ Auffindbar sind deshalb auch – um der Doppelnatur des Übernahmearbeitsrechts gerecht zu werden – *einheitliche Anknüpfungen mit kombinierten Anknüpfungs-*

630

631

¹³⁰² RÜEDI, 122.

¹³⁰³ JOSENHANS, 237 ff., 260.

¹³⁰⁴ ACKERMANN, 192 ff.

¹³⁰⁵ ZIMMER, Internationales Gesellschaftsrecht, 99.

¹³⁰⁶ DECKER, 28 ff.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 375 ff.; FISCHER C., 228 ff.; KIESEWETTER, 47 ff.; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 347 ff.; STEINRÖTTER, 295 ff.; TORCA, 155 ff., 205 ff., 221 ff.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 219 ff.; WINKELMANN, 63 ff.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 732 ff.

¹³⁰⁷ Siehe dazu vorne [N 282 ff.](#)

¹³⁰⁸ Göthel, M&A-SCHULZ, 467; WINKELMANN, 79.

momenten,¹³⁰⁹ so auch in der Schweiz. Dabei wird schon auf Ebene der Anknüpfung sowohl mit gesellschaftsrechtlichen Anknüpfungselementen *als auch* marktrechtlichen Prinzipien gearbeitet.¹³¹⁰ Es wird mithin versucht, die hybride Natur schon mit einer hybriden Anknüpfung abzubilden.

- 632 Es ist zu konstatieren, dass bezüglich potenzieller Anknüfungsprinzipien in der Lehre eine Vielfalt von Meinungen auszumachen ist. Es gilt nun, an der konkreten Regelung im schweizerischen Recht zu prüfen, wie diese einzuordnen ist und ob die gewählte Variante eine taugliche ist.

¹³⁰⁹ So terminologisch JOSEPHANS, 220.

¹³¹⁰ Siehe für die Schweiz sogleich [N 653 ff.](#), für Deutschland und die EU hinten [N 962 ff.](#)

§ 11 Regelung im FinfraG

Die im FinfraG angesiedelten übernahmerechtlichen Normen definieren ihren eigenen räumlichen Geltungsbereich. Dabei handelt es sich um eine sachrechtsabhängige Anknüpfung, wie sie im Wirtschafts(kollisions)recht typisch ist, d. h. der Anwendungsbereich bzw. räumliche Anwendungswille der Übernahmeregeln wird vom konkreten Gesetz her aus sich heraus bestimmt. Das Kapitel über öffentliche Kaufangebote im FinfraG stellt deshalb mit Art. 125 gleich zu Beginn eine ausführliche Bestimmung zum *Geltungsbereich* auf. Im Folgenden sollen diese Norm und das dahinterstehende Anknüpfungssystem eingehend dargestellt werden. 633

Da es sich bei Art. 125 FinfraG um eine Norm jüngeren Datums handelt, welche in den letzten Jahren Veränderungen erlebt hat, soll zuerst die historische Entwicklung aufgezeigt werden. 634

I. Historischer Abriss

Eine Darstellung der historischen Entwicklung der kollisionsrechtlichen Norm des schweizerischen Übernahmemaufsichtsrechts ist deshalb wichtig, weil an ihr die Schwierigkeiten der Anknüpfung im Schnittbereich des Kapitalmarkt- und Privatrechts anschaulich aufgezeigt werden können. Schon die Tatsache, dass die Praxis der Schweizer Aufsichtsbehörden unter dem alten Recht bis ins Ausland grosse Wellen geschlagen hat,¹³¹¹ zeigt das Konfliktpotential dieser Thematik. 635

1. Überblick

Das erste eigentliche Regelwerk im Zusammenhang mit Übernahmen trat in Form des *Schweizerischen Übernahmekodexes* am 1. September 1989 in Kraft.¹³¹² Dabei handelte es sich um einen Selbstregulierungserlass der Vereinigung der Schweizer Börsen, welcher – nicht öffentlich-rechtlich durchsetzbare – Verhaltensvorschriften insbesondere für die Übernehmerin enthielt.¹³¹³ Dieser Übernahmekodex orientierte sich am schon 1968 in Kraft getretenen briti- 636

¹³¹¹ Siehe sogleich [N 641 ff.](#)

¹³¹² STRAZZER, 95 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, GesKR 2009, 87; WATTER/HOCH CLASSEN, 715 f.

¹³¹³ FREI, 41.

schen City Code on Takeovers and Mergers.¹³¹⁴ Vor dem Hintergrund des grossen Einflusses des angloamerikanischen Rechts auf die Entwicklung des Kapitalmarktrechts allgemein und namentlich auf die übernahmerechtliche Regelung erstaunt nicht, dass der dort übliche Mechanismus der Definition der räumlich-sachlichen Reichweite des Sachrechts auch in die schweizerische Regelung Eingang gefunden hat.¹³¹⁵ Der Übernahmekodex enthielt allerdings noch keine sich hinsichtlich des räumlichen Anwendungsbereichs eindeutig äussernde Regelung.¹³¹⁶ Die Doktrin ging davon aus, dass nur in der Schweiz inkorporierte Zielgesellschaften dem Kodex unterstehen können.¹³¹⁷

- 637 Eine erste *gesetzliche* Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten folgte auf den 1. Januar 1998 mit dem Inkrafttreten des BEHG.¹³¹⁸ Wiederum war die damalige Version des britischen City Code on Takeovers and Mergers Regelungsvorbild, wobei die Regelungen nicht nur in den groben Grundzügen der britischen Regulierung angelehnt sind, sondern – gemäss Gesetzgeber selbst – den Normen des City Codes «weitgehend entsprechen» würden.¹³¹⁹ Bemerkenswerterweise kannte die Schweiz damit als einer der ersten kontinental-europäischen Staaten eine umfassende Regelung der öffentlichen Übernahmeangebote.¹³²⁰ Darin war auch die erste Regelung des örtlichen Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln.¹³²¹
- 638 Auf den 1. Mai 2013 wurde der Anwendungsbereich der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im BEHG im Rahmen einer Gesetzesrevision ausge-

¹³¹⁴ RÜEDI, 3; zum City Code aus Schweizer Perspektive siehe TSCHÄNI, City Takeover Code, 113 ff.

¹³¹⁵ Siehe hierzu vorne [N 212](#).

¹³¹⁶ Der Übernahmekodex sprach von Anwendbarkeit auf öffentliche Angebote zum Erwerb von «schweizerischen Beteiligungswerten», siehe Ziff. 2 Übernahmekodex; dazu RÜEDI, 4.

¹³¹⁷ STRAZZER, III.

¹³¹⁸ Siehe zur Entstehungsgeschichte des BEHG ausführlich FREI, 167 ff.

¹³¹⁹ Botschaft BEHG 1993, 1389.

¹³²⁰ Wobei dies u. a. auf den lange verzögerten diesbezüglichen Gesetzgebungsprozess in der EU zurückzuführen ist, TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 2; jedoch zeigten die schon vorliegenden Entwürfe in der Gesetzgebung der EU ebenfalls gewichtige Einflüsse auf das Börsengesetz, siehe SETHE, Rechtsangleichung, 354.

¹³²¹ Dazu sogleich ausführlich.

dehnt.¹³²² Schliesslich wurden die Bestimmungen zum Übernahmerecht auf den 1. Januar 2016 vom BEHG ins FinfraG überführt, wo die aktuelle Regelung zu finden ist.¹³²³

2. Die Regelung von Art. 22 aBEHG und die «Tag Heuer»-Praxis

Die erste Regelung zum Anwendungsbereich des Übernahmerechts stellte Art. 22 aBEHG (1998)¹³²⁴ auf.¹³²⁵ Dieser sah für die Bestimmungen des Abschnittes des BEHG zu den öffentlichen Kaufangeboten gemäss Abs. 1 vor, dass diese «für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind», gelten. Der Geltungsbereich des BEHG war demnach nur eröffnet, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um (a) eine «schweizerische Gesellschaft» und (b) eine Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse kotiert sind, handelte. Damit hatte der Gesetzgeber eine Anknüpfung *kumulativ* am Sitz der Zielgesellschaft sowie am Kotierungsort gewählt, wobei beide Anknüpfungskriterien in die Schweiz verweisen mussten.¹³²⁶

639

Diese Regelung verhinderte ein *Auseinanderfallen* von Gesellschaftsstatut- und Übernahmemaufsichtstatut, da sowohl das gesellschaftsrechtliche Anknüpfungskriterium des Sitzes als auch das kapitalmarktrechtliche Kriterium des Markttorts vorausgesetzt wurden.¹³²⁷ Damit konnte dieser Problematik und den damit verbundenen positiven Normenkonflikten im Wesentlichen vorgebeugt werden.¹³²⁸ Kehrseite der Medaille war aber das vermehrte Auftreten von negativen Anwendungskonflikten, da das aBEHG mit dieser kumulativen Anknüpfung hohe Anforderungen an die Intensität des Bezugs zur Schweiz

640

¹³²² Siehe zur Revision Botschaft BEHG 2011, 6884, 6891 und 6900; zum alten Recht etwa BERTSCHINGER, Geltungsbereich, 17 f.

¹³²³ Botschaft FinfraG, 7500.

¹³²⁴ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24.3.1995 (Stand bis 1.1.2013).

¹³²⁵ Siehe zur Entstehungsgeschichte des Art. 22 aBEHG ausführlich RÜEDI, 4 ff.

¹³²⁶ RÜEDI, 127.

¹³²⁷ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 14.

¹³²⁸ VON DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht, 229, siehe auch seine Verweise auf die Diskussion in den Expertengruppen betreffend Anwendbarkeit auf im Ausland kotierte Gesellschaften.

stellte.¹³²⁹ Interessanterweise sahen der Vorentwurf der Expertengruppe sowie der Entwurf des Bundesrats noch keine örtliche Beschränkung der Börsenkotierung auf die Schweiz vor, sodass auch Schweizer Gesellschaften erfasst worden wären, die nur im Ausland kotiert waren.¹³³⁰ Die Beschränkung auf die Schweiz kam erst im Zuge der Diskussionen in den parlamentarischen Beratungen hinzu.¹³³¹

- 641 Grosser Streitpunkt unter dem Art. 22 Abs. 1 aBEHG (1998) war das Verständnis des anknüpfungsrelevanten Begriffs «schweizerische Gesellschaft». Zuerst mag naheliegend erscheinen, dafür – wie im Gesellschaftsrecht des IPRG – auf die Inkorporationstheorie abzustellen und alle Gesellschaften als «schweizerisch» einzuordnen, deren *statutarischer Sitz* in der Schweiz gelegen ist. Nach einhelliger Lehre war Art. 22 aBEHG (1998) denn auch dergestalt zu verstehen.¹³³² Dass trotz Einigkeit in der Doktrin eine vieldiskutierte Frage auszumachen ist, liegt an der aufsichtsrechtlichen Praxis hierzu. Diese hat sich gegen eine strikte Anwendung des Inkorporationsprinzips entschieden, indem sie im bekannten «Tag Heuer»-Fall eine vieldiskutierte – und international Aufsehen erregende – Praxis begründete.¹³³³ Aufgrund der zentralen Bedeutung dieses «Tag Heuer»-Falls – man kann ihn zweifellos als Leading Case des Übernahmekollisionsrechts betiteln – soll er nachfolgend kurz dargestellt werden.
- 642 Dem «Tag Heuer»-Fall liegt das Übernahmeangebot eines französischen Luxusgüterherstellers (LVMH¹³³⁴) auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Tag Heuer International SA (Tag Heuer) zugrunde.¹³³⁵ Bei der Tag

¹³²⁹ SCHENKER, Übernahmerecht, 206; TORKA, 137.

¹³³⁰ Bericht Expertengruppe Vorentwurf BEHG, 37; Botschaft BEHG 1993, 1452.

¹³³¹ Allerdings wurde der Geltungsbereich im Laufe der Diskussionen ansonsten nicht beschränkt, sondern insgesamt stark erweitert, da der Entwurf nur eine Geltung bei freiwilliger Unterstellung vorsah, siehe für eine ausführliche Kommentierung der parlamentarischen Beratungen RÜEDI, 9 ff.

¹³³² BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 BEHG N 6; BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 39 f.; DIETZI/LATOUR, 93 f.; FAHRLÄNDER, § 12 N 444; HÖHN/LANG/ROELLI, 4; IFFLAND/VAISY, 127 f.; KÜNG/HUBER/KUSTER, Band II, Art. 22 N 10; MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 125; OFK BEHG-WEBER R., Art. 22 N 14; PETER/BOVEY, 23; RÜEDI, 129; SCHENKER, Übernahmerecht, 205; SENN, 974 f.; TEDJANI, 92 ff., 186 ff.; ZOBL/KRAMER S., 71 f.

¹³³³ So wurde die «Tag Heuer»-Entscheidung gar im Ausland als «legendär» betitelt, so Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 135; siehe ferner die Nachweise sogleich Fn 1343.

¹³³⁴ LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE.

¹³³⁵ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, Sachverhalt.

Heuer handelte es sich um eine in Luxembourg inkorporierte Beteiligungsgesellschaft, welche an der Schweizer (sowie an der New Yorker) Börse kotiert war. Am 13. September 1999 kündigte LVMH an, ein Übernahmeangebot in Übereinstimmung mit den Regeln des schweizerischen Übernahmerechts zu lancieren, ungeachtet der Tatsache, dass dieses eigentlich nicht anwendbar sei.¹³³⁶ Auf diese Ankündigung hin erliess die UEK eine dieses Angebot betreffende Empfehlung, in welcher sie die Nichtanwendbarkeit des BEHG aufgrund des ausländischen Sitzes der Tag Heuer feststellte.¹³³⁷ Soweit stimmte alles mit dem Verständnis des Geltungsbereichs nach Art. 22 aBEHG (1998) gemäss Doktrin überein. Allerdings zog die Übernahmekammer der EBK – als damals der UEK übergeordnete Aufsichtsbehörde – die Sache an sich und verfügte, dass das Übernahmeangebot der LVMH dem Börsengesetz unterstehe und die Veröffentlichung und Abwicklung des Angebotes unter Beachtung der börsenrechtlichen Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote zu erfolgen habe.¹³³⁸ Dies begründete die Übernahmekammer der EBK damit, dass die tatsächliche operative Verwaltung der Tag Heuer in der Schweiz zu lokalisieren sei.¹³³⁹ Für den Begriff der «schweizerischen Gesellschaft» auf die im internationalen Privatrecht geltende Inkorporationstheorie abzustützen, erachtete die EBK als «eine zu enge Sichtweise». Stattdessen sei auf den effektiven Sitz bzw. die tatsächliche Geschäftstätigkeit abzustellen.¹³⁴⁰ Das Börsenaufsichtsrecht müsse anknüpfungstechnisch autonomen Kriterien folgen, um seine Ziele durchsetzen zu können.¹³⁴¹

¹³³⁶ «The offer will be conducted... in accordance with the Swiss Public Takeover Rules, notwithstanding that these rules are not applicable by law.», Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. Tag Heuer International SA, S. 1.

¹³³⁷ Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. Tag Heuer International SA, E. 1.

¹³³⁸ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, Dispositiv S. 11.

¹³³⁹ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 2.

¹³⁴⁰ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3a und 3b.

¹³⁴¹ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3b, c und d.

- 643 Die Entscheidung der Übernahmekammer der EBK ist in der Lehre auf starkes Echo – überwiegend kritischer Art – gestossen.¹³⁴² Sie hat über die Grenzen der Schweiz hinaus Wellen geschlagen und insbesondere auch im deutschen Schrifttum ansehnliche Beachtung gefunden.¹³⁴³
- 644 Meines Erachtens ist die Entscheidung der EBK als zweigesichtig einzuordnen: Einerseits hat die Entscheidung grundlegende Probleme des Übernahmekollisionsrechts erkannt und aufgenommen, indem sie dem drohenden negativen Normenkonflikt vorbeugen wollte (wobei die weite Auslegung des Verständnisses der «schweizerischen Gesellschaft» wiederum die Gefahr von positiven Normenkonflikten schafft). Auch dass das Aufsichtsrecht kollisionsrechtlich eigenen Ansätzen folgen kann, ist aus wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht als richtig zu verorten, denn die Normen sollen zwingend – und eben losgelöst vom internationalen Privatrecht – durchgesetzt werden. Allerdings definiert Art. 22 Abs. 1 aBEHG (1998) auch seinen Anwendungsbereich autonom, wobei jedoch schon der Wortlaut m. E. klar für eine Anknüpfung am statutarischen Sitz spricht. Wenn der Gesetzgeber im Tatbestand der Kollisionsnorm ein gesellschafts- und ein kapitalmarktrechtliches Anknüpfungskriterium aufstellen wollte, um der hybriden Natur des Übernahmerechts gerecht zu werden, dann liegt es nahe – und wäre systematisch konsistent –, das dem internationalen Gesellschaftsrecht entnommene Kriterium auch nach dessen Prinzipien zu verstehen. So hätte eine Brücke zu den international-privatrechtlichen Bezügen der Übernahme (im Sinne einer harmonischen Abstimmung) geschlagen werden können. Ein (sachlich nicht zwingendes) autonomes Sitzverständnis hingegen treibt m. E. einen unnötigen Keil zwischen international-privatrechtlich und übernahmeaufsichtsrechtliches Kollisionsrecht. Wie die Begründung der Verfügung zeigt, hat die Übernahmekammer der EBK über weite Strecken politisch argumentiert, indem sie bei der internationalen Einordnung

¹³⁴² Siehe insb. die ausführliche Besprechung durch BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 69 ff.; sowie vertiefend BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 35 ff.; sodann BK Aktienrecht-NOBEL, § 11 N 26; DIETZI/LATOUR, 93 f.; IFFLAND/VAISY, 127 ff.; MEIER N., Eingriffsnormen, 185; MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121 ff.; MEIER-SCHATZ/GASSER, Entwicklungen, 144 ff.; RÜEDI, 130 f.; SCHÄRER C./AREGGER, 146 ff.; THÉVENOZ, 37 f.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 15 f.; VON DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht, 229; sich positiv äussernd Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 1 N 7, und SCHENKER, Übernahmerecht, 207.

¹³⁴³ ACKERMANN, 72 f.; EKKENGA/KUNTZ, 2427 und 2434 f.; JOSEPHANS, 330; TORCA, 139 ff.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 216 f.; VON HEIN, Kodifikation, 547 f.; WINKELMANN, 40 f.; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 135; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 745.

der Tag Heuer die schweizerische Unternehmenstradition, deren schweizerischen Qualitätsuhren und die Wahrnehmung in der Medienberichterstattung stark gewichtete.¹³⁴⁴ Auch sind gewisse Argumente nicht nachvollziehbar, so im Besonderen die in sich widersinnige Feststellung, wonach «Verletzungen des schweizerischen Übernahmerechts nicht ausgeschlossen werden [können], kämen die Übernahmeregeln nicht zur Anwendung.»¹³⁴⁵ Ist eine Rechtsordnung nicht anwendbar, so können ihre Regeln augenscheinlich auch nicht verletzt werden. So vermag die Verfügung in ihrer Argumentation zwar nicht zu überzeugen.¹³⁴⁶ Andererseits hat die EBK – wie das grosse internationale Echo zeigt – aber Kernproblematiken des Übernahmekollisionsrechts erkannt, namentlich, was den schwierigen Umgang mit Normenkonflikten anbelangt. Die von ihr losgetretene Diskussion hat auch den Reformbedarf der übernahmekollisionsrechtlichen Regelung von Art. 22 aBEHG (1998) aufgezeigt und der – viel später folgenden – Revision eine Tür geöffnet.

Die «Tag Heuer»-Praxis der EBK wurde in den darauffolgenden Jahren von der UEK entschärft bzw. in Teilen gar revidiert. So hielt die UEK in späteren Empfehlungen fest, dass sie grundsätzlich keine Veranlassung sehe, bei der Auslegung des Begriffs der «schweizerischen Gesellschaft» im BEHG von der Inkorporationstheorie abzuweichen.¹³⁴⁷ Damit hat sich die UEK in ihrer Praxis von den Ausführungen der EBK klar abgegrenzt.¹³⁴⁸

645

¹³⁴⁴ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 2c.

¹³⁴⁵ Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30.9.1999 i. S. LVMH und TAG Heuer International SA, E. 3c.

¹³⁴⁶ Siehe für eine fundierte Kritik an der Abweichung vom Inkorporationsprinzip unter Einbezug auch international-privatrechtlicher Überlegungen MEIER-SCHATZ/GASSER, Entwicklungen, 146 ff.

¹³⁴⁷ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers, E. 1a; Empfehlung 0151/01 der UEK i. S. Hilti AG vom 10.2.2003, E. 1.2; Empfehlung 0159/01 der UEK vom 28.3.2003 i. S. Perutil SA, E. 2.2; Empfehlung 0377/01 der UEK vom 29.7.2008 i. S. Richemont SA, E. 1.2.

¹³⁴⁸ Siehe für eine ausführliche Darstellung der Praxis der UEK im Nachgang von «Tag Heuer» TEDJANI, 184 ff., welcher die Praxis der UEK als Kaskadenanknüpfung auffasst, wonach zuerst das Inkorporationsprinzip gelte und subsidiär das Sitzprinzip bzw. das Prinzip des engsten Zusammenhangs. Meines Erachtens hat die UEK das Prinzip des engsten Zusammenhangs nie direkt für die Bestimmung des Sitzes angewandt, sondern erst – wenn die Anwendbarkeit des Schweizer Rechts aufgrund des gegebenen Sitzes in der Schweiz erstellt war – auf einer zweiten Ebene zur Lösung eines positiven Normenkonflikts. Allerdings trennt die UEK insb. in der Empfehlung 0377/01 der UEK vom 29.7.2008 i. S. Richemont SA diese beiden Ebenen tatsächlich nicht strikt.

3. Revision von Art. 22 aBEHG und Überführung ins FinfraG

- 646 Auf den 1. Mai 2013 wurde Art. 22 aBEHG (im Zuge einer Neuregelung der Börsendelikte) einer Revision unterzogen.¹³⁴⁹ Einerseits wurde Abs. 1 revidiert, zusätzlich wurde er durch eine explizite Regelung von positiven Normenkonflikten in Abs. 1^{bis} ergänzt.
- 647 Mit der Revision erfolgte eine *Ausdehnung des Anwendungsbereichs* der Bestimmungen zu den öffentlichen Kaufangeboten.¹³⁵⁰ Der revidierte Art. 22 Abs. 1 aBEHG (2013)¹³⁵¹ erfasste neu auch Zielgesellschaften «mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind». Nachdem die EBK den Anwendungsbereich schon auf gewisse Gesellschaften mit (statutarischem) Sitz im Ausland ausdehnen wollte, erfolgte nun eine noch weiter gehende gesetzgeberische Anpassung. Mit der neuen Bestimmung zum Geltungsbereich sind nicht nur – im Sinne der «Tag Heuer»-Praxis – Gesellschaften mit ausländischem (statutarischem) Sitz und tatsächlichem Verwaltungssitz in der Schweiz erfasst, sondern alle Gesellschaften mit Sitz im Ausland, solange deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind. Der Schwerpunkt der Anknüpfung hat sich mit dieser Revision zum Kriterium der *Kotierung* hin verlagert.¹³⁵² Der Gesetzgeber hat diese Ausdehnung des Geltungsbereichs insbesondere mit der Vermeidung von *negativen* Regelungskonflikten begründet.¹³⁵³ Sie kann auch verstanden werden als Abwendung bei der Anknüpfung vom gesellschaftsrechtlichen Kriterium hin zu einer (schwerpunktmässig) kapitalmarktrechtlichen *Marktanknüpfung*, wie sie in der Literatur schon zuvor gefordert worden war.¹³⁵⁴
- 648 Um der mit dem grösseren Anwendungsbereich gestiegenen Gefahr von *positiven Normenkonflikten* zu begegnen, wurde mit Abs. 1^{bis} eine Möglichkeit geschaffen, auf die Anwendbarkeit des eigenen Rechts zu verzichten, wenn die

¹³⁴⁹ Siehe dazu Botschaft BEHG 2011, 6873 ff.

¹³⁵⁰ BLAAS, 24 f.; FAHRLÄNDER, § 12 N 444.

¹³⁵¹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24.3.1995 (Stand bis 1.7.2015).

¹³⁵² TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 15.

¹³⁵³ Botschaft BEHG 2011, 6884, 6891.

¹³⁵⁴ Siehe den Vorschlag von RÜEDI für eine Neuregelung, welche primär an die Kotierung anknüpft, RÜEDI, 154; schon früher von DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht, 231. Würdigend ausführlich hinten [N 729 ff.](#)

gleichzeitige Anwendbarkeit von schweizerischem und ausländischem Recht zu Konflikten führen würde.¹³⁵⁵ Diese Bestimmung kodifizierte weitgehend die bezüglich Anwendungskonflikten begründete langjährige Praxis der UEK.¹³⁵⁶

Interessanterweise hat zur Revision von Art. 22 aBEHG kein *legislatorischer Diskurs* stattgefunden. Zwar ist nachvollziehbar, dass bei der ursprünglichen Inkraftsetzung des BEHG andere Diskussionspunkte vorherrschten,¹³⁵⁷ doch wäre mindestens bei der Revision 2013 diesbezüglich im Gesetzgebungsprozess mehr Aufmerksamkeit zu erwarten gewesen. In der Botschaft BEHG 2011 hat sich der Bundesrat nur in wenigen Sätzen zur Ausdehnung des Anwendungsbereichs und zur neuen Regelung hinsichtlich der Normenkonflikte geäußert,¹³⁵⁸ obwohl die Ausweitung des Anwendungsbereichs als «nicht unbedeutend» zu qualifizieren ist.¹³⁵⁹ Umso erstaunlicher ist dies vor dem Hintergrund des Gesetzgebungsprozesses in der Europäischen Union, wo die übernahmekollisionsrechtliche Problematik als Streitfrage mit «*Ausmass eines Glaubenskrieges*»¹³⁶⁰ betitelt wurde bzw. von «*jahrzehntelangen Geburtswehen*»¹³⁶¹ die Rede war. Die gesetzgeberische Stille ist teils auf den besonderen Gesetzgebungsprozess zurückzuführen. Diese Änderung war ursprünglich nicht als Teil der Revision vorgesehen,¹³⁶² sondern wurde erst im Rahmen der Vernehmlassung auf Initiative der UEK und mit Unterstützung der FINMA ein-

649

¹³⁵⁵ Dazu ausführlich hinten [N 753 ff.](#)

¹³⁵⁶ Botschaft BEHG 2011, 6900; so stellte die UEK schon 1999 im Tag Heuer Fall gestützt auf den Zweckartikel (Art. 1 BEHG) fest, dass berücksichtigt werden könne, ob das Angebot nicht schon einer adäquaten Beaufsichtigung im Sitzland unterstehe, Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. Tag Heuer International SA, E. 2; sodann insb. Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers, E. 2; PETER/BOVEY, 27; siehe dazu ausführlich hinten [N 811 ff.](#)

¹³⁵⁷ Botschaft BEHG 1993, 1380 und 1389 f.; siehe zum Ausbleiben des Diskurses bei der Beratung des BEHG RÜEDI, 9 ff. und 123 f., m. w. H.

¹³⁵⁸ Botschaft BEHG 2011, 6884, 6891 und 6900.

¹³⁵⁹ So BLAAS, 24.

¹³⁶⁰ So NEYE, 291. Demzufolge habe die entsprechende kollisionsrechtliche Bestimmung in Art. 4 ÜRL bei den Ratsverhandlungen im Zentrum gestanden.

¹³⁶¹ So VON HEIN, Kodifikation, 528.

¹³⁶² Siehe dazu Bericht Expertenkommission Revision BEHG, 1 ff. Die Revision «Börsendelikte und Marktmissbrauch» sollte ursprünglich nur die Kernthemen gemäss ihrem Titel zum Gegenstand haben. Im Laufe des Gesetzgebungsprozesses – namentlich durch die Vernehmlassung – kamen aber weitere revisionsbedürftige Regelungen ins Blickfeld des Gesetzgebers, sodass u. a. auch der Geltungsbereich des Übernahmerechts einbezogen wurde, siehe Vernehmlassungsbericht Revision BEHG, 11.

gebracht.¹³⁶³ Die UEK begründete die Erweiterung des Anwendungsbereichs damit, dass es mit der geltenden Regelung namentlich in Bezug zur Europäischen Union in der Praxis zu negativen Normenkonflikten komme, wie verschiedene Fälle gezeigt hätten.¹³⁶⁴ Der Gesetzgeber übernahm die vorgeschlagene Änderung unter Hinweis auf die Problematik des Normenmangels, ohne dies weiter zu kommentieren.¹³⁶⁵ Auch in den parlamentarischen Debatten war die Erweiterung des Geltungsbereichs kein Diskussionspunkt.¹³⁶⁶

- 650 Etwas mehr aus der Distanz betrachtet, liegt die Ausdehnung des Anwendungsbereichs des Schweizer Übernahmerechts in der Strömungslinie des im Kapitalmarktrecht während längerer Zeit zu beobachtenden internationalen Trends hin zu vermehrter extraterritorialer Gesetzgebung.¹³⁶⁷ Die durch die vielbeachtete Entscheidung durch den US Supreme Court im Fall «Morrison v. National Australia Bank»¹³⁶⁸ – in welcher der eigene Anwendungsbereich von kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen zur Konfliktvermeidung zurückgenommen wurde – ausgelöste Gegenbewegung hat im internationalen Kapitalmarktrecht jedoch zu mehr Bewusstsein für Normenkonflikte geführt.¹³⁶⁹ Vor diesem Hintergrund ist auch die für die Schweiz gefundene Lösung der Anwendungsbereichserweiterung unter Regelung möglicher Konflikte *historisch zu verorten*.
- 651 Die Regelung zu den öffentlichen Kaufangeboten wurde im Zuge der umfassenden *Neuregelung der Finanzmarktinfrastruktur* auf den 1. Januar 2016 voll-

¹³⁶³ Stellungnahme UEK Revision BEHG, 10 f.; Stellungnahme FINMA Revision BEHG, 15 f., wobei die FINMA im Wesentlichen auf die Ausführungen in der Stellungnahme der UEK verweist und diese «vorbehaltlos unterstütze»; Vernehmlassungsbericht Revision BEHG, 11.

¹³⁶⁴ Stellungnahme UEK Revision BEHG, 10 f. Als Beispiel nennt die UEK das öffentliche Übernahmeangebot der italienischen Cosmo Pharmaceuticals S.p.A. auf die in Zürich kotierte BioXell S.p.A. Da in diesem Fall die Zielgesellschaft in der Schweiz kotiert war, aber ihren Sitz in Italien hatte, erklärte sich das BEHG (unter der alten Regelung) für nicht anwendbar. Auch das italienische Recht war nicht anwendbar, da dieses eine Kotierung in Italien oder in einem anderen europäischen Mitgliedstaat verlangte.

¹³⁶⁵ Botschaft BEHG 2011, 6884, 6891 und 6900.

¹³⁶⁶ Amtl. Bull. 2012 N 1140 f.; wohingegen andere Punkte der Revision – insb. die Abschaffung der Kontrollprämie und die Schwellenwerte der Meldepflicht – intensive Diskussionen auslösten, siehe Amtl. Bull. 2012 NatR 1140–1150.

¹³⁶⁷ Siehe zur extraterritorialen Rechtsanwendung allgemein und speziell im Börsenrecht SCHUSTER G., 197 ff.

¹³⁶⁸ Morrison v. National Australia Bank, 561 U.S. 247 (2010); siehe dazu ausführlichst KÖNIG, 117 ff.

¹³⁶⁹ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 119.

ständig aus dem BEHG herausgelöst und – materiell unverändert – ins *FinfraG* überführt, wo sie nun das 4. Kapitel des Abschnitts zu den Marktverhaltensregeln bildet.¹³⁷⁰ Die Bestimmung zum Geltungsbereich des Übernahmerechts in Art. 22 aBEHG (2013) wurde damit ebenfalls ins *FinfraG* verschoben, weshalb die aktuelle Regelung nun in Art. 125 *FinfraG* zu finden ist.¹³⁷¹ Zwar ist der neue Gesetzestext mit dem bisherigen nicht in allen Details deckungsgleich, die auszumachenden redaktionellen Änderungen sind aber gesetzessystematisch bzw. -terminologisch bedingt; materiell kann die Regelung als unverändert qualifiziert werden.¹³⁷²

Die im Rahmen vorliegender Arbeit zitierte Literatur und Praxis bezieht sich zu grossen Teilen noch auf die frühere Regelung im BEHG, da die Gesetzesänderung aufgrund ihres jungen Datums noch kaum berücksichtigt werden konnte. Trotz der Überführung der entsprechenden Regelungen zum Übernahmerecht auf Gesetzes- und Verordnungsstufe und der resultierenden terminologischen Änderungen kann die Literatur und Praxis zur alten Regelung insofern unverändert Geltung beanspruchen, als sie nach der Revision 2013 entstanden ist.

652

II. Art. 125 FinfraG

1. Übersicht über die Regelung

Die *zentrale kollisionsrechtliche Norm* des schweizerischen Übernahmerechts findet sich als Bestimmung zum Geltungsbereich des Kapitels über öffentlichen Kaufangebote in Art. 125 *FinfraG*.

653

Art. 125 *FinfraG* – Geltungsbereich

¹ Die Bestimmungen dieses Kapitels sowie Artikel 163 gelten für öffentliche Kaufangebote für Beteiligungspapiere von Gesellschaften (Zielgesellschaften):

- a. mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind;

¹³⁷⁰ Botschaft *FinfraG*, 7500; BLAAS, 3 f.; NOBEL, Finanzmarktrecht, § 8 N 143.

¹³⁷¹ SK *FinfraG*-HUBLI, Vor Art. 120 Offenlegungs- und Übernahmerecht N 3 und N 13 f.

¹³⁷² Botschaft *FinfraG*, 7584; so auch BLAAS, 24 f.; FAHLÄNDER, § 12 N 432.

b. mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz hauptnotiert sind.

2
...

- 654 Art. 125 FinfraG regelt unter der Marginale «Geltungsbereich» Verschiedenes, indem er den sachlichen und örtlichen Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmerechts definiert (Abs. 1), eine Möglichkeit des Verzichts auf die Anwendung der Vorschriften bei Normenkonflikten aufstellt (Abs. 2) und eine Möglichkeit der statutarischen Befreiung von der Angebotspflicht einräumt (Abs. 3 und 4).
- 655 In Abs. 1 wird der *Geltungs-* bzw. *Anwendungsbereich* der Bestimmungen des Kapitels über die öffentlichen Kaufangebote definiert.¹³⁷³ Dabei sind sowohl sachliche als auch räumliche Voraussetzungen auszumachen, wobei diese nicht klar getrennt, sondern miteinander vermengt wurden.¹³⁷⁴ Als *sachliche Voraussetzung* der Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen verlangt Abs. 1 insbesondere das Vorliegen eines «öffentlichen Kaufangebots für Beteiligungspapiere» einer Zielgesellschaft.¹³⁷⁵ Die sachlichen Anwendungsvoraussetzungen sind nicht Thema vorliegender Untersuchung, weshalb auf

¹³⁷³ Der schweizerische Gesetzgeber verwendet die Begriffe «Geltungsbereich» und «Anwendungsbereich» synonym, während die Lehre und das Bundesgericht terminologisch zwischen ihnen unterscheiden, siehe dazu BSK KG-LEHNE, Art. 2 N 2, m. w. H.; siehe auch BGE 143 II 297 E. 3.2.1, wonach zu unterscheiden ist zwischen dem Anwendungsbereich (als Raum, in dem sich die Tatbestände abspielen, die von der Rechtsordnung bzw. den Staatsorganen geschaffen werden) und dem Geltungsbereich (Raum, in dessen Grenzen die staatlichen Rechtsakte zusätzlich mit Staatsgewalt durchgesetzt werden können); bei Anwendung der bundesgerichtlichen Definition würde Art. 125 FinfraG gerade nicht den Geltungsbereich festlegen, da die UEK teilweise nicht die Gewalt hat, die Normen im Ausland durchzusetzen, insb. bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland, siehe GOTSCHEV/JENNY, 430 ff., und TEDJANI, 258 ff.; diese Differenzierung bringt m. E. hinsichtlich der weiteren Ausführungen ohnehin keinen Mehrwert, weshalb ihr nicht gefolgt wird.

¹³⁷⁴ Anders etwa im Kartellgesetz, wo in der Bestimmung zum Geltungsbereich (Art. 2 KG) die Frage nach den sachlichen und örtlichen Anwendungsvoraussetzungen nach Absätzen getrennt wurde (siehe Abs. 1 zum sachlichen Anwendungsbereich und Abs. 2 zum räumlichen Anwendungsbereich).

¹³⁷⁵ Siehe zum Begriff des öffentlichen Kaufangebots die entsprechende Definition in Art. 2 lit. i FinfraG: «Öffentliche Kaufangebote – Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), die sich öffentlich an Inhaberinnen und Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richten.»

die ausführliche Behandlung in der Literatur (insb. durch RÜEDI)¹³⁷⁶ sowie auf die reichliche – und teils überraschende – Praxis der UEK¹³⁷⁷ dazu verwiesen werden kann.

Der *räumliche* bzw. *örtliche Anwendungsbereich* ist im Gesetzestext nicht besonders hervorgehoben, sondern ergibt sich objektbezogen aus der Regelung («Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz»; «Börse in der Schweiz»)¹³⁷⁸. Für die räumliche Anwendbarkeit massgebend sind der Sitz der Zielgesellschaft und die Kotierung. Auf diese räumliche Dimension des Anwendungsbereichs wird vertieft einzugehen sein, da sie den kollisionsrechtlichen Sockel des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts bildet. Sind die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 125 Abs. 1 FinfraG erfüllt, so werden die Bestimmungen des 4. Kapitels (öffentliche Kaufangebote) des 3. Titels (Marktverhalten) des FinfraG sowie die Übergangsbestimmung in Art. 163 FinfraG berufen. Ebenfalls berufen werden die zum 4. Kapitel gehörenden Verordnungen.¹³⁷⁹

656

Ergänzt wird die Regelung zum Geltungsbereich von Abs. 2 insofern, als dieser die Möglichkeit eröffnet, auf die *Anwendung* der Vorschriften des schweizerischen Rechts zu *verzichten*, sofern die Anwendung des schweizerischen Rechts zu einem Konflikt mit dem ausländischen Recht führen würde. Der Geltungsbereich der Regelung zeichnet sich deshalb nicht durch absolute Starrheit aus, sondern der Gesetzgeber hat hier eine gewisse Flexibilität eingeräumt, die aber auch nach gewissen – durch die Lehre und Praxis zu entwickelnden – Leitplanken ruft.

657

Ebenfalls unter dem Titel des Geltungsbereichs eingeordnet wurden die – thematisch relativ eigenständigen – Bestimmungen von Abs. 3 und 4 zur *Möglichkeit des Opting-out*. Danach können Gesellschaften (vor oder nach der Kotierung ihrer Beteiligungspapiere) in ihren Statuten festlegen, dass potenzielle Übernehmer von der Angebotspflicht von Art. 135 FinfraG befreit sind. Mit der

658

¹³⁷⁶ RÜEDI, 219 ff.; ebenfalls ausführlich TEDJANI, 5 ff.

¹³⁷⁷ Zum Begriff des «Angebots» etwa Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 2; zur Praxis der UEK der Einordnung des Rückkaufs eigener Beteiligungspapiere als öffentliche Kaufangebote siehe das UEK-Rundschreiben Nr. 1 betr. Rückkaufprogramme vom 27.6.2013; zur Ausdehnung des Anwendungsbereichs auf nicht kotierte Gesellschaften gemäss Praxis der UEK siehe Verfügung 406/01 der UEK vom 17.3.2009 i. S. Hammer Retex Holding AG, E. 1; Empfehlung 365/01 der UEK vom 5.5.2008 i. S. Eichhof Getränke Holding AG, E. 1; Empfehlung 188/01 der UEK vom 31.3.2004 i. S. Clair Finanz Holding AG, E. 1.3; sowie die Kommentierung dazu von RÜEDI, 238 ff.

¹³⁷⁸ Ähnlich OFK BEHG-WEBER R., Art. 22 N 10.

¹³⁷⁹ UEV, FinfraV und FinfraV-FINMA.

Einräumung der Möglichkeit zum Opting-out besteht ein Instrument, mit dem eine einzelne übernahmerechtliche Norm wegbedungen werden kann. Anders als die systematische Einordnung in Art. 125 FinfraG vermuten liesse, kann damit jedoch in keiner Weise allgemein die Geltung des Übernahmeaufsichtsrechts in Bezug auf eine Zielgesellschaft ausoptiert werden.¹³⁸⁰

- 659 Eine «prima facie»-Betrachtung von Art. 125 FinfraG zeigt, dass unter dem Titel des Geltungsbereichs eine *mehrschichtige Regelung* enthalten ist: Es sind sowohl *Sachnormen* als auch *kollisionsrechtliche Aspekte* auszumachen.¹³⁸¹ Zudem werden Gesellschaften sowie Aufsichtsbehörden adressiert und dabei inhaltlich verschiedene Thematiken angegangen. Deshalb kann die Vorschrift von Art. 125 FinfraG als Regelungssammelsurium betitelt werden, was ihre kollisionsrechtliche Einordnung nicht einfach macht.

2. Einordnung aus (wirtschafts-)kollisionsrechtlicher Sicht

2.1. Kollisionsnormcharakter von Art. 125 FinfraG

- 660 Art. 125 FinfraG ist keine reine Kollisionsnorm und unterscheidet sich augenscheinlich von einer typischen Kollisionsnorm des IPRG. Eine traditionelle international-privatrechtliche Kollisionsregel enthält als Bestandteile (auf Tatbestandsseite) einen Verweisungsbegriff und einen Anknüpfungsbegriff sowie (auf Rechtsfolgeseite) die Bezeichnung des berufenen Rechts.¹³⁸² Art. 125 Abs. 1 FinfraG hingegen knüpft in anderer Weise über räumlich-persönliche Tatbestandsmerkmale an. Wie vorne ausgeführt, enthält die Norm zum Geltungsbereich zudem sachrechtliche Aspekte, d. h. sie ist auch als Sachnorm einzuordnen. Trotzdem legt sie (auch) für internationale Verhältnisse die Ausdehnung des Anwendungsbereichs mit klaren Kriterien fest, weshalb eine kollisionsrechtliche Dimension nicht verneint werden kann.
- 661 In der Literatur finden sich verschiedene Ansichten darüber, wie Art. 125 FinfraG (bzw. die Vorgängernorm Art. 22 aBEHG) und entsprechende übernahmeaufsichtsrechtliche Normen anderer Rechtsordnungen aus kollisionsrechtlicher Sicht zu qualifizieren sind. Während einige Autoren die Bestimmung als

¹³⁸⁰ Meines Erachtens wäre deshalb eine Einordnung des Opting-out bei der Bestimmung zur Angebotspflicht in Art. 135 FinfraG systematisch konsequenter gewesen. Dort ist auch die Möglichkeit des Opting-ups statuiert (siehe Art. 135 Abs. 1 letzter Satz).

¹³⁸¹ Bspw. stellt Art. 125 Abs. 4 FinfraG eine rein materielle Voraussetzung des Opting-out auf (fehlende Aktionärsbenachteiligung).

¹³⁸² SCHWANDER, IPR, 69.

klar kollisionsrechtliche Norm einordnen,¹³⁸³ gehen andere Autoren gar nicht auf die kollisionsrechtliche Natur ein bzw. betrachten sie schlicht als *Sachnormen zum Geltungsbereich* des Übernahmerechts,¹³⁸⁴ während wiederum weitere Autoren ihren Charakter als nur *indirekt kollisionsrechtlich* betrachten.¹³⁸⁵ Bei einer Qualifikation als Kollisionsnorm bleibt auf einer zweiten Ebene noch der Streitpunkt, ob diese als einseitig (d. h. nur auf Schweizer Recht verweisend) oder aber als (mindestens partiell) allseitig verortet werden muss, da (mindestens für die privatrechtlichen Aspekte) auch auf ausländisches Recht verwiesen werden könnte.¹³⁸⁶ Ob eine solche Norm als einseitige Kollisionsnorm oder als Sachnorm mit eigenen räumlich-persönlichen Tatbestandsmerkmalen qualifiziert wird, ist letztlich auch eine Frage, auf der Basis welcher Begrifflichkeiten qualifiziert wird.¹³⁸⁷

Meines Erachtens ist Art. 125 FinfraG als *ausdrückliche (Wirtschafts-)Kollisionsnorm* zu bezeichnen: Eine Betrachtung von Art. 125 FinfraG ohne Berücksichtigung ihrer kollisionsrechtlichen Dimension mag bei Binnensachverhalten genügen, spätestens seit der Ergänzung durch die Normenkonfliktregelung von Abs. 2 in der Revision 2013 drängt sich eine solche aber förmlich auf. Zwar ist ein Verständnis von Art. 125 FinfraG als «indirekte» Kollisionsnorm insofern nachvollziehbar, als «nur» über die Definition des räumlichen Anwendungsbereichs eines Normengefüges – objektbezogen – gewisse Kollisionsregeln aufgestellt werden. Jedoch ist dies genau die typische (statutische bzw. sachrechtsabhängige) Funktionsweise einer wirtschaftskollisionsrechtlichen Norm. Gerade im Kapitalmarktrecht sind das Sach- und Kollisionsrecht besonders eng verwoben,¹³⁸⁸ was Teil der wirtschaftskollisionsrechtlichen Problematik bildet. Deshalb kann Art. 125 FinfraG m. E. von einem modernen kollisionsrechtlichen Ansatz her als *explizite* Kollisionsnorm qualifiziert werden. Schon aus der Marginale «Geltungsbereich» sowie der ausführlichen Regelung von Normenkonflikten in Abs. 2 lässt sich klar schliessen, dass dem Gesetzgeber die zentrale Bedeutung der kollisionsrechtlichen Aspekte dieser Norm be-

662

¹³⁸³ Insb. BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7 und 15a; RÜEDI, 124; TORKA, 137; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 14.

¹³⁸⁴ SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 1 ff.

¹³⁸⁵ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 73 f., wonach Art. 22 aBEHG keine ausdrückliche «Grenznorm» sei, wobei sie unter Grenznorm eine einseitige Kollisionsnorm verstehen.

¹³⁸⁶ Siehe zu einer Darstellung der verschiedenen Theorien m. w. H. EKKENGA/KUNTZ, 2429.

¹³⁸⁷ Und entsprechend ob die Darstellung von Art. 125 FinfraG aus einer kollisionsrechtlichen Perspektive oder im Rahmen einer sachrechtlichen Darstellung des Übernahmerechts erfolgt.

¹³⁸⁸ STEINRÖTTER, 84.

wusst war, auch wenn gewissermassen ein Sammelsurium an verschiedenartigen Vorschriften darin zu finden sein mag. Die Normenkollisionsregelung in Abs. 2 stellt – isoliert betrachtet – zweifellos eine rein kollisionsrechtliche Bestimmung dar, da sie einzig den Umgang mit positiven Normenkonflikten regelt. Aus internationaler Sicht bestehen deshalb m. E. keine Zweifel, dass Art. 125 FinfraG eine Kollisionsnorm darstellt. Da diese in einem wirtschaftsrechtlichen Erlass zu finden ist und ihren Anwendungsbereich – inkl. des Falles eines Normenkonflikts – unabhängig vom internationalen Privatrecht festlegt, ist sie zudem als *typische wirtschaftskollisionsrechtliche Bestimmung* zu qualifizieren.¹³⁸⁹

- 663 Andere kollisionsrechtliche Bestimmungen sind in Art. 126 ff. FinfraG sowie in den entsprechenden Verordnungen nicht auszumachen,¹³⁹⁰ höchstens Normen, welche indirekt einen kollisionsrechtlichen Aspekt aufweisen.¹³⁹¹ Art. 125 FinfraG stellt damit die wirtschaftskollisionsrechtliche *Grundnorm* des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts dar.

2.2. Wirtschaftskollisionsrechtliche Eigenschaften von Art. 125 FinfraG

a Einseitigkeit der Kollisionsnorm und Gleichlauf

- 664 Wie im Wirtschaftskollisionsrecht allgemein und namentlich im internationalen Kapitalmarktrecht üblich,¹³⁹² ist die Bestimmung von Art. 125 FinfraG als *einseitige* Rechtsanwendungsnorm ausgestaltet, d. h. sie regelt nur, welche (internationalen) Sachverhalte von der inländischen Rechtsordnung erfasst werden, verweist aber nicht auf ausländisches Recht. Da die Anerkennung der Gleichwertigkeit ausländischen Rechts dem Wirtschaftskollisionsrecht im Grundsatz systemfremd ist, wurde auch für die Regelung im FinfraG nicht eine allseitige Anknüpfungsnorm gewählt.¹³⁹³

¹³⁸⁹ Siehe schon SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 347, der das internationale Übernahmerecht schon als Teil eines Wirtschaftskollisionsrechts sah, bevor in der Schweiz überhaupt ein Übernahmerecht im engeren Sinne kodifiziert war.

¹³⁹⁰ RÜEDI, 124.

¹³⁹¹ So etwa erlaubt Art. 4 UEV Ausnahmen von der Anwendbarkeit der übernahmerechtlichen Bestimmungen, siehe hinten [N 837 ff.](#)

¹³⁹² SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 153 ff.

¹³⁹³ RÜEDI, 125.

Über Art. 125 FinfraG kann nur das eigene Übernahmeaufsichtsrecht für anwendbar erklärt bzw. «berufen» werden, nicht ein ausländisches Aufsichtsrecht. Durch den klaren Wortlaut erübrigt sich auch die Diskussion über eine mögliche partielle Allseitigkeit der Anknüpfung, dass also für Teile der Norm (etwa für privatrechtliche Aspekte) allseitige Kollisionsnormen bestehen.¹³⁹⁴ Zwar kann das (berufene) schweizerische Übernahmeaufsichtsrecht wiederum auf ein (u. U. ausländisches) Gesellschaftsrecht verweisen – etwa durch Art. 37 UEV.¹³⁹⁵ Dabei handelt es sich aber nicht um eine (Mit-)Berufung von ausländischem Recht über den Anwendungsbereich des FinfraG, sondern die Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts hat m. E. unabhängig vom FinfraG nach den international-privatrechtlichen Kriterien zu erfolgen. Sollten in Art. 125 ff. FinfraG rein privatrechtliche Normen gefunden werden, erfolgt eine kollisionsrechtliche Herauslösung und Erfassung über das IPRG, was die Einseitigkeit der Anknüpfung des FinfraG nicht berührt.¹³⁹⁶ Die Regelung von Art. 125 FinfraG ist deshalb in Gänze als einseitig zu qualifizieren.¹³⁹⁷

665

Unter der Regelung von Art. 125 FinfraG resultiert – wiederum eine Eigenheit des Wirtschaftskollisionsrechts – ein *Gleichlauf von forum und ius*. Diese Übereinstimmung von Zuständigkeit der Aufsichtsbehörde und Anwendung des eigenen Aufsichtsrechts ist die logische Konsequenz der einseitigen Anknüpfung.

666

Im Zusammenhang mit dem *Anwendungsverzicht* von Abs. 2 erfahren die Einseitigkeit der Kollisionsnorm sowie der Grundsatz des Gleichlaufs eine gewisse (geringfügige) Relativierung: Über den Anwendungsverzicht wird dem ausländischen Recht mindestens indirekt zum Durchbruch verholfen. Und weil das ausländische Recht im Rahmen von Abs. 2 mindestens berücksichtigt werden soll, müssen die Aufsichtsbehörden das ausländische Recht zwar nicht (unmittelbar) anwenden, sich aber inhaltlich damit auseinandersetzen, da sonst eine Prüfung der Gleichwertigkeit nicht denkbar ist.¹³⁹⁸

667

¹³⁹⁴ Siehe die Diskussion bei EKKENGA/KUNTZ, 2430 f.

¹³⁹⁵ Art. 37 UEV nimmt Bezug auf das Gesellschaftsrecht, was zur Frage führt, ob dieser Verweis bei ausländischen Zielgesellschaften auch ausländisches Gesellschaftsrecht umfasst, siehe dazu [N 1085](#).

¹³⁹⁶ Siehe dazu hinten [N 1028 ff.](#)

¹³⁹⁷ Hingegen kann m. E. hinsichtlich Art. 125 Abs. 2 FinfraG von einer Art «mittelbaren Allseitigkeit» ausgegangen werden, siehe hinten [N 903 ff.](#)

¹³⁹⁸ Dazu ausführlich [N 903 ff.](#)

b Kollisionsrechtsmethodische Doppelnatur der Anknüpfung

- 668 Die Norm zum Geltungsbereich des Übernahmeaufsichtsrechts weist aus kollisionsrechtlicher Sicht sowohl Wesenszüge einer (wirtschaftskollisionsrechtlichen) *Marktanknüpfung* auf – indem der Kotierungsort massgebend ist – als auch Ursprünge im international-privatrechtlichen Gesellschaftsrecht, indem der Sitz der Gesellschaft relevant ist.¹³⁹⁹ Wie vorne dargestellt, ist dies auf die hybride Natur des Kapitalmarktrechts zurückzuführen.¹⁴⁰⁰ Dies stellt nicht nur eine Anknüpfung mit zwei Anknüpfungsmomenten dar, sondern darüber hinaus ist hierin eine *methodische Doppelnatur* zu sehen, indem wirtschaftskollisionsrechtliche mit international-privatrechtlicher Methodik vermengt wird.

c Zwingende Natur der Kollisionsnorm

- 669 Wie vorne dargestellt, ist Übernahmeaufsichtsrecht überwiegend zwingendes Recht, sodass auch Art. 125 FinfraG als Kollisionsnorm zwingend ausgestaltet ist. In typisch wirtschaftskollisionsrechtlicher Art lässt Abs. 1 den Parteien grundsätzlich keine Freiheit in der Rechtswahl.
- 670 Allerdings ist dieser Grundsatz in zweierlei Hinsicht eingeschränkt: Nach Abs. 2 kann unter gewissen Voraussetzungen «auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen Rechts verzichtet werden», womit mindestens den Aufsichtsbehörden ein gewisser Spielraum eingeräumt wird.¹⁴⁰¹ Andererseits besteht nach den Abs. 3 und 4 die Möglichkeit des Opting-out der Zielgesellschaften von der Angebotspflicht. Damit sind bedeutende Einschnitte in den Grundsatz der zwingenden Anwendbarkeit auszumachen. Allerdings können diese relativiert werden. Der Anwendungsverzicht kommt nur unter der hohen Voraussetzung in Frage, dass ein gleichwertiger Anlegerschutz durch ausländisches Recht gesichert ist. Es besteht somit keine Gefahr, dass den Zielen des Übernahmeaufsichtsrechts nicht zum Durchbruch verholfen wird. Garantiert eine Regelung ihren Schutz in jedem Fall, so kann ihr nicht der zwingende Charakter abgesprochen werden. Die Möglichkeit des Opting-out betrifft nur die (isolierte) Frage der Angebotspflicht, für welche Parteiautonomie eingeräumt wird. Auf die Anwendung der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen im Allgemeinen hat sie hingegen keinen Einfluss.

¹³⁹⁹ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 473 ff.; RÜEDI, 51 ff.

¹⁴⁰⁰ Siehe etwa BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7 ff.

¹⁴⁰¹ Siehe zur faktischen Möglichkeit der Beeinflussung des anwendbaren Rechts hinten [N 879 f.](#)

Somit ist Art. 125 FinfraG als *typische Wirtschaftskollisionsnorm* zu qualifizieren, indem sie einseitig und zwingend den räumlichen Anwendungsbereich der Übernahmeregeln definiert. Ihre Nähe zum Privatrecht zeigt sie aber darin, dass doch gewisse Abweichungen zugelassen werden und sie auch ein gesellschaftsrechtliches Anknüpfungskriterium aufgreift.

671

III. Anwendungsbereich gemäss Art. 125 Abs. 1 FinfraG

1. Kombinierte Anknüpfung an Sitz und Kotierung

Das Übernahmeaufsichtsrecht sieht mit Art. 125 Abs. 1 FinfraG eine kombinierte Anknüpfung vor, indem sowohl der *Sitz* der Gesellschaft als auch die *Kotierung* ein Anknüpfungskriterium darstellen. Es ist dabei einzig die *Zielgesellschaft* relevant, die Person der Übernehmerin oder die Aktionäre hingegen haben keinen Einfluss auf die Anwendbarkeit der Bestimmungen. Dabei unterscheidet das Gesetz *alternativ zwei Konstellationen*, indem es eine Regelung für Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz (lit. a) und mit Sitz im Ausland (lit. b) aufstellt.

672

Hat die Gesellschaft ihren *Sitz in der Schweiz*, so kommen die Schweizer Übernahmeregeln zur Anwendung, sobald eine mindestens teilweise Kotierung an einer Börse in der Schweiz gegeben ist. Ist der Sitz der Gesellschaft hingegen *im Ausland*, so müssen die Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz *hauptkотиert* sein. Diese differenzierte Regelung bezieht sowohl Sitz als Kotierung ein und löst bei einem insgesamt genügend starken Bezug zur Schweiz als Rechtsfolge die Anwendbarkeit des Schweizer Rechts aus. Ist der Sitz nicht in der Schweiz, so muss die *Intensität des Bezugs der Kotierung* zur Schweiz grösser sein, indem eine *Hauptkotiierung* gegeben ist. Verweist schon der Sitz in die Schweiz, genügt hingegen der weniger intensive Bezug einer irgendwie gearteten (Teil-)Kotierung in der Schweiz. Es werden somit beide Kriterien unter Würdigung der *Anknüpfungsintensität* der Kotierung berücksichtigt.¹⁴⁰²

673

Unter dem alten Recht bestand zwar schon eine kombinierte Anknüpfung an Sitz und Kotierung (nach der Zugehörigkeit des Sachrechts zum Gesell-

674

¹⁴⁰² Vgl. BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 80, welche schon unter der alten Regelung eine Berücksichtigung der «Verknüpfungsintensität» forderten; so auch BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 40.

schafts- und Kapitalmarktrecht),¹⁴⁰³ jedoch (mangels Erfassung der ausländischen Gesellschaften) noch keine Differenzierung zwischen Gesellschaften mit Sitz im In- und Ausland. Anders als unter dem früheren Recht müssen in der geltenden Fassung die beiden Anknüpfungskriterien nicht mehr *kumulativ* auf die Schweiz verweisen, sondern es muss gewissermassen eine *Gesamtbetrachtung* beider Anknüpfungskomponenten und ihrer Gesamtwirkung einen genügenden Bezug zur Schweiz ergeben.¹⁴⁰⁴ Dabei wurde diese Gesamtbetrachtung insofern schon durch den Gesetzgeber gewertet, als die massgebenden Kriterien durch das Gesetz als alternative Konstellationen verbindlich ausformuliert wurden.

675 Die Regelung von Art. 125 FinfraG ist insofern noch hybrid, als zwar nicht das kumulative Vorliegen beider Kriterien (Sitz und Markt) in der Schweiz verlangt wird, aber die beiden Anknüpfungskriterien kombiniert werden und die Würdigung im Sinne einer Gesamtbetrachtung vorgenommen wird. Aus einer weiten Perspektive kann die Anknüpfung der (neuen) Regelung deshalb m. E. als dem international-privatrechtlichen *Grundsatz des «engsten räumlichen Zusammenhangs»*¹⁴⁰⁵ folgend eingeordnet werden. Indem die Anknüpfung sowohl die gesellschaftsrechtliche Komponente – den Sitz – und die kapitalmarktrechtliche Komponente – den Kotierungsort – berücksichtigt, wird letztlich die Enge des räumlichen Zusammenhangs der Transaktion aus einer Gesamtbetrachtung der Übernahme mit ihren hybriden Aspekten gesucht. Allerdings ist bei dieser Lesart von Art. 125 Abs. 1 FinfraG der Vorbehalt anzubringen, dass diese nicht dem ursprünglichen Verständnis des Gesetzgebers entspringt. Das soeben dargestellte Anknüpfungssystem resultiert vielmehr aus einer Ausdehnung des Anwendungsbereichs (die zu einer Erfassung auch ausländischer Gesellschaften führte) und dem Versuch der Verhinderung eines exzessiven Anwendungsbereichs (durch Abschwächung der Ausdehnung mittels erhöhter Anforderungen an die Kotierung bei ausländischen Gesellschaften). Nichtsdestotrotz rechtfertigt eine kollisionsrechtliche Sichtweise m. E. die vorgenommene Lesart.

676 In der Anknüpfungsregelung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG kommt der *Kotierung* die zentrale Rolle zu. Auch wenn der Sitz Teil der Anknüpfung ist, kann die Ko-

¹⁴⁰³ Art. 22 Abs. 1 aBEHG (1998); siehe schon vorne [N 639 ff.](#); siehe ausführlich RÜEDI, 51 f., 127 ff.

¹⁴⁰⁴ Dies forderten BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 80, schon unter dem alten Recht im Sinne eines flexibilisierten Verständnisses von Art. 22 aBEHG (1998); vertieft in BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 40.

¹⁴⁰⁵ Siehe zum Grundsatz des engsten räumlichen Zusammenhangs statt vieler ZK IPRG I-GIRSBERGER/GASSMANN, Art. 15 N 23 ff.

tierung als *primäres Anknüpfungskriterium* bezeichnet werden,¹⁴⁰⁶ da der schweizerische Sitz zumindest in einer Konstellation entbehrlich ist. Auf das gesellschaftsrechtliche Kriterium des Sitzes wurde mit der Revision 2013 zwar nicht verzichtet, es wurde aber erheblich zurückgedrängt, sodass nun eine schwerpunktmässig kapitalmarktrechtliche Anknüpfung gegeben ist.¹⁴⁰⁷

Über die gesetzgeberischen Überlegungen hinsichtlich der Anknüpfungssystematik von Art. 125 Abs. 1 FinfraG ist wenig bekannt.¹⁴⁰⁸ Betont wurde die Ausdehnung des Anwendungsbereichs auf ausländische Gesellschaften mit dem Zwecke der Vermeidung von negativen Anwendungskonflikten und dem besseren Schutze der Publikumsaktionäre.¹⁴⁰⁹ Zu den damit einhergehenden Implikationen auf das Anknüpfungssystem hingegen hat sich der Gesetzgeber nicht geäussert. Auch die UEK – auf deren Initiative hin in der Vernehmlassung die Revision der Geltungsbereichsbestimmung überhaupt ins Rollen kam – hat sich in ihrer Stellungnahme nicht weiter zur Anknüpfungssystematik geäussert.¹⁴¹⁰ Es ist deshalb davon auszugehen, dass praktische Überlegungen die Revision von Art. 125 FinfraG dominierten. Sie ist weniger das Resultat einer dogmatischen Auseinandersetzung aus kollisionsrechtlicher Sicht. Auch ist sie aus diesem Grund m. E. nicht als Bekenntnis zu einer konsequenteren Marktanknüpfung zu sehen¹⁴¹¹ oder als bewusste grundlegende Umstellung des Anknüpfungssystems.

Nachfolgend sollen die beiden Kriterien vertieft betrachtet werden.

2. Anknüpfungselement Sitz der Zielgesellschaft

Entsprechend der gesellschaftsrechtlichen Wesenszüge diverser Vorschriften des Übernahmeaufsichtsrechts wird als erstes Anknüpfungselement der *Sitz der Gesellschaft* verwendet.¹⁴¹² Das Gesetz spricht in diesem Zusammenhang von «Gesellschaften (Zielgesellschaften) mit Sitz in der Schweiz... [bzw.] im

¹⁴⁰⁶ TEDJANI, 172 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 14 f.

¹⁴⁰⁷ Siehe zur faktischen Irrelevanz des Sitzes hinten [N 724 ff.](#)

¹⁴⁰⁸ Siehe dazu vorne [N 649.](#)

¹⁴⁰⁹ Botschaft BEHG 2011, 6891 und 6900.

¹⁴¹⁰ Siehe Stellungnahme UEK Revision BEHG, 10 f.; ausführlicher vorne [N 649.](#)

¹⁴¹¹ Eine solche wurde namentlich von RÜEDI vor der Revision nachdrücklich gefordert, RÜEDI, 51 ff.

¹⁴¹² JOSEPHANS, 220; für eine Analyse des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts auf seine gesellschaftsrechtlichen Aspekte hin TEDJANI, 218 ff. sowie hinten [N 1000 ff.](#)

Ausland». War unter dem alten Recht das Verständnis des Sitzbegriffs eine grosse Streitfrage,¹⁴¹³ so ist die Ausgangslage heute klarer. Nichtsdestotrotz gilt es gewisse Punkte zu klären.

2.1. Begriff der Gesellschaft

- 680 Art. 125 Abs. 1 FinfraG umfasst *Gesellschaften* mit Sitz in der Schweiz sowie im Ausland. Wie aus dem Wortlaut klar hervorgeht – und darüber hinaus mit Klammerzusatz unterstrichen wird – ist stets die «Zielgesellschaft» relevant, während die übernehmende Gesellschaft keine Rolle spielt.¹⁴¹⁴
- 681 Gesellschaften unterstehen aus international-privatrechtlicher Sicht dem Recht des Staates, nach dessen Vorschriften sie organisiert sind (Art. 154 IPRG).¹⁴¹⁵ Da der (statutarische) Sitz gemäss Art. 125 Abs. 1 FinfraG im In- oder Ausland sein kann, werden entsprechend auch Gesellschaften nach in- oder ausländischem Gesellschaftsrecht erfasst. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie der Begriff der «Gesellschaft» zu definieren ist. Unter dem alten Recht stellte sich diese Frage noch nicht in dieser Weise, da dort nur Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz erfasst waren.¹⁴¹⁶ Unter der geltenden Regelung ist *vorfrageweise* zu klären, ob das in- oder ausländische Zielobjekt eine Gesellschaft im Sinne der schweizerischen Norm darstellt.
- 682 Hierfür sind die alternativen Konstellationen von lit. a und b separat zu betrachten: Bei einem (statutarischen) *Sitz in der Schweiz* ist entsprechend Schweizer Gesellschaftsrecht anwendbar und es kommen die – aufgrund des *numerus clausus* der Gesellschaftsformen in ihrer Ausgestaltung begrenzten – Gesellschaften des Schweizer Rechts in Frage. Aus Sicht von Art. 125 FinfraG soll die Gesellschaftsform der Zielgesellschaft keine Rolle spielen.¹⁴¹⁷ In der Praxis kommt trotzdem nur die Aktiengesellschaft in Betracht: Zwar besteht für eine Kotierung in der Schweiz keine explizite Vorgabe für die Rechtsform des Emittenten,¹⁴¹⁸ doch können die Anforderungen an die Effekten, welche

¹⁴¹³ Siehe vorne [N 641](#).

¹⁴¹⁴ SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 11.

¹⁴¹⁵ Dazu ausführlich vorne [N 462 ff.](#)

¹⁴¹⁶ Nur im Falle der «Tag Heuer»-Praxis, wenn also der statutarische Sitz im Ausland und der Ort der tatsächlichen Verwaltung in der Schweiz war, konnte eine nach ausländischem Recht gegründete Gesellschaft überhaupt unter das Schweizer Übernahmerecht fallen.

¹⁴¹⁷ DIETZI/LATOUR, 93; KÜNG/HUBER/KUSTER, Band II, Art. 22 N 9.

¹⁴¹⁸ FAHRLÄNDER, § 12 N 205; stattdessen sind als Kotierungsvoraussetzungen insb. das Alter der Gesellschaft, ihre Rechnungslegung, ihre Kapitalausstattung und die Streuung ihrer Effekten massgebend, siehe ausführlich PITSCHEN, 141 ff.

kotiert werden sollen (insb. hinsichtlich der Handelbarkeit), nur durch die Gesellschaftsform der Aktiengesellschaft erfüllt werden.¹⁴¹⁹ Ausserdem sprechen einzelne Normen des FinfraG explizit von «Aktien der Zielgesellschaft»¹⁴²⁰ oder verweisen auf aktienrechtliche Normen.¹⁴²¹ Für die Konstellation von lit. a kommt als Gesellschaft deshalb in der Praxis nur eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht in Frage.¹⁴²²

Hat die Zielgesellschaft ihren (statutarischen) Sitz *im Ausland*, so ist (aus Schweizer Sicht des Art. 154 IPRG) ausländisches Gesellschaftsrecht massgebend für die Rechtsform der Gesellschaft. Aufgrund der kollisionsrechtlichen Dimension des Gesellschaftsbegriffs des FinfraG in diesem Zusammenhang ist dieser m. E. weit zu verstehen. Dies entspricht auch dem Verständnis des IPRG, wonach der Begriff der Gesellschaft weit zu verstehen ist, indem alle *organisierten Personenzusammenschlüsse* und Vermögenseinheiten als Gesellschaften erfasst werden (Art. 150 IPRG).¹⁴²³ Aus diesem Blickwinkel kommt als Zielgesellschaft i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG eine beliebige Zahl von Gesellschaftsformen der ausländischen Rechtsordnungen in Frage. Jedoch ist auch hier die faktische Einschränkung hinzunehmen, dass nur Gesellschaftsformen in Frage kommen, welche die Anforderungen an die Kotierung in der Schweiz überhaupt erfüllen, d. h. insbesondere frei handelbare Effekten ausgeben können.

683

Damit ist festzuhalten, dass als «Gesellschaft» i. S. v. Art. 125 FinfraG zwar in der Theorie die Rechtsform keine Bedeutung haben soll und somit auch kein *numerus clausus* bezüglich der erfassten Gesellschaften besteht, während in der Praxis (aufgrund der Anforderungen für die Kotierung) nur Aktiengesellschaften nach Schweizer Recht und wesensmässig – namentlich hinsichtlich der Handelbarkeit der Anteile – vergleichbare ausländische Gesellschaften in Frage kommen.

684

¹⁴¹⁹ Siehe Art. 17 ff. KR, insb. Art. 21 KR; TEDJANI, 170 f.

¹⁴²⁰ So etwa Art. 135 Abs. 5 lit. b FinfraG.

¹⁴²¹ So verweist Art. 125 Abs. 4 FinfraG auf die aktienrechtliche Norm von Art. 706 OR.

¹⁴²² CR CO II-BAHAR, Art. 125 LIMF N 29; gemäss BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 6, sind Zielgesellschaften «fast immer» in Form einer Aktiengesellschaft anzutreffen.

¹⁴²³ Siehe vorne [N 461](#); ebenfalls den international-privatrechtlichen Begriff für massgebend erklärend TEDJANI, 170.

2.2. Begriff des Sitzes

- 685 Art. 125 Abs. 1 FinfraG knüpft an den Begriff des «Sitzes». War der Sitzbegriff (Verständnis von «schweizerische Gesellschaft») unter dem alten Recht noch ein grosser Streitpunkt,¹⁴²⁴ so ist die Ausgangssituation unter dem geltenden Recht einfacher.
- 686 Die Bestimmung des Sitzes könnte als *Vorfrage* angesehen werden, welche nach dem internationalen Privatrecht zu klären ist; oder aber das FinfraG kennt einen eigenständigen Sitzbegriff. Unter dem alten Recht hatten die Aufsichtsbehörden nur zurückhaltend auf die Sitzbestimmung nach den Kriterien des IPRG abgestellt und dementsprechend einen eigenständigen Ansatz entwickelt.¹⁴²⁵ Die Frage der Sitzbestimmung fällt unter den grossen Theorienstreit zwischen Sitz- und Inkorporationstheorie.¹⁴²⁶ Da Art. 125 FinfraG nur von «Sitz in der Schweiz» bzw. «Sitz im Ausland» spricht, scheint die Frage offengelassen, ob der statutarische Sitz oder der Verwaltungssitz gemeint ist. Der Gesetzgeber hat allerdings festgehalten, dass der *statutarische Sitz* massgebend sei.¹⁴²⁷ Auch die Lehre zum geltenden Recht folgt der Inkorporationstheorie.¹⁴²⁸ Damit würde das FinfraG keinen eigenständigen Sitzbegriff kennen.
- 687 Meines Erachtens ist der Lehre aus den folgenden Gründen klar zuzustimmen: Im Gegensatz zum alten Recht kann unter der aktuellen Regelung sowohl ein Sitz im In- als auch im Ausland zu einer Anwendbarkeit des Gesetzes führen. Eine Betrachtung des Sitzbegriffs aus einer *internationalen Perspektive* ist deshalb unumgänglich. Hierfür auf die im internationalen Gesellschaftsrecht entwickelten Kriterien zurückzugreifen ist deshalb nicht nur naheliegend, sondern gebietet sich geradezu. Dies einerseits, weil der Sitzbegriff eine international stark umstrittene Thematik ist, sodass mindestens eine Konsistenz innerhalb der Schweizer Rechtsordnung dringend notwendig ist. Selbst

¹⁴²⁴ Siehe vorne [N 641](#).

¹⁴²⁵ Während die EBK sich für einen eigenständigen Sitzbegriff des Aufsichtsrechts aussprach, bestimmte die UEK zwar den Sitz in einem ersten Schritt nach dem Inkorporationsprinzip, überprüfte dann aber (i. S. d. EBK-Praxis), ob nicht ausnahmsweise der Ort der tatsächlichen Verwaltung massgebend sein sollte.

¹⁴²⁶ Siehe dazu vorne [N 454 ff.](#)

¹⁴²⁷ Botschaft BEHG 2011, 6884 und 6889; allerdings führt der Gesetzgeber dabei aus, dass unter dem alten Recht der statutarische Sitz massgebend gewesen sei, was aber eben stark umstritten war.

¹⁴²⁸ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7a; Praxiskommentar VegüV-SCHÄRER H., Art. 1 N 18; Sester et al., Finanzmarktaufsicht-TSCHÄNI/GABERTHÜEL, 1036; SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 11; TEDJANI, 154 f.

auf europäischer Ebene – auf welcher der Sitzbegriff ansonsten eine grosse Streitfrage darstellt – wird für den Bereich des Übernahmerechts zur Vereinfachung der internationalen Koordination mehrheitlich auf das Inkorporationsprinzip abgestellt.¹⁴²⁹ Wenn die Geltung der Inkorporationstheorie im Bereich des Übernahmerechts schon in Rechtsordnungen akzeptiert wird, welche ansonsten der Sitztheorie folgen, sollte dies für die Schweiz umso klarer sein.

Sodann handelt es sich m. E. um eine *gesellschaftsrechtliche Vorfrage*, die sich hier stellt: Da das Übernahmemaufsichtsrecht eine gesellschaftsrechtliche Komponente hat, ist die Frage nach dem Sitz der Gesellschaft in diesem Zusammenhang klar eine ebenfalls gesellschaftsrechtliche Frage. Eine solche kann nur über das System des international-privatrechtlichen Gesellschaftsrechts geklärt werden. Da in diesem Zusammenhang traditionelles internationales Privatrecht und Wirtschaftskollisionsrecht aufeinandertreffen, liegt es nahe, die beiden Gebiete durch ein übereinstimmendes Sitzverständnis zu verbinden, anstatt durch ein übernahmespezifisches, autonomes Sitzverständnis diese «Nabelschnur» zum internationalen Privatrecht zu durchtrennen.¹⁴³⁰ 688

Sodann entfällt unter dem geltenden Recht auch das Hauptargument für das Verständnis des faktischen Sitzes, da dies mit der Vermeidung von *negativen Normenkonflikten* begründet wurde. Unter dem aktuellen Recht stellt sich diese Problematik nicht mehr, da mit dem breiteren Anwendungsbereich auch ausländische Gesellschaften erfasst werden. Schliesslich legen auch *gesetzes-systematische Überlegungen* zum weiteren Verständnis des Sitzbegriffs im FinfraG nahe, dass der statutarische Sitz gemeint ist.¹⁴³¹ 689

Aus diesen Gründen ergibt sich eindeutig, dass der «Sitz» i. S. v. Art. 125 FinfraG nach der *Inkorporationstheorie* bzw. nach dem IPRG zu bestimmen ist. 690

Auch wenn unzweifelhaft ist, dass sich der Sitz im Grundsatz nach der Inkorporationstheorie bestimmt und gemäss Lehre unter dem neuen Recht «kein 691

¹⁴²⁹ So wird gar im deutschen Recht im Bereich des Übernahmerechts von der Massgeblichkeit des Satzungssitzes anstatt des sonst geltenden Verwaltungssitzes ausgegangen, insb. zur Vereinfachung der internationalen Koordination, siehe JOSEPHANS, Übernahmekollisionsrecht, 273 ff., 282; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht–GRASSL, § 5 N 50; VON HEIN, Kodifikation, 545 ff., 553 f.

¹⁴³⁰ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 222.

¹⁴³¹ So unterscheidet Art. 8 Abs. 1 FinfraG «Sitz und Hauptverwaltung» einer juristischen Person, was erkennen lässt, dass mit «Sitz» nicht der tatsächliche Verwaltungssitz gemeint ist.

Raum» für die «Tag Heuer»-Praxis mehr besteht,¹⁴³² so könnte – auf einer zweiten Ebene – gefragt werden, ob der *Rückgriff auf die Sitztheorie* noch in besonderen Konstellationen notwendig ist. In Frage kommt dies nur unter der Konstellation, dass zwar eine Kotierung in der Schweiz besteht, jedoch keine Hauptkotierung. In diesem Fall ist das FinfraG nur anwendbar, wenn der «Sitz der Gesellschaft» in der Schweiz ist. Wenn in diesem Fall der (statutarische) Sitz im Ausland ist, der Ort der tatsächlichen Verwaltung jedoch in der Schweiz, so stellt sich die Frage, ob hier immer noch ein Abstellen auf den tatsächlichen Sitz i. S. d. «Tag Heuer»-Praxis notwendig ist, um einen negativen Normenkonflikt zu verhindern. Meines Erachtens ist dies eindeutig zu verneinen: Der Gesetzgeber hat mit dem System von Art. 125 Abs. 1 FinfraG eine klare Wertung vorgenommen, indem er das FinfraG für anwendbar erklärt, wenn *insgesamt* ein genügender Bezug der Zielgesellschaft zur Schweiz unter Einbezug der (Haupt-)Kotierung und des Sitzes besteht. Ist der statutarische Sitz und die Hauptkotierung im Ausland gegeben, so hat die Gesellschaft schlicht keinen genügenden Bezug zur Schweiz, sodass selbst ein negativer Normenkonflikt kein Problem der Schweizer Rechtsordnung wäre. Dies gilt sogar dann, wenn der Ort der tatsächlichen Verwaltung in der Schweiz liegt, da auch in diesem Fall sowohl der ins Ausland verweisende statutarische Sitz als auch die Hauptkotierung im Ausland stärker zu gewichten sind. Der Gesetzgeber hat klargestellt, was er für die Anknüpfung als massgebend einordnet, sodass in der Tat kein Raum für die «Tag Heuer»-Praxis mehr bleibt.¹⁴³³ In gleicher Weise ist auch ein Abweichen vom Inkorporationsprinzip gestützt auf den Vorbehalt des fiktiven Sitzes,¹⁴³⁴ auf das allgemeine Rechtsmissbrauchsverbot oder gar auf die Notzuständigkeit (Art. 3 IPRG) oder Ausnahmeklausel (Art. 15 IPRG) hinfällig.¹⁴³⁵

- 692 Demzufolge ist der Sitz stets nach dem IPRG zu bestimmen, d. h. nach der Inkorporationstheorie. Die Literatur und Praxis zu Art. 125 FinfraG (bzw. Art. 22 aBEHG) verweisen für die Bestimmung des Sitzes lediglich – mehr im Sinne ei-

¹⁴³² SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 11.

¹⁴³³ So auch TEDJANI, 304 f.

¹⁴³⁴ Siehe dazu etwa BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 15.

¹⁴³⁵ Siehe ausführlich TEDJANI, 304 ff., welcher mögliche Abweichungen von der Inkorporationstheorie untersucht und zum Schluss kommt, dass eine Abmilderung der Inkorporationstheorie nicht notwendig sei.

ner Auslegungshilfe – auf Art. 154 IPRG bzw. das Inkorporationsprinzip.¹⁴³⁶ Art. 154 IPRG bestimmt allerdings nicht den Sitz, sondern das auf die Gesellschaft anwendbare Recht. Meines Erachtens kann die Bestimmung des Sitzes konkret auf die im IPRG enthaltene ausdrückliche Regelung in Art. 21 Abs. 2 gestützt werden, wonach als Sitz der Gesellschaft «der in den Statuten oder im Gesellschaftsvertrag bezeichnete Ort» gilt. Für Aktiengesellschaften (und entsprechende ausländische Gesellschaftsformen) dürfte überwiegend der in den Statuten bezeichnete Sitz relevant sein.¹⁴³⁷ Zur Bestimmung, ob die Zielgesellschaft ihren Sitz «in der Schweiz» (nach lit. a) oder «im Ausland» (nach lit. b) hat, ist demnach der in den Statuten genannte Ort relevant.

Demzufolge ist unter «Sitz» i. S. v. Art. 125 Abs. 1 FinfraG konsequent der statutarische Sitz i. S. d. IPRG zu verstehen. Für ein autonomes, übernahmerechtliches Sitzverständnis ist kein Raum.

693

3. Anknüpfungselement Kotierung

Neben dem Sitz bildet der *Kotierungsort* der Zielgesellschaft das zweite Anknüpfungselement von Art. 125 FinfraG. Dabei sind wiederum die alternativen Konstellationen nach lit. a und b zu unterscheiden, da diese unterschiedliche Anforderungen an die Kotierung stellen. Anders als in Bezug auf den Sitzbegriff hat sich hinsichtlich des Kotierungsbegriffs die Ausgangslage mit der Revision von 2013 nicht vereinfacht, sondern sie ist komplexer geworden, da der Begriff der «*Hauptkotierung*» in diesem Zusammenhang neu eingeführt wurde.

694

Das räumliche Kriterium von Art. 125 Abs. 1 FinfraG hinsichtlich Kotierung ist «an einer Börse in der Schweiz (haupt-)kотиert». Dieses Anknüpfungskriterium ist sehr stark mit dem sachlichen Anwendungsbereich verweben und kaum sauber davon zu trennen. Insbesondere der Begriff der Börsenkotierung ist primär dem sachlichen Anwendungsbereich zuzuordnen,¹⁴³⁸ spielt aber vorliegend bei der örtlichen Abgrenzung eine zentrale Bedeutung. Nachfolgend soll

695

¹⁴³⁶ BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 22 BEHG N 6; MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 125; SCHENKER, Übernahmerecht, 205 f.; TEDJANI, 154 f. stützt namentlich auf den Ort der Eintragung ins Handelsregister ab; ebenfalls nur auf die Inkorporationstheorie verweist i. d. R. ohne weitere Ausführungen die UEK, siehe Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers, E. 1a; Empfehlung 0159/01 der UEK vom 28.3.2003 i. S. Perutil SA, E. 2.2.

¹⁴³⁷ Art. 21 Abs. 2 IPRG sieht ferner vor, dass bei Fehlen einer solchen Sitzbezeichnung der Ort der tatsächlichen Verwaltung massgebend ist, was aber bei Gesellschaften, welche die Kotierungsvoraussetzungen erfüllen, nie ein Problem sein dürfte.

¹⁴³⁸ RÜEDI, 233 ff.

nur insoweit auf Kotierungs- bzw. Börsenbegriffe eingegangen werden, als dies für die räumlichen Merkmale relevant ist. Deshalb ist namentlich der Begriff der «Hauptkotierung» darzustellen.

3.1. Börse in der Schweiz

696 Als räumlicher Aspekt der Anknüpfung durch Art. 125 Abs. 1 FinfraG wird eine «Börse in der Schweiz» verlangt. Der Begriff der Börse ist im FinfraG ausführlich legaldefiniert (Art. 26 lit. b FinfraG: «Börse: eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt»¹⁴³⁹). Anders definiert gelten als Schweizer Börsen sämtliche Papierhandelsorganisationen, die der Bewilligungspflicht des FinfraG unterstehen.¹⁴⁴⁰ Der Erhalt einer Börsenbewilligung nach FinfraG setzt u. a. voraus, dass die Börse eine «juristische Person nach schweizerischem Recht mit Sitz und Hauptverwaltung in der Schweiz» ist.¹⁴⁴¹ Da damit als «Schweizer Börse» i. S. v. Art. 125 FinfraG nur Börsen mit (statutarischem und faktischem) Sitz in der Schweiz in Frage kommen, bestehen hinsichtlich der Frage, ob eine Börse «in der Schweiz» ist oder nicht, keine Schwierigkeiten.

697 Als Börse i. S. v. Art. 26 lit. b FinfraG – und somit auch als Schweizer Börsen i. S. v. Art. 125 FinfraG – gelten aktuell die SIX Swiss Exchange AG sowie die BX Swiss AG,¹⁴⁴² wobei in der (Übernahme-)Praxis v. a. Erstere von Bedeutung ist.¹⁴⁴³ Gemäss Lehre ist der Börsenbegriff des Übernahmerechts weiter zu fassen als nach der allgemeinen gesetzlichen Definition.¹⁴⁴⁴ Allerdings ist diese Auffassung auf eine Problematik zurückzuführen, die sich unter geltendem Recht nicht mehr stellt: Die UEK hatte auch «börsenähnliche Einrichtungen»

¹⁴³⁹ Siehe SK FinfraG-SCHOTT/WINKLER, Art. 26 N 21 ff.; zur historischen Entwicklung des Börsenbegriffs KÜNG/HUBER/KUSTER, Band I, § 5 N 1 ff.

¹⁴⁴⁰ Sester et al., Finanzmarktaufsicht-SCHENKER, 1080; siehe zur Bewilligungspflicht Art. 4 FinfraG.

¹⁴⁴¹ Art. 8 Abs. 1 FinfraG.

¹⁴⁴² Eine Liste der bewilligten schweizerischen Börsen ist auf der Website der FINMA abrufbar. Die Börsenqualität der BX Swiss AG anerkannt hat auch die UEK in ihrer Praxis, siehe Verfügung 637/01 der UEK vom 5.8.2016 i. S. Acron Helvetia VII Immobilien AG, lit. A.; Verfügung 622/01 der UEK vom 3.2.2016 i. S. AP Alternative Portfolio AG, lit. A und E. 1.

¹⁴⁴³ TEDJANI, 167.

¹⁴⁴⁴ So v. a. TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 17; ebenfalls RÜEDI, 235.

i. S. d. aBEHG unter den Börsenbegriff subsumiert, welche nicht unter die allgemeine Legaldefinition fielen.¹⁴⁴⁵ Ein weites Verständnis des Börsenbegriffs ist jedoch aus kollisionsrechtlicher Sicht ohnehin zu unterstützen.

Das FinfraG folgt in Bezug auf Handelsplätze dem Prinzip der Selbstregulierung,¹⁴⁴⁶ weshalb den Börsen eine weitgehende *Selbstregulierungskompetenz* eingeräumt wird (Art. 27 FinfraG). Jede Börse erlässt hinsichtlich Kotierungsvoraussetzungen etc. eigene Reglemente. Da die nachfolgende Darstellung – namentlich für den Begriff der Hauptkotierung – nicht losgelöst von diesen *Börsenreglementen* erfolgen kann, wird die Rechtslage (soweit notwendig) anhand der Ausgestaltung durch die SIX Swiss Exchange AG dargestellt. Da die diesbezüglichen Ausführungen nur für diese Börse zutreffen und die Börsenlandschaft sowie die Reglemente ohnehin schnellen Änderungen unterworfen sind, sollen die Ausführungen aber immer parallel auch abstrakt gehalten werden, sodass ihnen allgemeine Geltung zukommt.

698

3.2. Begriff der Kotierung

Das Anknüpfungssystem von Art. 125 Abs. 1 FinfraG verlangt weiter, dass die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft «*mindestens teilweise [an einer Börse in der Schweiz] kotiert sind*». Damit ist eine Kotierung Anwendungsvoraussetzung der übernahmeaufsichtsrechtlichen Regelungen, sei dies ganz oder teilweise.¹⁴⁴⁷ Eine Definition des Begriffs der Kotierung findet sich in Art. 2 lit. f FinfraG: «*Kotierung: Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse nach einem standardisierten Verfahren, in dem von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und an die Effekte geprüft werden*». Die Grundlage der Kotierung bildet das Kotierungsreglement der jeweiligen Börse,¹⁴⁴⁸ insbesondere das Kotierungsreglement (KR)¹⁴⁴⁹ der SIX Swiss Exchange.

699

Hinsichtlich der Details der Kotierung von Beteiligungsrechten im Allgemeinen sei auf die ausführliche Literatur hierzu verwiesen.¹⁴⁵⁰ Das Verständnis des

700

¹⁴⁴⁵ Empfehlung 0145/01 der UEK vom 15.10.2002 i. S. UDT Group Ltd.

¹⁴⁴⁶ PITSCHEN, 71 ff.; SK FinfraG-SCHOTT/WINKLER, Art. 27 N 1.

¹⁴⁴⁷ Zur Beschränkung auf börsenkotierte Gesellschaften und einer Kritik in Bezug auf die Angebotspflicht siehe GRUBER, 116 ff.

¹⁴⁴⁸ PITSCHEN, 141 ff.

¹⁴⁴⁹ Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange AG vom 25.10.2018 (Inkrafttreten am 1.7.2019).

¹⁴⁵⁰ Im Allgemeinen zur Kotierung siehe ausführlich PITSCHEN, 141 ff., aktueller SK FinfraG-BORENS/BAUMANN, Art. 2 lit. f; im Zusammenhang mit dem Übernahmerecht siehe etwa RÜEDI, 233 ff.; TEDJANI, 156 ff.

Kotierungsbegriffs aus Sicht des Übernahmerechts kennt jedoch gewisse Besonderheiten, insbesondere aufgrund der Praxis der UEK hierzu. Diese hat die Übernahmeregeln in verschiedenen Fällen auch auf nicht kotierte Beteiligungsrechte angewandt, etwa bei zeitlicher oder transaktioneller Nähe zur Kotierung (zur Verhinderung der Umgehung der Angebotspflicht).¹⁴⁵¹ In der Lehre wird deshalb teilweise gefordert, den Begriff der Kotierung im Sinne des Übernahmerechts sehr weit zu definieren.¹⁴⁵² Dem ist im Grundsatz zuzustimmen, wobei der wichtige Vorbehalt anzubringen ist, dass die Titel immer mit der *Zustimmung* bzw. mit dem Willen der betreffenden Zielgesellschaft zum Handel zugelassen sind.¹⁴⁵³ Diese Einschränkung – insbesondere, um die Kotierung vom faktischen Handel abzugrenzen – geht nicht aus der geltenden Legaldefinition von Art. 2 lit. f FinfraG hervor.

- 701 Die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft müssen nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG «*mindestens teilweise*» kotiert sein. Für die Anwendung der Übernahmeregeln ist damit ausreichend, dass ein Teil bzw. eine Kategorie der Beteiligungspapiere kotiert ist.¹⁴⁵⁴ Eine Teilkotierung kann insbesondere gegeben sein, wenn nur Partizipationsscheine kotiert wurden.¹⁴⁵⁵ Die Beteiligungspapiere, welche Gegenstand des Angebots sind, brauchen nicht selbst kotiert zu sein, solange (andere) kotierte Beteiligungsrechte der Zielgesellschaft existieren.¹⁴⁵⁶

¹⁴⁵¹ Siehe dazu Empfehlung 0141/02 der UEK vom 2.12.2003 i. S. Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt, E. 1.3.1 ff.; Empfehlung 0188/01 der UEK vom 31.3.2004 i. S. Clair Finanz Holding AG, E. 1; Empfehlung 0365/01 der UEK vom 5.5.2008 i. S. Eichhof Getränke Holding AG, E. 1; Verfügung 0550/01 der UEK vom 7.11.2013 i. S. Victoria-Jungfrau Collection AG, E. 1; Verfügung II 0556/02 der UEK vom 24.2.2014 i. S. Walter Meier AG, E. 1; sowie die ausführliche Kommentierung dieser Praxis bei RÜEDI, 238 ff.; zudem ROELLI, 282 ff.

¹⁴⁵² TEDJANI, 157.

¹⁴⁵³ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 10a; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 16 f.

¹⁴⁵⁴ SCHENKER, Übernahmerecht, 210; Verfügung 0684/01 der UEK vom 7.3.2018 i. S. Zug Estates Holding AG, E. 1.

¹⁴⁵⁵ SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 15; die Übernahmeregeln sind hingegen nicht anwendbar, wenn nur Anleihen kotiert wurden, da diese keine «Beteiligungspapiere» i. S. v. Art. 125 Abs. 1 FinfraG bzw. Art. 2 lit. i FinfraG darstellen.

¹⁴⁵⁶ Verfügung 0461/01 der UEK vom 16.11.2010 i. S. Transocean Ltd., E. 2; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 16 f.

Die Anwendungsvoraussetzung für die Übernahmeregeln der «Kotierung» der Beteiligungsrechte bietet somit keine besondere Hürde, sondern der Begriff wird – v. a. im Lichte der Praxis der UEK – weit verstanden. 702

3.3. Begriff der Hauptkotierung

a Grundlagen

Mehr Verständnisschwierigkeiten bereitet der Begriff der «Hauptkotierung» gemäss Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG. Hat eine Zielgesellschaft ihren Sitz im Ausland, so müssen für die Anwendbarkeit der Übernahmeregeln ihre Beteiligungsrechte in der Schweiz nicht nur kotiert, sondern «hauptkотиert» sein. Der Begriff der *Hauptkotierung* wurde erst mit der Revision des BEHG 2013 für den Anwendungsbereich der Meldepflichten und der Übernahmeregeln eingeführt, zuvor war er dem Schweizer Recht unbekannt.¹⁴⁵⁷ Ausserhalb des Übernahmereichs ist er der Schweizer Rechtsordnung ebenfalls fremd.¹⁴⁵⁸ 703

Zur Klärung des neuen Begriffs wurde er durch den Bundesrat in der FinfraV definiert bzw. näher umschrieben.¹⁴⁵⁹ 704

Art. 115 FinfraV:¹⁴⁶⁰

¹ Die Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland gelten als in der Schweiz hauptkотиert, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz.

Nach der Definition von Art. 115 Abs. 1 FinfraV sind Beteiligungsrechte demnach dann in der Schweiz hauptkотиert, wenn die Gesellschaft hier *hinsichtlich der Kotierung mindestens dieselben Pflichten zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz*. Interessanterweise hat der Bundesrat damit eine andere Definition gewählt als ursprünglich im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses vorgesehen. Gemäss der Botschaft zur Revision des BEHG 2013 sollte 705

¹⁴⁵⁷ Siehe Art. 22 aBEHG (2013) sowie Art. 53b aBEHV (2013); Botschaft BEHG 2011, 6889 und 6891.

¹⁴⁵⁸ Abgesehen von der Verwendung im Offenlegungsrecht, welches das Übernahmerecht in gewisser Weise ergänzt.

¹⁴⁵⁹ Der Bundesrat hatte gestützt auf Art. 157 Abs. 2 FinfraG die Kompetenz zum Erlass von Ausführungsbestimmungen.

¹⁴⁶⁰ Art. 116 FinfraV verweist für den im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten verwendeten Begriff der Hauptkotierung auf die Definition von Art. 115 FinfraV.

eine Gesellschaft an jener Börse hauptkотиert sein, «deren Regeln sie ausnahmslos zu beachten hat, auch wenn sie in Konflikt stehen mit den Regeln einer anderen Börse, an der die Gesellschaft kотиert ist.»¹⁴⁶¹

- 706 Im Folgenden ist der Begriff der Hauptkотиierung im Allgemeinen darzustellen und dabei parallel die aktuelle Regelung in der Praxis bei einer Kотиierung an der SIX aufzuzeigen.

b Einordnung der Definition nach geltendem Recht

- 707 Die Literatur verweist hinsichtlich des Begriffs der Hauptkотиierung weitgehend auf die Definition in der FinfraV.¹⁴⁶² Die Bedeutung in der Praxis unter den Reglementen der SIX ist nicht weiter problembehaftet.¹⁴⁶³ Doch wie sind die Definition bzw. ihre Kriterien aus theoretischer Sicht einzuordnen?
- 708 Die Begriffsbestimmung in der Verordnung knüpft primär an die *Pflichtenintensität* an, welche die Gesellschaft hinsichtlich Kотиierung und Aufrechterhaltung der Kотиierung hat.¹⁴⁶⁴ Entscheidend ist die Gleichwertigkeit des Pflichtenkatalogs mit kотиerten Gesellschaften, die ihren Sitz in der Schweiz haben. Eine Kотиierung ist mithin dann hauptsächlicher Art, wenn sie denselben (selbst-)regulatorischen Kотиierungsanforderungen genügen muss. Nicht relevant hingegen sind etwa wirtschaftliche oder quantitative Kriterien wie das Handelsvolumen an der Börse oder die Zahl kотиierter Beteiligungsrechte.
- 709 Mit anderen Worten muss die ausländische Gesellschaft, welche denselben Kотиierungspflichten wie inländische Gesellschaften untersteht, auch die Übernahmeregeln der Schweiz einhalten. Da auch die Übernahmeregeln der Zielgesellschaft Börsenfolgepflichten auferlegen,¹⁴⁶⁵ handelt es sich auch bei ihnen um Folgepflichten der Kотиierung in einem weiteren Sinne. Wenn also die Anwendbarkeit der Übernahmeregeln voraussetzte, dass ebendiese Pflichten (als Teil der Kотиierungspflichten) schon anwendbar sind, läge offensichtlich ein

¹⁴⁶¹ Botschaft BEHG 2011, 6889; zu den Unterschieden siehe sogleich [N 716](#).

¹⁴⁶² BLAAS, 26; FAHRLÄNDER, § 12 N 448; Sester et al., Finanzmarktaufsicht-SCHENKER, 1080; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 120 N 97; SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 13; TEDJANI, 172; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 15.

¹⁴⁶³ Siehe sogleich [N 711 ff.](#)

¹⁴⁶⁴ Siehe zu den Kотиierungspflichten (Prospektpflicht etc.) und den daraus folgenden Pflichten (Regelmeldepflichten, Rechnungslegung, Corporate Governance, Ad-hoc-Publizität etc.) etwa PITTSCHEN, 141 ff. und 163 ff.

¹⁴⁶⁵ Siehe etwa zur Anwendung der Übernahmeregeln als Folge der Kотиierung PITTSCHEN, 163 und 275 ff.

Zirkelschluss vor.¹⁴⁶⁶ Mit «Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse» i. S. v. Art. 115 Abs. 1 FinfraV können demzufolge nicht *alle* Börsenfolgepflichten gemeint sein. Die «Pflichten für die Kotierung» können klar als zeitlich der Kotierung vorgehend abgegrenzt werden bzw. als konstitutive Voraussetzungen der Kotierung.¹⁴⁶⁷ Es muss aber eruiert werden, welches die «Pflichten zur Aufrechterhaltung der Kotierung» sind. In der Literatur werden die Pflichten im Zusammenhang mit einer Kotierung auf verschiedene Weise eingeordnet.¹⁴⁶⁸ Jedenfalls werden die Übernahmeregeln von allen Autoren klar von den anderen Kotierungspflichten abgegrenzt, da sie sich als besondere, *ereignisbezogene* Verhaltenspflichten eigener Art darstellen.¹⁴⁶⁹ Die Einhaltung der Übernahmeregeln ist auch nicht Voraussetzung der Aufrechterhaltung der Kotierung. Deshalb erfasst der Begriff Pflichten i. S. v. Art. 115 Abs. 1 FinfraV die übernahmerechtlichen Pflichten nicht. Er umfasst hingegen den sich aus dem Kotierungsreglement ergebenden Katalog an Kotierungsaufrechterhaltungspflichten.¹⁴⁷⁰ Konkret heisst dies, die Pflichtenintensität misst sich insbesondere an den Meldepflichten, den Pflichten betreffend periodische Berichterstattung und Rechnungslegung, der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität sowie der Pflicht zur Offenlegung von Management-Transaktionen.¹⁴⁷¹

¹⁴⁶⁶ Dieser Gedankengang vermag unnötig zu scheinen, jedoch ist es denkbar, dass bei einer angestrebten (zusätzlichen) Kotierung das Bestehen einer Angebotspflicht am bisherigen Kotierungsort Voraussetzung für die zusätzliche Kotierung ist, so WEBER P./STANCHIERI, 223. Die Übernahmeregeln zu den Kotierungspflichten zu zählen, ist deshalb nicht gänzlich abwegig.

¹⁴⁶⁷ PITSCHEN, 127 ff., bezeichnet dies als «das Werden» des kotierten Unternehmens; im KR sind diese als «Pflichten im Hinblick auf die Kotierung» in Art. 27 ff. KR eingeordnet.

¹⁴⁶⁸ PITSCHEN, 163, unterscheidet zwischen gesellschaftsrechtlichen, börsenrechtlichen und kotierungsrechtlichen Folgen der Kotierung, wobei die Übernahmeregeln den börsenrechtlichen Folgen zugeordnet werden; ZOBL/KRAMER S., 90 ff., grenzen «Voraussetzungen für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung» von Meldepflichten und besonderen Verhaltenspflichten im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten ab; BÖCKLI, § 7 N 23 ff., unterscheidet zwischen ständigen Pflichten und ereignisbezogenen Pflichten, wobei das Übernahmerecht unter letztere Kategorie fällt.

¹⁴⁶⁹ BÖCKLI, 709; PITSCHEN, 275 ff.; ZOBL/KRAMER S., 107.

¹⁴⁷⁰ Im KR der SIX sind diese Pflichten unter dem Titel «Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung» eingeordnet, siehe Art. 49 ff. KR.

¹⁴⁷¹ Siehe zu diesen Pflichten etwa PITSCHEN, 165 ff., m. w. H.; zur Ad-hoc-Publizität bei Übernahmen etwa APPENZELLER, Ad hoc-Publizität, 462 ff.

- 710 Hauptkотиert im Sinne der FinfraV ist demnach eine ausländische Gesellschaft, wenn sie die Kotierungsvoraussetzungen sowie die vollen Pflichten zur Aufrechterhaltung der Kotierung nach den einschlägigen Börsenregularien für Schweizer Gesellschaften einhalten muss.

c Einordnung unter den Börsenregularien

- 711 Die Bestimmung, ob die Beteiligungsrechte einer Gesellschaft hauptkотиert sind oder nicht, ist demzufolge nur unter Konsultation des Kotierungsreglements der entsprechenden Börse möglich. Im Folgenden wird die Rechtslage anhand der Regularien der SIX¹⁴⁷² aufgezeigt. In den Erlassen der SIX wird der Begriff der Hauptkотиierung zwar nicht definiert, aber verwendet.¹⁴⁷³ Hauptkотиierung wird dabei synonym für Primärkотиierung verwendet («primärkотиert bzw. hauptkотиert»)¹⁴⁷⁴. Die Literatur geht entsprechend davon aus, dass sich die Begriffe Hauptkотиierung und Primärkотиierung unter der geltenden Ordnung der SIX decken,¹⁴⁷⁵ wovon im Gesetzgebungsprozess ausgegangen wurde¹⁴⁷⁶ und wovon auch die UEK in ihrer Praxis ausgeht.¹⁴⁷⁷ So unumstritten diese Frage unter aktuellem Recht ist, so klar ist auch, dass dies nicht notwendigerweise der Fall sein muss.¹⁴⁷⁸
- 712 Zur Beurteilung ist der Begriff der *Primärkотиierung* näher zu beleuchten: Die Primärkотиierung ist nur bei ausländischen Gesellschaften möglich, da diesbezüglich die zwei Kotierungsarten der Primär- und Sekundärkотиierung unter-

¹⁴⁷² Neben dem Kotierungsreglement sind auch folgende Richtlinie der SIX relevant: Richtlinie der SIX betr. Kotierung von ausländischen Gesellschaften (Richtlinie Ausländische Gesellschaften, RLAG) vom 20.3.2018; Richtlinie der SIX betr. Informationen zur Corporate Governance (Richtlinie Corporate Governance, RLCG) vom 20.3.2018; Richtlinie der SIX betr. Regelmeldepflichten für Emittenten mit Beteiligungsrechten (Beteiligungspapieren), Anleihen, Wandelrechten, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen (Richtlinie Regelmeldepflichten, RLRMP) vom 20.3.2018.

¹⁴⁷³ Siehe Art. 10 RLAG, Art. 3 RLCG, Art. 9 RLRMP.

¹⁴⁷⁴ So etwa Art. 10 RLAG.

¹⁴⁷⁵ BLAAS, 26; BOHRER/HARSCH/REHM/HUGGENBERGER/SPIEGEL 10; FAHRLÄNDER, § 12 N 448; PITSCHEN, 163; siehe TEDJANI, 172, welcher die Begriffe synonym verwendet.

¹⁴⁷⁶ Erläuterungsbericht Revision BEHV, 3.

¹⁴⁷⁷ Verfügung 0609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 1; Verfügung 0582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 1; Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation, E. 1.

¹⁴⁷⁸ BLAAS, 26; OFK BEHG-WEBER R., Art. 20 N 4; SK FinfraG-JUTZI/SCHÄREN, Art. 120 N 95.

schieden werden.¹⁴⁷⁹ Wenn der Emittent bei Einreichung des Kotierungsge-
suchs noch an keiner anderen Börse kotiert ist, so ist die Primärkotierung
die einzige Möglichkeit.¹⁴⁸⁰ Ist schon eine andere (regulatorisch anerkannte)
Kotierung gegeben, so kann der Emittent zwischen einer Primärkotierung
und einer Sekundärkotierung wählen.¹⁴⁸¹ Diese Wahlmöglichkeit besteht eben-
falls, wenn eine Gesellschaft *gleichzeitig* an zwei Börsen kotiert werden soll
(*Dual Listing*).¹⁴⁸² Bei Mehrfachkotierungen ist also zu unterscheiden zwischen
gleichzeitigen Mehrfachzulassungen und sukzessiven Mehrfachzulassun-
gen,¹⁴⁸³ wobei in beiden Konstellationen eine doppelte Primärkotierung gege-
ben sein kann oder aber eine Primär- und Sekundärkotierung.¹⁴⁸⁴

Die Sekundärkotierung sieht diverse Erleichterungen hinsichtlich der Pflichten vor, während die primärkotierten Gesellschaften denselben kotierungs-
rechtlichen Bestimmungen unterstehen wie die schweizerischen Emittenten.¹⁴⁸⁵ Hier ist also wiederum das Kriterium der Kotierungspflichtenintensität
von Art. 115 FinfraV aufzufinden. Die Begriffe Hauptkotierung und Primärkotie-
rung sind damit tatsächlich als deckungsgleich zu werten.¹⁴⁸⁶

713

Diese Kongruenz ist allerdings nur unter dem *aktuellen Rechtsrahmen* der SIX
so eindeutig. Schon der Gesetzgeber hatte vorausschauend festgehalten, dass
der Begriff Hauptkotierung «nicht notwendigerweise identisch mit dem in den
Reglementen der Börse verwendeten Begriff der Primärkotierung» ist.¹⁴⁸⁷ Er
hat klargestellt, dass der Begriff Hauptkotierung grundsätzlich unabhängig
von konkreten Börsenreglementen zu verstehen ist. Die Feststellung der Kon-
gruenz von Haupt- und Primärkotierung ist deshalb unter den Vorbehalt zu
stellen, dass sie bei geänderten Regularien oder hinsichtlich anderer Börsen
ihre Geltung verliert.

714

¹⁴⁷⁹ Art. 4 RLAG sowie 6 ff. RLAG für die Primärkotierung und Art. 12 ff. für die Sekundärkotie-
rung; PITSCHEN, 159; SCHLEIFFER/FISCHER D., 186; SK FinfraG–JUTZI/SCHÄREN, Art. 120 N 96.

¹⁴⁸⁰ Art. 4 Abs. 1 RLAG; FAHRLÄNDER, § 12 N 191.

¹⁴⁸¹ Art. 4 Abs. 1 RLAG.

¹⁴⁸² Art. 4 Abs. 2 RLAG.

¹⁴⁸³ JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 272.

¹⁴⁸⁴ Bzw. wäre im Ausland eine Kotierung gegeben, die aus Sicht der Regularien der SIX einer
Primärkotierung entsprechen.

¹⁴⁸⁵ Art. 10 RLAG; PITSCHEN, 160.

¹⁴⁸⁶ So stimmt schon Art. 10 RLAG, wonach «ausländische Emittenten mit primärkotierten
bzw. hauptkotierten Beteiligungsrechten... grundsätzlich dieselben Vorschriften betref-
fend die Aufrechterhaltung der Kotierung einhalten [müssen] wie Emittenten mit Sitz in
der Schweiz», inhaltlich mit Art. 115 FinfraV überein.

¹⁴⁸⁷ Botschaft BEHG 2011, 6889.

d Allgemeine Verortung des Begriffspaares Haupt- und Primärkotierung

- 715 Nachdem die Situation unter Einbezug der in der Praxis massgebenden Vorschriften der SIX dargelegt wurde, ist die «abstrakte» Definition nochmals zu überprüfen.
- 716 Zuerst ist auf die unterschiedlichen Definitionen in der FinfraV und der Botschaft zur Revision des BEHG zurückzukommen.¹⁴⁸⁸ Nach der Definition in der Botschaft ist eine Gesellschaft an jener Börse hauptkотиert, deren Regeln sie ausnahmslos zu beachten hat, auch wenn sie in Konflikt stehen mit den Regeln einer anderen Börse, an der die Gesellschaft kотиert ist.¹⁴⁸⁹ Diese Definition knüpft nicht nur an die Pflichtenintensität an, sondern auch an die Durchsetzungskraft der Börsenregeln namentlich bei Konflikten mit ausländischen Regeln. Sie ist insofern nicht präzise, als m. E. unklar bleibt, ob sich das Merkmal der Ausnahmslosigkeit auf den Umfang der Regeln bezieht oder nur auf den Fall des Normenkonflikts.¹⁴⁹⁰ Da wohl ersteres Verständnis beabsichtigt war, werden die Definitionen im Ergebnis übereinstimmen, auch nach dieser Definition wäre nämlich bei einer Primärkotierung an der SIX eine Hauptkotierung der Gesellschaft in diesem Sinne gegeben, da sie die Regeln der Börse ausnahmslos zu beachten hat.¹⁴⁹¹ Die Definition in der Botschaft bringt deshalb gegenüber derjenigen in der FinfraV keinen Mehrwert, sondern höchstens Unsicherheiten.
- 717 Interessanterweise war das Begriffspaar Hauptkotierung und Primärkotierung schon vor der gesetzlichen Einführung in der *Literatur* bekannt, hatte dort al-

¹⁴⁸⁸ Siehe dazu vorne [N 705](#).

¹⁴⁸⁹ Botschaft BEHG 2011, 6889.

¹⁴⁹⁰ Mit anderen Worten: Hat die Gesellschaft die Regeln ohne Ausnahmen zu beachten in dem Sinne, dass sie alle Kotierungspflichten in vollem Umfange (und dies selbst bei Normenkonflikten) einhalten muss; oder kann der Umfang der Pflichten zwar kleiner sein, diese werden aber ausnahmslos, d. h. auch im Falle von Normenkonflikten durchgesetzt.

¹⁴⁹¹ Die Regularien der SIX sehen keine ausdrückliche Normenkonfliktregelung vor. Hierfür ist jedoch das Instrument der Sekundärkotierung geschaffen: Indem weniger hohe Standards erfüllt werden müssen, werden auch Normenkonflikte über weite Strecken vermieden. Bei einer Mehrfachkotierung in Form einer Primärkotierung hat die Gesellschaft nach den Regularien der SIX alle Pflichten einzuhalten, explizite Ausnahmen im Falle von Normenkonflikten bestehen nicht. Deshalb kommt es in diesen Fällen auch durchaus zu Normenkonflikten, GERICKE, Marktrecht, 248; gemäss SK FinfraG-JUTZI/SCHÄREN, Art. 120 N 95, hingegen, ist auch aufgrund des Merkmals der Durchsetzung selbst in Normenkonfliktsituationen die Hauptkotierung von der Primärkotierung abzugrenzen.

lerdings eine andere – m. E. dogmatisch stringenter – Bedeutung. Auf der Suche nach der richtigen Anknüpfung im Übernahmerecht wurde nämlich lange vor der Revision des BEHG diskutiert, ob eine Anknüpfung an der Hauptkotierung (bzw. auch «Hauptbörsenplatz») oder an der Primärkotierung sinnvoller sei.¹⁴⁹² Die Begriffe Haupt- und Primärkotierung waren nicht deckungsgleich: Unter Hauptkotierung wurde dabei der Ort verstanden, an dem die *Mehrzahl der Beteiligungspapiere* kotiert waren bzw. die höchste Börsenkapitalisierung bestand.¹⁴⁹³ Die Primärkotierung hingegen bezeichnete denjenigen Ort, an dem die Gesellschaft ihre Anteile *erstmalig* kotierte; mithin war das zeitliche Element entscheidend.¹⁴⁹⁴ Bei der aktuellen Bedeutung der Primärkotierung hat das zeitliche bzw. historische Element keine Bedeutung mehr.¹⁴⁹⁵ Dass sich das Merkmal «primär» auf die Pflichtenintensität bezieht, ist deshalb insbesondere bei der Verwendung des Begriffspaares Primär- und Hauptkotierung nicht ohne Weiteres naheliegend.¹⁴⁹⁶

Der Gesetz- bzw. Ordnungsgeber hat sich zudem für die Massgeblichkeit der (pflichtenbezogenen) Hauptkotierung entschieden, obwohl sich die Schweizer Literatur für die (zeitbezogene) Primärkotierung ausspricht.¹⁴⁹⁷ Auch auf der Ebene der Europäischen Union – und entsprechend umgesetzt in den Mitgliedsstaaten – ist bei Mehrfachkotierungen das *Prioritätsprinzip* relevant, d. h. massgebend ist der Ort, wo die Wertpapiere erstmalig zum Handel

718

¹⁴⁹² Siehe RÜEDI, 110, m. w. H.

¹⁴⁹³ EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 376; JOSENHANS, 204 und 259 f., der aber sogleich auf die praktischen Schwierigkeiten bei der Bestimmung hinweist.

¹⁴⁹⁴ JOSENHANS, 205 und 258, welcher vom Ort der ersten Wertpapierzulassung spricht; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 280 f.; MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 126; RÜEDI, 111; TEDJANI, 172; VON HEIN, Grundfragen, 215, der von Haupthandelsplatz als Ort des schwerpunktmässigen Handels und von Prioritätsprinzip bei Massgeblichkeit des zeitlichen Elements spricht.

¹⁴⁹⁵ Eine Primärkotierung ist – wie gesehen – sowohl bei einer gleichzeitigen Doppelkotierung möglich als auch bei einer Zweitkotierung, in beiden Fällen ist sie nicht «primär» i. S. d. älteren Literatur.

¹⁴⁹⁶ Ähnlich TEDJANI, 172, der sich aber schliesslich der Terminologie der SIX und ihrer synonymen Verwendung von Primär- und Hauptkotierung anschliesst.

¹⁴⁹⁷ VON DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht, 231; sich ihm anschliessend insb. MEIER-SCHATZ/GASSER, Entwicklungen, 152; ZOBL/KRAMER S., 72; mit ausführlicher Auseinandersetzung RÜEDI, 110 ff.

zugelassen wurden.¹⁴⁹⁸ Auf den Zeitpunkt der Kotierung abzustellen, d. h. auf das Prioritätsprinzip, hätte aufgrund von dessen europäischer Verbreitung sicherlich international zu weniger Friktionen geführt.¹⁴⁹⁹

719 «Hauptkotierung» i. S. d. FinfraG bezeichnet damit nicht den Ort, wo die Anteile «zur Hauptsache» kotiert sind, d. h. wo schwerpunktmässig die (bedeutendste) Kotierung zu finden ist, sondern Hauptkotierungen in diesem Sinne können an mehreren Orten gleichzeitig bestehen.¹⁵⁰⁰ Damit hilft das Kriterium der Hauptkotierung – anders als sein Name es vermuten liesse – grundsätzlich nicht, um auf einen einzigen Ort zu verweisen und so positiven Normenkonflikten vorzubeugen. Allerdings können bei Mehrfachkotierungen stets Normenkonflikte entstehen. Auch bei Geltung des Prioritätsprinzips liessen sich solche unter der Schweizer Börsenregulierung dann nicht direkt vermeiden, wenn eine gleichzeitige Mehrfachkotierung erfolgt.¹⁵⁰¹ Bei einer Massgeblichkeit der Kotierungspflichtenintensität sind positive Normenkonflikte aber noch vermehrt zu erwarten. Das Kriterium der Hauptkotierung taugt deshalb – mindestens wenn es gemäss der Definition in der FinfraV verstanden wird – wenig als konfliktverhinderndes Anknüpfungskriterium.

720 Dass der Ordnungsgeber für die Definition von Hauptkotierung auf die Pflichtenintensität abstellt, ist damit weder dogmatisch naheliegend bzw. auf die hierzu entwickelte Doktrin zurückzuführen noch an die Regelung auf europäischer Ebene angelehnt, noch war dies vom Gesetzgeber ursprünglich in gleicher Weise vorgesehen. Immerhin zeichnet sich dieses Kriterium durch seine Einfachheit, Klarheit und Vorausschbarkeit aus.¹⁵⁰²

e Liste der hauptkotierten Gesellschaften

721 Um betreffend Hauptkotierung in der Praxis namentlich für die Anleger Klarheit zu schaffen, muss die Börse nach Art. 115 Abs. 2 FinfraV eine *Liste* mit den ausländischen Gesellschaften veröffentlichen, die in der Schweiz hauptkotiert

¹⁴⁹⁸ Siehe Art. 4 Abs. 2 lit. b Satz 2 der Übernahmerichtlinie sowie hierzu hinten [N 983 ff.](#); bei gleichzeitiger Mehrfachzulassung gilt Art. 4 Abs. 2 lit. c der Übernahmerichtlinie, wonach primär die Zielgesellschaft über die Unterwerfung unter eine Aufsicht entscheiden kann.

¹⁴⁹⁹ Siehe zum strikten bzw. starren Prioritätsprinzip in der Übernahmerichtlinie der Europäischen Union etwa JOSEPHANS, 258 f.

¹⁵⁰⁰ Siehe für ein Beispiel etwa Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation.

¹⁵⁰¹ Bzw. müsste dann die Gesellschaft entscheiden, welches die Primärkotierung darstellt (sofern die Rechtsordnungen ihr diese Wahlfreiheit einräumen).

¹⁵⁰² So TEDJANI, 309 f.

sind.¹⁵⁰³ Zudem müssen ausländische Gesellschaften mit Hauptkotierung in der Schweiz die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und damit verbundenen Stimmrechte veröffentlichen (Art. 115 Abs. 3 FinfraV). Da ausländische Gesellschaften nicht in der Schweiz im Handelsregister eingetragen sind und ausländischem Gesellschaftsrecht unterstehen, könnten Anleger ohne diese Information ihren Stimmrechtsanteil kaum berechnen und wären deshalb in Bezug auf die Angebotspflicht im Unklaren.¹⁵⁰⁴ Damit werden jegliche – zumindest praktischen – Unklarheiten im Zusammenhang mit der Hauptkotierung beseitigt.

4. Gesamtbetrachtung der Anknüpfungskriterien

Nachdem die einzelnen Anknüpfungsmerkmale von Art. 125 Abs. 1 FinfraG dargestellt wurden, ist die kombinierte Anknüpfung an den Sitz der Zielgesellschaft und den Kotierungsort aus einer *Gesamtperspektive* zu betrachten. 722

Der Sitz der Zielgesellschaft ist konsequent nach dem Inkorporationsprinzip des IPRG zu bestimmen, was wenig Schwierigkeiten bereiten dürfte. Der neu eingeführte Begriff der Hauptkotierung ist unter den geltenden Börsenregulativen deckungsgleich mit dem Begriff der Primärkotierung, wobei allein die Pflichtenintensität der Kotierung relevant ist. Damit verursacht der Begriff in der Praxis zwar keinerlei Schwierigkeiten, eine dogmatische Einordnung hingegen wirft eher Fragen auf. In der Praxis dürfte die Bestimmung des räumlichen Anwendungsbereichs unter Art. 125 Abs. 1 FinfraG damit kaum Probleme bereiten. Doch wie ist das Anknüpfungssystem aus einem breiteren theoretischen Blickwinkel einzuordnen? 723

4.1. Irrelevanz des Sitzes unter der geltenden Regelung?

Wie dargelegt ist unter der geltenden Regelung noch immer der Sitz der Gesellschaft *und* die Kotierung relevant. TEDJANI stellt jedoch zu Recht fest, dass Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, welche eine Kotierung in der Schweiz anstreben, ihre Anteile unter der geltenden Börsenregulierung faktisch nur «hauptkotieren» können.¹⁵⁰⁵ Zwar sind in diesem Zusammenhang die Begriffe Haupt- und Primärkotierung unbekannt, da die Börsenreglemente diese nur 724

¹⁵⁰³ Sester et al., Finanzmarktaufsicht-SCHENKER, 1080; die Liste ist abrufbar auf der Website der SIX Swiss Exchange AG; siehe dazu Mitteilung der Offenlegungsstelle der SIX I/13 «Hauptkotierte Gesellschaften mit Sitz im Ausland» vom 30.4.2013.

¹⁵⁰⁴ Erläuterungsbericht Revision BEHV, 3; BLAAS, 26.

¹⁵⁰⁵ TEDJANI, 174.

im Zusammenhang mit der Kotierung ausländischer Gesellschaften kennen.¹⁵⁰⁶ Da die Möglichkeit einer Sekundärkotierung ausländischen Gesellschaften vorbehalten ist,¹⁵⁰⁷ kann eine schweizerische Gesellschaft nur in einer Weise (in der Schweiz) kotiert sein, bei der sie die höchste Pflichtenintensität hinsichtlich der Kotierung zu erfüllen hat. Dies als Hauptkotierung i. S. v. Art. 115 FinfraV zu bezeichnen, wäre zwar insofern widersinnig, als sich die Hauptkotierung ja an den Pflichten schweizerischer Gesellschaften misst. Jedenfalls kann eine Gesellschaft unter der geltenden Börsenregulierung nicht i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG ihren Sitz in der Schweiz haben, aber in der Schweiz nur in dem Sinne zweit- bzw. sekundärkotiert sein, dass ein tieferer Pflichtenstandard erfüllt werden muss.

- 725 Damit verlangt Art. 125 Abs. 1 FinfraG mit «kotiert» i. S. v. lit. a faktisch dasselbe wie mit «hauptkotiert» i. S. v. lit. b. Daraus wiederum muss bei einer Gesamtbetrachtung von lit. a und b gefolgert werden, dass der Anwendungsbereich der Übernahmeregeln eröffnet wird, wenn eine Gesellschaft – unabhängig davon, wo ihr Sitz ist – an einer Börse in der Schweiz in einer Weise kotiert ist, dass sie *alle Pflichten im Zusammenhang mit der Kotierung einhalten muss*.
- 726 Das Anknüpfungskriterium des Sitzes verliert damit faktisch jegliche Relevanz. Massgebend ist allein die Pflichtenintensität hinsichtlich der Kotierung in der Schweiz. Unter der aktuellen Börsenregulierung ist demnach eine Unterscheidung zwischen den Konstellationen von lit. a und b hinfällig. Sobald eine Gesellschaft alle Kotierungspflichten an einer Schweizer Börse einhalten muss (sei dies als Primärkotierung einer ausländischen Gesellschaft oder als «gewöhnliche» Kotierung einer Schweizer Gesellschaft), sind die Übernahmeregeln grundsätzlich anwendbar. Derselbe Anwendungsbereich könnte auch erreicht werden, wenn (anstelle der Differenzierung in lit. a und b) die Anwendung schlicht voraussetzte, dass die Zielgesellschaft «an einer Börse in der Schweiz vollwertig kotiert ist», wobei «Vollwertigkeit» in diesem Sinne gegeben wäre, wenn die Zielgesellschaft alle Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung vollumfänglich einhalten muss.
- 727 Unter den aktuellen Börsenregularien ist damit das Anknüpfungsmerkmal des Sitzes in Art. 125 Abs. 1 FinfraG tatsächlich als *faktisch irrelevant* zu qualifizieren. Allerdings ist hier wiederum der Vorbehalt anzubringen, dass dieser Aussage *keine grundsätzliche Geltung* zukommt, sondern sie sich nur auf die aktu-

¹⁵⁰⁶ PITTSCHEN, 159; SCHLEIFFER/FISCHER D., 186; SK FinfraG-JUTZI/SCHÄREN, Art. 120 N 96.

¹⁵⁰⁷ GERICKE, Marktrecht, 248.

ell geltende Ausgestaltung der Börsenregularien der SIX in Kombination mit der geltenden Verordnungsdefinition des Begriffs «Hauptkotierung» bezieht. Die Unterscheidung von lit. a und b würde einerseits relevant, sobald eine Schweizer Gesellschaft mit (Haupt-)Kotierung im Ausland an einer Börse in der Schweiz eine Zweitkotierung erreichen könnte. Was aktuell nicht möglich ist, wäre sowohl aus regulatorischer als auch wirtschaftlicher Sicht ohne Weiteres denkbar.¹⁵⁰⁸ Sodann könnte die Unterscheidung wieder praktische Bedeutung erlangen, wenn der Begriff der Hauptkotierung anders definiert würde. Mit der Regelung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG in Kombination mit der Verordnungsdefinition scheint deshalb ein wenig an den praktischen Gegebenheiten der Börsenregulierung vorbei geliefert worden zu sein.¹⁵⁰⁹

Bei der Frage nach der Relevanz des Sitzes bietet sich vorab¹⁵¹⁰ ein kurzer *rechtsvergleichender Blick* ins nahe Ausland an: Den europäischen Vorgaben entsprechend sieht das deutsche WpÜG ebenfalls eine kombinierte Anknüpfung an den Zielgesellschaftssitz sowie den Marktzulassungsort vor.¹⁵¹¹ Bei einem Sitz der Zielgesellschaft im Inland und einer Börsenzulassung der Wertpapiere ausschliesslich im Ausland (aber innerhalb des EWR) ist das WpÜG (wenn auch beschränkt) anwendbar.¹⁵¹² Dem Sitz kommt dementsprechend anknüpfungstechnisch eine wichtigere Rolle zu als nach Art. 125 FinfraG. Auch im britischen City Code on Takeovers and Mergers – dem Regelungsvorbild des BEHG – wird dem Sitz mehr Bedeutung zugemessen. Der City Code ist auch auf Zielgesellschaften anwendbar, deren Beteiligungsrechte ausschliesslich im (aussereuropäischen) Ausland kotiert sind, sofern sich der statutarische Sitz sowie der Verwaltungssitz (*residency test*) im Inland befinden.¹⁵¹³ Auch wenn in diesen Rechtsordnungen die Kotierung ebenfalls zentral ist, zeigt der verglei-

728

¹⁵⁰⁸ So gibt es zahlreiche Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, welche ausschliesslich im Ausland kotiert sind. Dass solche Gesellschaften noch eine Zweitkotierung in der Schweiz suchen, ist nicht ausgeschlossen. Siehe für Beispiele von ausschliesslich im Ausland kotierten Gesellschaften WEBER P./STANCHIERI, 196 f.

¹⁵⁰⁹ Wie die Börse in der Schweiz sehen nämlich auch ausländische Börsenplätze regelmässig vor, dass heimische Gesellschaften dort nur hauptkotiert werden können, GERICKE, Markt-recht, 248; in diesen Fällen besteht kaum ein Bedarf einer zusätzlichen Übernahmeregulierung durch die Schweiz, weshalb hier auch ein Verzicht der Anwendbarkeit der Übernahmeregeln denkbar gewesen wäre.

¹⁵¹⁰ Siehe zu einer ausführlicheren rechtsvergleichenden Darstellung hinten [N 962 ff.](#)

¹⁵¹¹ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 425 ff.; JOSENHANS, 219.

¹⁵¹² MüKo AktG-WACKERBARTH, § 1 N 31; zur Spaltung der Anwendbarkeit ausführlich hinten [N 969 ff.](#)

¹⁵¹³ Siehe section 3(a)(II) der «Introduction» des City Code on Takeovers and Mergers; KERSHAW, 147 f.

chende Blick, dass andere Rechtsordnungen für die Anwendbarkeit – zumindest bei gewissen Konstellationen – einen Sitz der Zielgesellschaft im Inland genügen lassen. Die Irrelevanz des Sitzes entspricht deshalb *nicht* einem (euro-)internationalen Trend.

4.2. (Heimlicher) Konzeptionswechsel zu Marktanknüpfung?

- 729 Als Konsequenz des weitgehenden Bedeutungsverlusts des Sitzes unter Art. 125 Abs. 1 FinfraG tritt der Kotierungsort ins unmittelbare Scheinwerferlicht. Der Kotierungsort kann schon nach der gesetzgeberischen Konzeption als *Hauptanknüpfungskriterium* betitelt werden. Diese Aussage ist insofern unter den geltenden Börsenregularien der SIX noch zuzuspitzen, als sich der Kotierungsort hier faktisch als allein massgebendes Kriterium erweist. Doch wie ist diese Dominanz des Kotierungsortes aus kollisionsrechtlicher Sicht einzuordnen? Es ist bei der Beantwortung klar zwischen der *theoretischen Konzeption* durch den Gesetzgeber und der *tatsächlichen aktuellen Ausgestaltung* aufgrund der Börsenregularien zu unterscheiden.
- 730 Wenn das gesellschaftsrechtliche Anknüpfungskriterium des Sitzes faktisch aufgegeben wurde, so drängt sich die Frage auf, ob der Gesetzgeber hier still und leise einen Wandel zur *reinen Massgeblichkeit des Kotierungsortes* vollziehen wollte. Das ist aber m. E. zu verneinen: Dieses Ergebnis ist nicht auf einen Grundsatzentscheid des Gesetzgebers zurückzuführen, sondern vielmehr das (wohl nicht in allen Details antizipierte) Resultat der aktuellen Börsenregulierung. Bei der Gesetzgebung stand die Vermeidung von negativen Normenkonflikten im Vordergrund.¹⁵¹⁴ Die Einführung des Kriteriums der Hauptkotierung und die Lockerung des Sitzkriteriums sollte der Ausdehnung des Anwendungsbereichs dienen, jedoch nicht das gesamte Anknüpfungssystem aus den Angeln heben.
- 731 Dies bestätigt die an früherer Stelle vorgenommene Feststellung, dass die Revision von praktischen Überlegungen geprägt war, es aber an einer dogmatischen Auseinandersetzung aus kollisionsrechtlicher Sicht fehlte.¹⁵¹⁵ Wie vorne dargelegt, ist die theoretische Konzeption von Art. 125 Abs. 1 FinfraG grundsätzlich dergestalt, dass Sitz und Kotierung im Sinne einer Gesamtbetrachtung einen genügenden Bezug zur Schweiz ergeben sollen.¹⁵¹⁶ In der gesetzlichen Konzeption ist Abs. 1 hybrider Natur, indem er die (gesellschaftsrechtliche)

¹⁵¹⁴ Siehe vorne [N 647](#).

¹⁵¹⁵ Siehe vorne [N 677](#).

¹⁵¹⁶ Siehe vorne [N 675](#).

Komponente Sitz und die (kapitalmarktrechtliche) Komponente Markt kombiniert berücksichtigt, was aus kollisionsrechtlicher Sicht als dem Grundsatz des engsten räumlichen Zusammenhangs folgend eingeordnet werden kann. Unter den geltenden Regularien der Börse in der Schweiz muss dies als missglückter Versuch bezeichnet werden. Ein gänzlicher Verzicht auf das gesellschaftsrechtliche Kriterium des Sitzes wäre insofern konsequent gewesen, als er dem in der Lehre geforderten Systemwechsel zu einer ausschliesslichen Marktanknüpfung entsprochen hätte.¹⁵¹⁷

Auch wenn kein bewusster Wandel zur alleinigen Massgeblichkeit des Kotierungsortes durch den Gesetzgeber vorgenommen wurde, stellt sich die Frage, ob die Anknüpfung aufgrund der festgestellten Dominanz des Kotierungsortes als *wirtschaftskollisionsrechtliche Marktanknüpfung* zu qualifizieren ist. Auf der Grundlage von wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen wurde schon länger gefordert, öffentliche Übernahmeangebote an den Markt anzuknüpfen,¹⁵¹⁸ wobei der Marktort primär beim Börsenplatz bzw. Kotierungsort gefunden wird (Marktortprinzip).¹⁵¹⁹ Bei Marktanknüpfungen werden in erster Linie die Auswirkungen auf den Markt betrachtet, im Vordergrund steht das Auswirkungsprinzip.¹⁵²⁰ Solche Anknüpfungen haben sich namentlich in den USA durchgesetzt,¹⁵²¹ wurden – in verschiedenen Ausprägungen – in der Literatur aber auch schon für die Schweiz gefordert.¹⁵²²

Bei Art. 125 Abs. 1 FinfraG ist nun primär der Kotierungsort entscheidend. Am Kotierungsort sind zwar die Auswirkungen eines Übernahmeangebots in der Regel sehr stark.¹⁵²³ Trotzdem stehen bei der Anknüpfung der Übernahmeregeln des FinfraG m. E. nicht die Auswirkungen im Vordergrund: Wie vorne ausgeführt, knüpft der Begriff der Hauptkotierung an die Pflichtenintensität an

¹⁵¹⁷ Siehe ausführlich RÜEDI, 110 ff.; VON DER CRONE, Entwicklungen im Übernahmerecht, 231; ZOBL/KRAMER S., 72.

¹⁵¹⁸ So insb. schon SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.; SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 152 ff.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 121 ff. und N 422; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 225.

¹⁵¹⁹ Siehe vorne [N 286](#); ASSMANN, Grosskomm. AktG, Einl. N 720; für eine Diskussion der Lokalisierung des Marktes siehe WINKELMANN, 69 ff.

¹⁵²⁰ Ausführlich dazu etwa RÜEDI, 73 ff.; EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379.

¹⁵²¹ FAHRLÄNDER, § 12 N 461.

¹⁵²² RÜEDI orientiert die Anknüpfung methodisch allgemein am Auswirkungsprinzip und am Schutzzweck des zugrundeliegenden Sachrechts; RÜEDI, 31 ff., 61; grundlegend SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.; siehe vorne [N 627](#).

¹⁵²³ RÜEDI, 94.

732

733

und eben nicht an den Umfang der Börsenkapitalisierung oder die Zahl der betroffenen Anleger im Sinne eines Abstellens auf die Auswirkungen. Selbst wenn also der Gesellschaftssitz (als marktfremdes Anknüpfungskriterium) bei der Anknüpfung wegfällt, liegt keine eigentliche Marktanknüpfung vor. Berücksichtigt man dazu, dass gemäss gesetzlicher Konzeption von Art. 125 FinfraG auch der Sitz massgebend sein sollte, so wird klar, dass hier keine reine Marktanknüpfung auszumachen ist. Da Marktaspekte eben nur einen Teilbereich der Übernahme abbilden, wurde auch keine reine Marktanknüpfung gewählt.

- 734 Deshalb muss gefolgert werden, dass zwar der Kotierungsort als anknüpfungsdominierend betitelt werden kann, nichtsdestotrotz kein konsequenter Wandel hin zu einer reinen Marktanknüpfung auszumachen ist.

4.3. Loslösung von der Übereinstimmung mit dem anwendbaren Gesellschaftsrecht

- 735 Der Bedeutungsverlust des Sitzes für die Anknüpfung der Übernahmeregeln löst den räumlichen Anwendungsbereich allgemein vom internationalen Gesellschaftsrecht. Darüber hinaus entfällt die frühere (weitgehend) zwingende Übereinstimmung von anwendbarem Gesellschaftsrecht und Schweizer Übernahmemaufsichtsrecht: Mit der kumulativen Anknüpfung an Sitz und Kotierung unter dem alten Recht wurde ein Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Übernahmemaufsichtsstatut vermieden.¹⁵²⁴ Das Schweizer Übernahmemaufsichtsrecht konnte nur anwendbar sein, wenn der statutarische Sitz der Gesellschaft in der Schweiz war, sodass gemäss Inkorporationsprinzip immer auch Schweizer Gesellschaftsrecht anwendbar war.¹⁵²⁵ Mit der revidierten Regelung ist nun ohne Weiteres möglich, dass das Schweizer Übernahmemaufsichtsrecht zur Anwendung kommt, während auf die Zielgesellschaft ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar ist.¹⁵²⁶

¹⁵²⁴ Das Gesagte gilt nur betreffend Schweizer Übernahmerecht. Ein ausländisches Aufsichtsrecht konnte sich immer auf eine Transaktion mit einer schweizerischen Zielgesellschaft anwendbar zeigen.

¹⁵²⁵ Mit Ausnahme des Sonderfalls gemäss «Tag Heuer»-Praxis, welcher aber die seltene Ausnahme war in zahlreichen Fällen der UEK.

¹⁵²⁶ Umgekehrt ist aufgrund des Anwendungsverzichts nach Abs. 2 auch möglich, dass auf eine in der Schweiz inkorporierte Zielgesellschaft ausschliesslich ausländisches Übernahmemaufsichtsrecht anwendbar ist.

Das *Auseinanderfallen* von anwendbarem Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht wird zu Friktionen führen, die vor der Revision unbekannt waren.¹⁵²⁷ Dies zeigt sich in gewisser Weise schon auf der Ebene der Anknüpfung, indem im Rahmen der Definition der Hauptkotierung von Art. 115 FinfraV in Abs. 3 eine Regelung betreffend Stimmrechte eingeführt werden musste, um Klarheit in Bezug auf ausländischem Gesellschaftsrecht unterliegende Zielgesellschaften zu schaffen. Ist ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar, so bestehen aus Sicht der Schweizer Übernahmeregeln etwa Schwierigkeiten betreffend Berechnung der Stimmrechtsanteile, Opting-out, Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats und den Squeeze-out, da diese Aspekte einer Übernahme gesellschaftsrechtliche Fragen aufwerfen.¹⁵²⁸ 736

Art. 125 Abs. 1 FinfraG hat sich hinsichtlich der räumlichen Anwendung vom gesellschaftsrechtlichen Kriterium des Sitzes weitgehend gelöst. Damit können zwar negative Anwendungskonflikte vermieden werden, allerdings unter Erhöhung der Gefahr von Friktionen mit dem Gesellschaftsrecht. 737

4.4. Vergleich des Anwendungsbereichs bei der Meldepflicht

Die Problematik der kollisionsrechtlichen Erwägungen im Zusammenhang mit dem örtlichen Anwendungsbereich des FinfraG stellen sich in ähnlicher Weise bei der *Pflicht zur Offenlegung* von Beteiligungen nach Art. 120 ff. FinfraG. Diese kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten sind eng mit dem Übernahmerecht verknüpft, da sie u. a. den Zweck verfolgen, als Warnindikator frühzeitig Übernahmeabsichten aufzudecken und damit überraschende Übernahmeaktionen zu erschweren.¹⁵²⁹ Auch Art. 120 Abs. 1 FinfraG definiert (u. a.) den räumlichen Anwendungsbereich der Meldepflichten, wobei ebenfalls eine 738

¹⁵²⁷ Siehe für ein Beispiel etwa den Fall «Telemedicine», Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd.

¹⁵²⁸ So TEDJANI, 218 ff., welcher die Schweizer Übernahmeregeln ausführlich auf ihre gesellschaftsrechtlichen Bezüge untersucht; siehe hierzu hinten [N 1008 ff.](#)

¹⁵²⁹ ZOBL/KRAMER S., 125; siehe zu Art. 120 FinfraG allgemein etwa SK FinfraG-JUTZI/SCHÄREN, Art. 120.

kombinierte Anknüpfung an den Sitz der Gesellschaft und den (Haupt-)Kotierungsort erfolgt, grundsätzlich in gleicher Weise wie bei den Übernahmeregeln.¹⁵³⁰

- 739 Interessanterweise war dies unter der alten Regelung noch nicht so, dort hatten die entsprechenden Art. 20 und 22 aBEHG (1995) noch einen unterschiedlichen Wortlaut,¹⁵³¹ was im Zusammenhang mit der «Tag Heuer»-Praxis zur Diskussion führte, ob diesem Unterschied eine gesetzgeberische Intention zugrunde liege oder nicht.¹⁵³² Jedenfalls wurde diese Differenz nun bereinigt.¹⁵³³ Das Offenlegungsrecht knüpft demzufolge deckungsgleich mit den Übernahmeregeln an. Die zum Offenlegungsrecht vorgebrachten Ausführungen zum örtlichen Anwendungsbereich können deshalb auch für das Übernahmehaufsichtsrecht Geltung beanspruchen. Jedoch kennt das Offenlegungsrecht keinen Anwendungsverzicht bei Normenkonflikten, wie dies in Art. 125 Abs. 2 FinfraG vorgesehen ist. Daraus wird klar ersichtlich, dass die Gefahr von Normenkonflikten eben typisch für das (eigentliche) Übernahmehaufsichtsrecht ist: Meldepflichten für eine Transaktion können auch in mehreren Staaten gleichzeitig wahrgenommen werden, d. h. bei einer kumulativen Rechtsanwendung drohen keine Normenkonflikte. Im Übernahmehaufsichtsrecht hingegen besteht bei gleichzeitiger Anwendbarkeit zweier Rechtsordnungen die Gefahr von Komplikationen, weshalb eine explizite Normenkonfliktregelung notwendig war.¹⁵³⁴

4.5. Kollisionsrechtliche Bedeutung des Opting-out

- 740 Im Zusammenhang mit dem Anwendungsbereich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG ist ebenfalls auf die Möglichkeit des Opting-out nach den Absätzen 3 und 4 einzugehen. Danach besteht die statutarische Möglichkeit, die Anwendung der

¹⁵³⁰ Der diesbezügliche Wortlaut ist nahezu identisch. Kleinere Abweichungen sind allerdings auszumachen, so verlangt Art. 120 Abs. 1 FinfraG insb., dass die Beteiligungsrechte «in der Schweiz (haupt-)kотиert» sind, während Art. 125 Abs. 1 FinfraG «an einer Börse in der Schweiz kотиert» voraussetzt. Diese Abweichungen sind aber – zumindest für den örtlichen Anwendungsbereich – nicht relevant.

¹⁵³¹ Während das aBEHG (1995) in Art. 20 «Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz» verwendete, sprach es in Art. 22 von «schweizerischer Gesellschaft», was die Diskussionen bezüglich Sitzbestimmung auslöste.

¹⁵³² Siehe etwa MEIER-SCHATZ/GASSER, Entwicklungen, 143 ff.; BSK BEHG-WEBER R., Art. 20 BEHG N 49.

¹⁵³³ So knüpfen das Offenlegungs- und Übernahmehaufsichtsrecht nicht nur an den «Sitz der Gesellschaft» und die «(Haupt-)Kotierung» an, sondern stimmen nun gar die Definitionen von «Hauptkotiierung» in Art. 115 und 116 FinfraV überein.

¹⁵³⁴ Siehe zur besonderen Gefahr von Normenkonflikten bei Übernahmen hinten [N 755 ff.](#)

Angebotspflicht auszuschliessen.¹⁵³⁵ Da die Regelung zum Opting-out unter Art. 125 FinfraG und somit unter dem Titel des Geltungsbereichs der Übernahmeregeln eingeordnet ist, stellt sich die Frage, was die kollisionsrechtliche Bedeutung eines Opting-out ist.

Mittels Opting-out kann nur die Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG wegbedungen werden, an der grundsätzlichen (räumlichen) Geltung der Übernahmeregeln ändert sich hingegen nichts. Auch bei einem Opting-out sind Art. 125 ff. FinfraG trotzdem auf die Gesellschaft anwendbar, einzig isoliert nicht anwendbar ist die Sachnorm Art. 135 (und 163) FinfraG. Ein Opting-out hat deshalb – trotz seiner m. E. gesetzssystematisch falschen Einordnung unter der Bestimmung zum Geltungsbereich –¹⁵³⁶ keine kollisionsrechtliche Wirkung, da es allgemein am (räumlichen) Anwendungsbereich der Übernahmeregeln nichts ändert. Mit anderen Worten bleibt der räumliche Anwendungsbereich trotz des Opting-out derselbe, während sich der Umfang der Pflichten reduziert.

741

In diesem Zusammenhang ist auf die interessante Frage hinzuweisen, ob Gesellschaften mit Sitz *im Ausland* ein Opting-out vornehmen können. Gemäss dem Wortlaut von Art. 125 FinfraG können alle Zielgesellschaften i. S. v. Abs. 1 eine Opting-out-Klausel aufnehmen.¹⁵³⁷ Damit hätten auch Gesellschaften mit Sitz im Ausland (bei einer Hauptkotierung in der Schweiz), welche ausländischem Gesellschaftsrecht unterstehen, Zugang zu einem Opting-out. Eine mögliche Anwendung auf ausländische Zielgesellschaften würde interessante Folgefragen aufwerfen, namentlich, was die Anforderungen an die statutarische Grundlage – bzw. die Grundlage in entsprechenden Unternehmensverfassungen bzw. Satzungen nach ausländischem Gesellschaftsrecht – betrifft. Zudem verweist Abs. 4 für die Anforderungen an ein Opting-out nach der Kotierung explizit auf das schweizerische OR, obwohl dieses auf die Zielgesell-

742

¹⁵³⁵ Diese Besonderheit des schweizerischen Übernahmerechts geht auf einen gesetzgeberischen Kompromiss zurück: Da die Angebotspflicht in den parlamentarischen Beratungen zum BEHG höchst umstritten war, wurde sie letztlich zwar im Gesetz verankert, aber eben mit der Ausnahmemöglichkeit der Abwahl im Rahmen der Statuten, siehe zur Entstehungsgeschichte m. w. H. etwa BERNET, 69 ff., und FREI, 167 ff.; siehe zur aktuellen Praxis der UEK zum Opting-out etwa Verfügung 703/01 der UEK vom 9.8.2018 i. S. Ceva Logistics AG; Verfügung 646/01 der UEK vom 17.11.2016 i. S. Acron Helvetia VII Immobilien AG; Verfügung 0594/01 der UEK vom 5.3.2015 i. S. Sika AG.

¹⁵³⁶ Dazu schon vorne [N 658](#).

¹⁵³⁷ Abs. 3 spricht von «die Gesellschaften», womit nur die Zielgesellschaften i. S. v. Abs. 1 gemeint sein können, d. h. auch Gesellschaften mit Sitz im Ausland nach lit. b, welche in der Schweiz hauptkотиert sind; so auch FAHRLÄNDER, § 12 N 456.

schaft gar nicht anwendbar wäre. Daraus könnte abgeleitet werden, dass sich die Opting-out-Regelung nur auf Gesellschaften mit statutarischem Sitz in der Schweiz bezieht.

- 743 Ist ein Opting-out auch bei ausländischen Gesellschaften möglich, so wäre zu diskutieren, ob Art. 706 OR (als Norm des Schweizer Gesellschaftsrechts) dann aufgrund des Verweises in Art. 125 Abs. 4 FinfraG auch anwendbar wäre, obwohl die Zielgesellschaft ausländischem Gesellschaftsrecht untersteht. Der Verweis auf das OR könnte mithin bei ausländischen Gesellschaften entweder sinngemäss als Verweis auf das ausländische Gesellschaftsrecht verstanden werden. Das hiesse, dass nach dem eigentlich anwendbaren (ausländischen) Gesellschaftsrecht zu prüfen ist, ob eine Aktionärsungleichbehandlung gegeben ist. Oder aber dies wird als «statischer Verweis» verstanden, in dem Sinne, dass auch bei ausländischen Gesellschaften das Opting-out immer an Art. 706 OR zu messen wäre.
- 744 Die Bejahung der Möglichkeit des Opting-out bei ausländischen Zielgesellschaften würde deshalb zwar gewisse praktische Unklarheiten nach sich ziehen. Eine sinngemässe Anwendung muss aber m. E. möglich sein: Das Opting-out bildet einen zentralen Aspekt der Regelung im FinfraG, indem die grundsätzlich zwingende Ausgestaltung durch den Gesetzgeber in einer gewissen Weise gemildert und der Privatautonomie zugewiesen werden sollte. Diese Möglichkeit muss auch ausländischen Zielgesellschaften offenstehen, da ansonsten das «Gesamtpaket» der Regeln von Art. 125 ff. FinfraG – als gesetzgeberische Kompromisslösung – verfälscht würde. Das international-privatrechtliche Institut der «Anpassung» erlaubt gestützt auf kollisionsrechtliche Erwägungen die Modifizierung von Sachnormen. Bei der Auslegung von Art. 125 Abs. 4 FinfraG erlaubt dies eine gewisse Modifizierung und ein sinngemässes Verständnis auf Basis des ausländischen Gesellschaftsrechts. Eine solche sinngemässe Anwendung der Voraussetzungen des Opting-out dürfte auch praktisch handhabbar sein, etwa in Bezug auf die Anforderungen an die «statutarische» Form. Ob eine Aktionärsungleichbehandlung gegeben ist, hat primär nach dem anwendbaren ausländischem Gesellschaftsrecht geprüft zu werden.¹⁵³⁸ Art. 706 OR sollte jedoch als Auffangnorm dienen, welche greift, sofern das ausländische Recht keine entsprechende Regelung kennt. Ihre Anwendbarkeit lässt sich in diesen Fällen über den Verweis im FinfraG auch für eine ausländische Gesellschaft begründen.

¹⁵³⁸ Art. 125 Abs. 4 FinfraG ist primär als Kompetenznorm bzw. prozedurale Verweisnorm zu sehen, welche der UEK erlaubt, eine gesellschaftsrechtliche Frage zu beurteilen, siehe hinten [N 1016](#).

4.6. Exkurs: freiwillige Unterstellung

Es kann für die an einer Übernahme beteiligten Parteien unangenehm sein, im regulierungsfreien Raum zu operieren,¹⁵³⁹ sodass sich im Zusammenhang mit dem Anwendungsbereich der Übernahmeregeln die Frage aufdrängen kann, ob sich Gesellschaften *freiwillig* den Regeln von Art. 125 ff. FinfraG unterwerfen können. 745

Was unter der alten Bestimmung zum Anwendungsbereich eine grössere Thematik war,¹⁵⁴⁰ ist seit der (mit der Revision einhergegangenen) Ausdehnung des Anwendungsbereichs weniger aktuell. Hatte die UEK unter dem alten Recht noch Bereitschaft signalisiert, freiwillige Unterstellungen unter gewissen Voraussetzungen anzunehmen, so ist dies unter geltendem Recht weniger zu erwarten, zumal die Übernahmeregeln in dieser Konstellation nun ohnehin anwendbar wären.¹⁵⁴¹ 746

Unter dem geltenden Recht kann die Frage nach einer freiwilligen Unterstellung etwa noch auftauchen, wenn eine schweizerische Gesellschaft ausschliesslich im Ausland (haupt-)kотиert ist, dieses Recht aber keine Angebotspflicht vorsieht (oder sich allgemein bei solchen Konstellationen nicht für anwendbar erklärt).¹⁵⁴² Eine freiwillige Unterstellung wird in der Form der Referenzierung der Schweizer Übernahmeregeln in den Statuten oder mittels vertraglicher Lösung diskutiert.¹⁵⁴³ In jedem Fall ist ihre materiell-rechtliche Gültigkeit aber höchst fraglich und eine solche Unterstellung in der Praxis mit erheblichen Unsicherheiten und Problemen behaftet.¹⁵⁴⁴ Meines Erachtens ist 747

¹⁵³⁹ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 1 N 7.

¹⁵⁴⁰ Siehe etwa die ausführliche Darstellung der Problematik der freiwilligen Unterstellung bei RÜEDI, 181 ff.; sodann etwa GNOS/HÄNNI, 211 ff.

¹⁵⁴¹ Empfehlung 0049/02 der UEK Vom 21.9.1999 i. S. TAG Heuer International SA, E. 2; siehe aber später die Mitteilung der UEK vom 2.11.2009 i. S. BioXell S.p.A., in welcher die UEK eine freiwillige Unterstellung nicht annahm. Siehe für eine Kommentierung der Praxis der UEK in diesem Zusammenhang, RÜEDI, 185 ff.

¹⁵⁴² WEBER P./STANCHIERI, 222 ff.; siehe zu den Konstellationen möglicher negativer Normenkonflikte hinten [N 1328 ff.](#)

¹⁵⁴³ RÜEDI, 189; WEBER P./STANCHIERI, 224 ff.; die statutarische Variante wurde im eben zitierten Fall der BioXell S.p.A. versucht.

¹⁵⁴⁴ Eine statutarische Verpflichtung würde den Aktionären Pflichten auferlegen, welche über die Liberierungspflicht hinausgeht, was gegen Art. 680 Abs. 1 OR verstösst; siehe etwa BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 14; RÜEDI, 195 ff.

schon fraglich, ob die UEK ihre Aufsicht bei einer freiwilligen Unterstellung vor dem Hintergrund des Gesetzmässigkeitsprinzips überhaupt wahrnehmen dürfte, wenn die gesetzliche Grundlage hierfür fehlt.¹⁵⁴⁵

- 748 Aus kollisionsrechtlicher Sicht käme die freiwillige Unterstellung unter ein eigentlich nicht anwendbares Recht einer Rechtswahl unter Abweichung von der objektiven Bestimmung gleich. Rechtswahlfreiheit ist dem Wirtschaftskollisionsrecht grundsätzlich fremd, da es die wirtschaftsrechtlichen Normen zwingend durchsetzen will und dabei auf objektive Anknüpfungskriterien abstellt. Auch im traditionellen internationalen Privatrecht besteht nur dort Rechtswahlfreiheit, wo eine gesetzliche Grundlage dafür besteht, etwa im Bereich des Vertragsrechts. Eine explizite gesetzliche Grundlage für eine solche Wahl des Übernahmearbeitsrechts bzw. freiwillige Unterstellung ist nicht vorhanden.¹⁵⁴⁶ Während aus kollisionsrechtlicher Sicht die Vermeidung negativer Normenkonflikte allgemein für die Zulässigkeit einer freiwilligen Unterstellung sprechen könnte, ist diesem Bedürfnis aktuell durch den weiten Anwendungsbereich der Schweizer Übernahmeregeln die Grundlage weitgehend

¹⁵⁴⁵ Da jedes staatliche Handeln einer gesetzlichen Grundlage bedarf, siehe etwa Ehrenzeller et al., SGK BV-SCHINDLER, Art. 5 N 28); dies ist insb. fraglich, weil das Übernahmearbeit recht verschiedenen Parteien (teils mit Strafandrohung verbundene) Pflichten auferlegt, während die freiwillige Unterwerfung (wohl) nur durch die Übernehmerin oder die Aktionäre erfolgt. Meines Erachtens ist deshalb eine umfassende Unterstellung nicht möglich. Es ist aber letztlich eine Auslegungsfrage zum Geltungsbereich des FinfraG, ob dieses auch eine freiwillige Unterstellung akzeptieren kann.

¹⁵⁴⁶ Sie könnte höchstens auf dem Wege der Auslegung in Art. 125 FinfraG hineingelesen werden, indem zur Wahrnehmung der Ziele des FinfraG (siehe hierzu Art. 1 Abs. 2 FinfraG) die Anwendbarkeit auch durch freiwillige Unterstellung aufgelöst werden kann.

entzogen. Unter dem geltenden Recht sprechen deshalb kollisionsrechtliche Überlegungen m. E. eher *gegen* eine Bejahung der Zulässigkeit einer freiwilligen Unterstellung.¹⁵⁴⁷

5. Zwischenfazit

Der räumliche Anwendungsbereich der Übernahmeregeln nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG erweist sich als eher schwer fassbar. Da die kollisionsrechtlichen Aspekte mit den sachrechtlichen stark verwoben sind, bereitet schon die Herauslösung der Anknüpfungsmerkmale Schwierigkeiten. 749

Auf den ersten Blick scheint klar, dass eine kombinierte Anknüpfung an den Sitz und die Kotierung erfolgt. Diese gesetzliche Konzeption könnte – aus einer kollisionsrechtlichen Perspektive – im Lichte des *Prinzips des engsten Zusammenhangs* gesehen werden, indem durch die Kombination von Sitz und «Kotierungsstärke» eine Art Gesamtbetrachtung vorgenommen wird. 750

Eine vertiefte Betrachtung des Kriteriums der Hauptkotierung zeigt aber, dass tatsächlich *primär der Kotierungsort* ausschlaggebend ist. Unter den geltenden Börsenregularien hat das Kriterium des Sitzes faktisch keine Relevanz mehr, sondern die von der Zielgesellschaft zu beachtenden *Kotierungspflichten* sind entscheidend. Trotz der faktisch ausschliesslichen Massgeblichkeit des Kotierungsortes ist aber keine konzeptionelle Hinwendung zu einer wirtschaftskollisionsrechtlichen Marktanknüpfung auszumachen. Mit der fakti- 751

¹⁵⁴⁷ Dies als einseitige *kollisionsrechtliche* Sichtweise unter dem geltenden Recht. Namentlich aus Anlegerschutzgedanken und Rechtssicherheitsüberlegungen hingegen sprechen auch Argumente für die Zulässigkeit einer freiwilligen Unterstellung. Die Möglichkeit der freiwilligen Unterstellung könnte u. U. auch dem Bedarf für Flexibilität bei der Anwendung im Falle von Normenkonflikten gerecht werden. Die geäusserte Skepsis gilt zudem gegenüber einer freiwilligen Unterstellung in dem Sinne, dass die Übernahmeregeln *insgesamt* für *verbindlich* anwendbar erklärt und der Aufsicht unterworfen werden. Freiraum bleibt aber für eine freiwillige Einhaltung von Übernahmeregeln bzw. eine Unterstellung unter übernahmehaufsichtsrechtliche Pflichten, soweit diese die Zielgesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat treffen (nicht aber Aktionäre oder Anbieter). Denkbar wäre, mindestens einen Teil der Übernahmeregeln zu adaptieren, indem in den Statuten die Pflichten des Verwaltungsrats in Übernahmesituationen konkretisiert werden (durch statutarische Nachbildung gewisser übernahmehaufsichtsrechtlicher Regeln in Bezug auf das Verhalten des Verwaltungsrats).

schen Aufgabe des Sitzkriteriums und der Ausdehnung des Anwendungsbereichs auch auf ausländische Gesellschaften ist der Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts als *weit* zu bezeichnen.¹⁵⁴⁸

- 752 Dass bei der Anknüpfung die Hauptkotierung im Sinne einer Kotierungspflichtenintensität zentral ist, muss m. E. als überraschend taxiert werden. Diese Konzeption war der Doktrin fremd, ist den benachbarten Rechtsordnungen unbekannt und sie ist auch dogmatisch nicht ganz fassbar. Immerhin besteht mit der geltenden Regelung in der Praxis Klarheit, welche Zielgesellschaften den schweizerischen Übernahmeregeln unterstehen, was unter dem alten Recht nicht der Fall war.

IV. Anwendungsverzicht gemäss Art. 125 Abs. 2 FinfraG

1. Übersicht über die Regelung

- 753 Aus kollisionsrechtlicher Sicht von grösstem Interesse ist die Möglichkeit nach Abs. 2 von Art. 125 FinfraG auf die *Anwendung des schweizerischen Rechts zu verzichten*, um Normenkonflikten vorzubeugen.

Art. 125 Abs. 2 FinfraG:

² Ist im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot gleichzeitig schweizerisches und ausländisches Recht anwendbar, so kann auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen Rechts verzichtet werden, soweit:

- a. die Anwendung des schweizerischen Rechts zu einem Konflikt mit dem ausländischen Recht führen würde; und
- b. das ausländische Recht einen Schutz der Anlegerinnen und Anleger gewährleistet, der demjenigen des schweizerischen Rechts gleichwertig ist.

- 754 Das Gesetz eröffnet hier die Möglichkeit, auf die *Anwendung* des Schweizer Rechts zu *verzichten*, wenn ein Konflikt mit dem ausländischen Recht gegeben wäre und dieses ohnehin einen gleichwertigen Schutz bietet. Diese Regelung soll unter gewissen Voraussetzungen erlauben, den Anwendungsanspruch des Schweizer Rechts zurückzunehmen. Die noch junge Bestimmung – die ebenfalls mit der Revision 2013 eingeführt wurde – wirft zahlreiche, noch wenig geklärte Fragen auf, die nachfolgend vertieft dargestellt werden sollen: U. a. ist

¹⁵⁴⁸ Wobei der weite Anwendungsbereich durch den Mechanismus des Anwendungsverzichts wieder zurückgenommen wird, siehe sogleich der folgende Abschnitt.

zu klären, ob nur Konflikte zwischen anwendbaren Übernahmeaufsichtsrechten erfasst werden oder auch zwischen Aufsichtsrecht und Privatrecht. Es gilt zu prüfen, unter welchen Voraussetzungen und in welchem Umfang ein Verzicht erfolgen kann (oder muss). Schliesslich stellt sich die Frage, wie in der Praxis vorzugehen ist, wenn ein Verzicht in Frage kommt.

2. Hintergrund: Positive Normenkonflikte des Übernahmeaufsichtsrechts

Wie vorne ausgeführt, wurde der Anwendungsbereich der schweizerischen Übernahmeregeln mit der Revision 2013 ausgedehnt, um negative Normenkonflikte zu verhindern. Logische Konsequenz – und Schattenseite – dieser Ausdehnung ist die *erhöhte Gefahr von positiven Normenkonflikten*. Mit dieser – auch als «Sicherheitsventil» bezeichneten –¹⁵⁴⁹ Möglichkeit des Anwendungsverzichts gemäss Abs. 2 sollte deshalb ein Instrument geschaffen werden, um solchen positiven Normenkonflikten zu begegnen. 755

Zu den *gesetzgeberischen Intentionen* hinter der Regelung findet sich auch bezüglich des Anwendungsverzichts nur wenig: In der Botschaft wurde angeführt, dass eine solche Regelung notwendig sei, da aufgrund von einer Zunahme von Mehrfachkotierungen von schweizerischen Gesellschaften vermehrt mit positiven Normenkonflikten zu rechnen sei.¹⁵⁵⁰ Zudem sollte damit Widersprüchen mit ausländischem Gesellschaftsrecht begegnet werden können.¹⁵⁵¹ Dabei stelle diese Bestimmung eine Kodifizierung der diesbezüglichen Praxis der UEK dar.¹⁵⁵² 756

2.1. Gefahr von positiven Normenkonflikten

Im Bereich des internationalen Übernahmeaufsichtsrechts stellen positive Normenkonflikte eine *Kernproblematik* dar. Positive Normen-, Anwendungs- bzw. Regelungskonflikte sind gegeben, wenn mehrere Rechtsordnungen nebeneinander berufen sind, dabei aber kein sachgerechtes oder gar ein wider- 757

¹⁵⁴⁹ Bzw. «soupon de sécurité», TEDIANI, 152.

¹⁵⁵⁰ Botschaft BEHG 2011, 6900.

¹⁵⁵¹ Botschaft BEHG 2011, 6900. Die Botschaft nennt das Beispiel, dass «das schweizerische Recht den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu einer Handlung zwingt (z. B. zur Abgabe einer Stellungnahme zum Angebot), die ihm gemäss ausländischem Gesellschaftsrecht verboten ist (z. B. wegen einer strengen Neutralitätspflicht)».

¹⁵⁵² Botschaft BEHG 2011, 6900.

sprüchliches Ergebnis resultiert.¹⁵⁵³ Dass im Übernahmeaufsichtsrecht eine besondere Gefahr von positiven Normenkonflikten besteht, ist primär auf folgende Gründe zurückzuführen:

- 758 Erstens sind positive Normenkonflikte die Konsequenz des *Koordinationsproblems des Wirtschaftskollisionsrechts*.¹⁵⁵⁴ Wie vorne dargelegt, ist im Wirtschaftskollisionsrecht – und im Besonderen in dessen Teilbereich des Übernahmekollisionsrechts – keine internationale Koordination auszumachen, sondern jede Rechtsordnung versucht, ihren Normen zwingende Anwendung zu verschaffen. Allseitige Verweisungsnormen sind nicht auffindbar. Dies muss zwingend zu Normenkonflikten führen.
- 759 Verschärft wird dies bei *weiten Anwendungsbereichen* bzw. *Extraterritorialität* der Normen. Seit der Revision und der Ausdehnung des Anwendungsbereichs auch auf ausländische Gesellschaften ist das Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht mindestens in gewisser Weise extraterritorial,¹⁵⁵⁵ was die Gefahr von Doppelbelastungen und widersprüchlichen Anwendungsbefehlen noch zusätzlich verschärft.
- 760 Zweitens befeuert die *hybride Natur des Übernahmerechts* die Gefahr von positiven Normenkonflikten. Die Vielschichtigkeit des Übernahmerechts trägt schon bei Binnensachverhalten die schwelende Gefahr von Normenkonflikten in sich, im Besonderen zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht. Auf internationaler Ebene tritt dieser Konflikt – aufgrund der mangelnden materiellen Kohärenz – noch verstärkt zu Tage.
- 761 Drittens befördert die *Möglichkeit der Mehrfachkotierung* das Risiko von Normenkonflikten.¹⁵⁵⁶ Zeitweise suchten (schweizerische und ausländische) Gesellschaften verstärkt mehrfache (Haupt-)Kotierungen,¹⁵⁵⁷ wobei dieser Trend aktuell nachzulassen scheint.¹⁵⁵⁸ Jedoch dürften Mehrfachkotierungen weiterhin anzutreffen sein und auch eine bedeutende Rolle spielen. Gesellschaften

¹⁵⁵³ Siehe vorne [N 153](#).

¹⁵⁵⁴ Dazu vorne [N 197 f.](#)

¹⁵⁵⁵ Ohne dies an dieser Stelle als überschüssig werten zu wollen, zumal mit der Möglichkeit des Anwendungsverzichts ja gerade eine Regelung eingeführt wurde, welche ebendies verhindern will.

¹⁵⁵⁶ FAHRLÄNDER, § 12 N 451.

¹⁵⁵⁷ GERICKE, Marktrecht, 248.

¹⁵⁵⁸ WEBER P./STANCHIERI, 223.

mit Mehrfachkotierung müssen als Konsequenz auch mehrere Börsenregelungen einhalten. Zu diesen gehören im weiteren Sinne auch das Übernahmerecht, was ein Gefahrenherd für Normenkonflikte darstellt.

Eine gleichzeitige Anwendbarkeit von mehreren Übernahmeaufsichtsrechten ist deshalb allgemein bei internationalen Übernahmen möglich, im Besonderen aber bei Zielgesellschaften mit Mehrfachkotierung wahrscheinlich. Eine solche ist so lange nicht problematisch, als die kumulative Anwendung mehrerer Aufsichtsrechte möglich ist und nicht zu Unstimmigkeiten oder gar Widersprüchen führt.¹⁵⁵⁹ In anderen Rechtsgebieten – bspw. bei der internationalen Fusionskontrolle – ist eine kumulative Rechtsanwendung ohne Weiteres möglich, dies selbst bei einer gleichzeitigen Anwendbarkeit von einer Vielzahl von Rechtsordnungen.¹⁵⁶⁰ Im Übernahmerecht dagegen ist dies nicht reibungslos möglich.¹⁵⁶¹ Hier können die Parteien ihre Pflichten nicht immer nach allen anwendbaren Rechtsordnungen wahrnehmen, ohne dass es zu Komplikationen kommt.¹⁵⁶²

762

Die Gefahr von *negativen Anwendungskonflikten* ist hingegen seit der Revision entschärft. Was unter dem alten Recht eine grosse Thematik war,¹⁵⁶³ ist heute weniger von Bedeutung. Negative Anwendungskonflikte könnten noch resultieren, wenn eine Zielgesellschaft mit Sitz in der Schweiz ausschliesslich im Ausland kotiert ist.¹⁵⁶⁴ Relevant werden kann dies in Fällen, in denen der Emittent am Kotierungsort keinen äquivalenten übernahmerechtlichen Regeln un-

763

¹⁵⁵⁹ Siehe zur Unterscheidung von Rechtsfolgenwiderspruch, Rechtsfolgendivergenz und Rechtsfolgenidentität vorne [N 111](#).

¹⁵⁶⁰ SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 166.

¹⁵⁶¹ Siehe zu einer Begründung, weshalb eine kumulative Rechtsanwendung im Bereich des Übernahmerechts versagt etwa RÜEDI, 108 ff.

¹⁵⁶² Siehe hierzu hinten insb. [N 1296 ff.](#)

¹⁵⁶³ Siehe den behandelten «Tag Heuer»-Fall. Ein weiteres Beispiel war der Fall des öffentlichen Übernahmeangebots der italienischen Cosmo Pharmaceuticals S.p.A. auf die in Zürich kotierte BioXell S.p.A. In diesem Fall war die Zielgesellschaft in der Schweiz kotiert, hatte ihren Sitz aber in Italien. Deshalb erklärte sich das BEHG unter der alten Regelung für nicht anwendbar. Ebenfalls war das italienische Recht nicht anwendbar, da dieses eine Kotierung in Italien oder in einem anderen europäischen Mitgliedstaat verlangte. Siehe Medieninformation der UEK vom 20.11.2009 i. S. BioXell S.p.A.

¹⁵⁶⁴ Der britische City Code on Takeovers and Mergers – das Regelungsvorbild des BEHG – ist auch auf Zielgesellschaften anwendbar, deren Beteiligungsrechte ausschliesslich im (aussereuropäischen) Ausland kotiert sind, sofern der statutarische Sitz sowie der Verwaltungssitz im Inland sind, dazu [N 636 f.](#) und [N 728](#).

tersteht.¹⁵⁶⁵ Dies kann interessanterweise bei Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz und Kotierung in einem EU-Staat der Fall sein, da die Regelungen betreffend Pflichtangebote sich bei Emittenten mit Sitz ausserhalb der Europäischen Union (bzw. des Europäischen Wirtschaftsraums) für nicht anwendbar erklären können.¹⁵⁶⁶ Negative Normenkonflikte können deshalb zwar durchaus noch auftreten. Meines Erachtens handelt es sich dabei aber nicht um ein Problem des schweizerischen Rechts, da bei gänzlichem Fehlen einer Kotierung in der Schweiz hier auch wenig Bezugspunkte für eine Aufsicht bestehen und die Schweizer Behörden deshalb auch kein Übernahmeaufsichtsrecht zur Anwendung bringen können.¹⁵⁶⁷

2.2. Praxis der Übernahmekommission unter altem Recht

764 Die geltende Regelung zum Anwendungsverzicht der Übernahmeregeln kann nur vor dem Hintergrund der Praxis der UEK unter dem alten Recht gesehen werden, da sie im Wesentlichen auf ihr beruht. Art. 125 Abs. 2 FinfraG wird deshalb auch als Kodifizierung der UEK-Praxis betitelt.¹⁵⁶⁸ Begründet wurde die Praxis zur Möglichkeit eines Anwendungsverzichts bei Normenkonflikten im Falle «De Beers Centenary».¹⁵⁶⁹

765 In diesem Fall ging es um eine Gesellschaft mit statutarischem Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungsrechte (es waren aufgrund einer komplexen Titelstruktur verschiedene Titel zu «Linked Units» zusammengefasst) u. a. in Johannesburg, London und der Schweiz kotiert waren.¹⁵⁷⁰ Die UEK stellte die grundsätzliche Geltung des Schweizer Übernahmeregels fest. In einem zweiten Schritt prüfte sie das kollisionsrechtliche Zusammenspiel der südafrikanischen und schweizerischen Übernahmeregeln (das englische Recht war nicht anwendbar). Sie stellte fest, dass bei dieser Ausgangslage Normenkonflikte zu erwarten waren. Um diese zu vermeiden, sei auf das «vertragskollisionsrechtliche Prinzip des Sachzusammenhangs abzustellen» gemäss Art. 117 Abs. 1

¹⁵⁶⁵ TEDJANI, 89 f.; WEBER P./STANCHIERI, 223.

¹⁵⁶⁶ Siehe für Deutschland § 1 Abs. 2 und 3 WpÜG und § 2 Abs. 3 und 7 WpÜG; Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 46 ff.; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 131 f.; siehe umfassend auch HOLLAND, 32 ff.

¹⁵⁶⁷ Siehe ausführlicher zu den negativen Normenkonflikten hinten [N 1323 ff.](#)

¹⁵⁶⁸ Botschaft BEHG 2011, 6900; FAHRLÄNDER, § 12 N 451; PETER/BOVEY, 27.

¹⁵⁶⁹ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG. Für eine Kommentierung dieser Empfehlung SCHNYDER, Financial Markets Conflicts of Law, 433 f.; TEDJANI, 78 ff.; WEY/HUBER, 144 f.

¹⁵⁷⁰ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, Sachverhalt.

IPRG, wobei sich der Sachzusammenhang nach der Stärke der jeweiligen nationalen Bezugspunkte der zu übernehmenden Zielgesellschaft bestimme.¹⁵⁷¹ Die UEK nahm eine Gesamtwürdigung dieser Bezugspunkte vor und gab dem südafrikanischen Recht statt, unter der Voraussetzung, dass die südafrikanische Aufsichtsbehörde ihre Zuständigkeit wahrnehme und die ausländische Regelung dem im schweizerischen BEHG definierten Mindeststandard gerecht werde.¹⁵⁷² Auf Basis einer eingereichten Legal Opinion stellte die UEK schliesslich die Anwendbarkeit des südafrikanischen Rechts und die Vergleichbarkeit der Regeln fest, weshalb eine Durchsetzung von Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung gewährleistet sei. Deshalb befreite die UEK das Angebot von der Anwendung der Schweizer Regeln, wobei sie der Anbieterin aber gewisse Auflagen (namentlich hinsichtlich der Publikation des Angebots) machte.¹⁵⁷³

Mit diesem Entscheid begründete die UEK demnach die Praxis, wonach ein Verzicht auf die Anwendung des schweizerischen Rechts möglich ist, wenn (a) *gleichzeitig* ein anderes Recht *anwendbar* ist und (b) das andere Recht hinsichtlich der Durchsetzung von Transparenz, Lauterkeit und Gleichbehandlung *gleichwertig* ist. Damit wurden die Möglichkeit des Anwendungsverzichts zur Verhinderung von Normenkonflikten und die Kriterien, welche der aktuellen Regelung von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zugrunde liegen, zumindest in ihren groben Zügen schon im Jahr 2001 durch die UEK entwickelt. Bereits früher – im «Tag Heuer»-Fall – hatte die UEK angedeutet, dass berücksichtigt werden könne, ob das Angebot nicht schon einer adäquaten Beaufsichtigung im Sitzland unterstehe.¹⁵⁷⁴ Neben der geschaffenen Möglichkeit des Anwendungsverzichts ist die «De Beers»-Praxis bemerkenswert, weil die UEK hier – ohne weitere Ausführungen – Kriterien des internationalen Privatrechts angewandt hat. Auf diesen Aspekt wird an anderer Stelle vertieft einzugehen sein.¹⁵⁷⁵

766

3. Erste Voraussetzung: Vorliegen eines Normenkonfliktes

Art. 125 Abs. 2 FinfraG kommt dann zum Zuge, wenn «gleichzeitig schweizerisches und ausländisches Recht *anwendbar*» ist und «die Anwendung des schweizerischen Rechts zu einem Konflikt mit dem ausländischen Recht füh-

767

¹⁵⁷¹ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁵⁷² Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁵⁷³ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁵⁷⁴ Empfehlung 0049/01 der UEK vom 21.9.1999 i. S. Tag Heuer International SA, E. 1.

¹⁵⁷⁵ Siehe dazu hinten [N 815 ff.](#)

ren würde». Erste Voraussetzung des Anwendungsverzichts ist deshalb die *gleichzeitige Anwendbarkeit* von schweizerischem und ausländischem Recht, die zu einem *Normenkonflikt* führen würde.

- 768 Wie im Grundlagenteil gesehen, bedeutet positiver Normenkonflikt im Allgemeinen die *gleichzeitige Berufung* mehrerer Rechtsordnungen nebeneinander, die zu einem nicht sachgerechten oder gar widersprüchlichen Ergebnis führt.¹⁵⁷⁶ Verlangt wird also zweierlei: erstens die *gleichzeitige Anwendbarkeit*, zweitens als Folge ein *konfliktbehaftetes Ergebnis*. Genau dies setzt auch Art. 125 Abs. 2 FinfraG voraus, indem eine bloss Normenhäufung noch nicht genügt, sondern auch ein (hypothetischer) Konflikt resultieren muss.

3.1. Begriff des ausländischen Rechts

- 769 Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts setzt die *gleichzeitige Anwendbarkeit* von «ausländischem Recht» voraus. Dabei stellt sich die Frage, ob damit nur ausländisches Übernahmeaufsichtsrecht erfasst werden soll oder auch Privatrecht (insb. Gesellschaftsrecht).
- 770 Erste – und naheliegendere – Konstellation ist die *gleichzeitige Anwendbarkeit* von *ausländischem Übernahmeaufsichtsrecht*, was schon daraus hervorgeht, dass die Notwendigkeit der Möglichkeit des Anwendungsverzichts mit dem häufigen Auftreten von Mehrfachkotierungen begründet wurde.¹⁵⁷⁷ Mögliche Konflikte werden in erster Linie mit einer Materie gegeben sein, welche ähnliche Normen vorsieht bzw. ähnliche Sachverhalte erfassen möchte. Im «De Beers»-Fall resultierte der Normenkonflikt aus der *gleichzeitigen Anwendbarkeit* des südafrikanischen und schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts.¹⁵⁷⁸
- 771 Da seit der Revision 2013 auch Zielgesellschaften erfasst werden, welche ausländischem Gesellschaftsrecht unterstehen, ist auch dieses in den Fokus von Abs. 2 gerückt. Die Botschaft erwähnt denn auch explizit die Möglichkeit des *Konflikts mit ausländischem Gesellschaftsrecht*.¹⁵⁷⁹ Auch in der Praxis hat die UEK die Bestimmung zum Anwendungsverzicht angewandt, um einem Konflikt mit ausländischem Gesellschaftsrecht vorzubeugen, da bei dieser Transaktion zahlreiche Widersprüche zwischen dem Schweizer Aufsichtsrecht und

¹⁵⁷⁶ Siehe vorne [N 153](#).

¹⁵⁷⁷ Botschaft BEHG 2011, 6900.

¹⁵⁷⁸ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁵⁷⁹ Botschaft BEHG 2011, 6900.

dem ausländischen Gesellschaftsrecht drohten.¹⁵⁸⁰ Die Grenze zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht ist auf internationaler Ebene ohnehin fließend.¹⁵⁸¹ Da Normenkonflikte deshalb ganz unabhängig von der Natur des anwendbaren Rechts drohen, darf auf dieser Ebene diesbezüglich auch keine Einschränkung vorgenommen werden.

Der Begriff des ausländischen Rechts i. S. v. Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist deshalb ohne Einschränkungen (hinsichtlich der Rechtsnatur) zu verstehen, es muss sich mithin nicht speziell um Recht übernahmerechtlicher Natur handeln. 772

In gleicher Weise sind m. E. keine Einschränkungen hinsichtlich des Umfangs des anwendbaren Rechts zu machen: Es sind keine quantitativen Anforderungen an die Anwendbarkeit von ausländischem Recht zu machen, solange ein Konflikt resultiert.¹⁵⁸² Die Anwendbarkeit von einzelnen Normen oder nur eines Teilbereichs eines Rechtsgebiets kann demnach genügen. 773

3.2. Begriff des Konflikts

Doch wie ist der *Begriff des «Konflikts»* zu verstehen? Es gilt zu klären, ob nur klare Widersprüche zwischen den beiden anwendbaren Rechtsordnungen erfasst werden oder ob mögliche Friktionen genügen. Die *Botschaft* redet von «*unerträglichen Widersprüchen*» und das dabei angeführte Beispiel zeigt diametral entgegenstehende Handlungsanweisungen im Sinne eines unauflösbaren Widerspruchs.¹⁵⁸³ Solche extremen Beispiele werden in der Praxis aber nur selten auftauchen. Viel häufiger werden die Vorschriften nicht identisch sein, sondern etwa unterschiedliche Fristen für Verfahrensschritte vorsehen. 774

Es kann generell zwischen echten Normenkonflikten und offenen bzw. vermeintlichen Normenkonflikten unterschieden werden.¹⁵⁸⁴ *Echte Normenkonflikte* sind unauflösbare Widersprüche zwischen den beiden Rechtsordnungen, sodass die Einhaltung der Vorschriften der einen Rechtsordnung nicht möglich ist, ohne gegen die Normen der anderen Rechtsordnung zu verstossen.¹⁵⁸⁵ Bei den *offenen* (bzw. vermeintlichen) *Normenkonflikten* hingegen ist eine ku- 775

¹⁵⁸⁰ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.

¹⁵⁸¹ Siehe etwa die Diskussion der Rechtsnatur des Squeeze-out, [N 1017 ff.](#)

¹⁵⁸² Siehe sogleich.

¹⁵⁸³ Handlungspflicht gemäss einer Rechtsordnung vs. Verbot nach der anderen Rechtsordnung, siehe *Botschaft BEHG 2011, 6900*; dazu sogleich [N 782](#).

¹⁵⁸⁴ SCHUSTER G., 590.

¹⁵⁸⁵ JOSEPHANS, 82; SCHUSTER G., 590.

mulative Anwendung zwar möglich, diese führt allerdings zu erheblichem Mehraufwand (für die Normadressaten) bzw. zu erhöhten Transaktionskosten.¹⁵⁸⁶

- 776 Im Gegensatz zum Beispiel in der Botschaft hat die UEK in einem Fall «Unterschiede im Verfahren» als möglichen Konflikt genannt, indem nach einem Recht ein eingeschriebener Brief erforderlich war, während nach dem anderen Recht eine Weisung an die Bank genügte.¹⁵⁸⁷ Hier liegt kein eigentlicher Widerspruch vor, sondern unterschiedlich hohe Anforderungen, welchen – verbunden mit Mehraufwand – durch Einhaltung der strengeren Anforderung problemlos nachgekommen werden könnte. Nach der *Praxis der UEK* genügen demnach auch Friktionen, die bloss zu Mehraufwand führen, aber nicht einen eigentlichen Widerspruch verursachen würden. Die FINMA wiederum hat in einer Verfügung angedeutet, dass ein «unerträglicher Widerspruch» notwendig sei, ohne allerdings weiter darauf einzugehen.¹⁵⁸⁸
- 777 Meines Erachtens sind die Anforderungen an den Konfliktbegriff – entsprechend der Ansicht der UEK – nicht hoch anzusetzen: Im Voraus die Auswirkungen bzw. das Konfliktpotential von nicht übereinstimmenden Normen abstrakt einzuschätzen, gestaltet sich ohnehin schwierig. Es ist schlicht nicht möglich, alle potenziellen Komplikationen abstrakt vorauszusehen. Dies im Besonderen deshalb, weil die Prüfung des Konfliktpotentials eine Einschätzung umfasst, wie eine andere – die ausländische – Behörde ihr Recht anwendet. Die Gefahr widersprüchlicher Entscheide besteht schon, wenn zwei verschiedene Aufsichtsbehörden dasselbe Recht anwenden.¹⁵⁸⁹ Noch mehr ist ein Konflikt im Sinne einer Unvereinbarkeit denkbar, wenn die Vorschriften sich zwar nicht unmittelbar widersprechen, aber Unterschiede aufweisen.
- 778 Auch sollte m. E. mit dem Institut des Anwendungsverzichts ein *unverhältnismässiger Mehraufwand* für die Transaktionsparteien verhindert werden können, selbst wenn die Anwendung ohne unauflösbare Widersprüche möglich wäre. Da die Anleger durch die (gleichwertigen) ausländischen Bestimmungen geschützt werden,¹⁵⁹⁰ würde die zusätzliche Anwendung des Schweizer Rechts und der mit dem Normenkonflikt entstehende Mehraufwand die Transaktion nur verteuern und deshalb dem Anlegerschutzgedanken zuwiderlaufen. Zu-

¹⁵⁸⁶ JOSENHANS, 82; SCHUSTER G., 590.

¹⁵⁸⁷ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.1.

¹⁵⁸⁸ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1 N 68.

¹⁵⁸⁹ TEDJANI, 77.

¹⁵⁹⁰ Siehe sogleich [N 787 ff.](#)

dem stellt die Effizienz ein Regulierungsziel dar,¹⁵⁹¹ weshalb unnötiger Mehraufwand (sowohl für Parteien als auch Behörden) zu vermeiden ist. Sofern eine äquivalente Überwachung der Übernahme durch eine ausländische Behörde gegeben ist, sind dementsprechend unnötige Verfahrensschritte und -kosten nach Schweizer Recht zu vermeiden. Zwar verlangt der Wortlaut von Art. 125 Abs. 2 lit. a FinfraG einen «Konflikt». Sehen die beiden Übernahmeregelungen nahezu identische Vorschriften vor, welche die kumulative Einhaltung beider Rechte ohne Friktionen erlauben, könnte das Vorliegen eines eigentlichen Konflikts kaum bejaht werden, ohne das Verständnis dieses Begriffs weit auszudehnen. Wenn den gesetzgeberischen Vorstellungen gefolgt werden soll, sind deshalb mindestens gewisse *Unstimmigkeiten bzw. Friktionen* zwischen den Rechtsordnungen zu verlangen, welche einen Mehraufwand verursachen. Meines Erachtens dürfen aber die Voraussetzungen an den Konfliktbegriff gar noch weiter gesenkt werden: Wenn bei einer (hypothetischen) Deckungsgleichheit kollidierender Übernahmeregeln das Vorliegen eines Konflikts verneint würde, so müsste in der Konsequenz zwei Mal das inhaltlich deckungsgleiche Recht angewandt werden, was einem gewissen Leerlauf gleichkäme und damit dem Anlegerschutzgedanken zuwiderlaufen würde. Deshalb darf m. E. ein «Konflikt» gar in solchen Fällen bejaht werden, zumal bei der gleichzeitigen Anwendung durch mehrere Behörden auch bei identischen Normen Unstimmigkeiten (mindestens im Umfang des Ermessens) drohen.

Der Begriff des Konfliktes mit dem ausländischen Recht gemäss Art. 125 Abs. 2 lit. a FinfraG ist aus diesen Gründen m. E. *weit zu verstehen*, indem nicht ein unauflösbarer Widerspruch zu drohen hat, sondern die Möglichkeit von resultierendem Mehraufwand genügen kann, sofern gewisse Friktionen drohen.

779

Auf einer zweiten Ebene stellt sich die Frage nach dem *Prüfungsmassstab* bzw. danach, wie umfassend der mögliche Normenkonflikt zu prüfen ist. Es ist zweifellos eine Ex-ante-Einschätzung notwendig, da die Rechtssicherheit eine Klärung dieser Frage im Voraus verlangt.¹⁵⁹² Eine präzise oder gar abschliessende Prüfung ist nicht möglich, zumal sie die Einschätzung erforderte, wie verschiedene Aufsichtsbehörden die Auslegung bzw. konkrete Anwendung ihres Rechts vornehmen werden. In der Praxis muss deshalb m. E. eine *summarische Prüfung* genügen, d. h. vom Auftreten eines Konfliktes kann auf Basis einer glaubhaften Begründung ausgegangen werden.

780

¹⁵⁹¹ WEBER R./SETHE, 571.

¹⁵⁹² Siehe hierzu hinten [N 860 ff.](#)

3.3. Mögliche Normenkonflikte

- 781 Normenkonflikte können demnach zwischen Übernahmeaufsichts- und Gesellschaftsrecht resultieren und sich in echten Widersprüchen oder blossen Friktionen äussern. Dies führt zur Frage, welche Konflikte in der Praxis überhaupt auftreten. In diesem Zusammenhang wird wiederholt – so schon in der Botschaft – das Beispiel angeführt, dass eine Rechtsordnung dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Handlungspflicht auferlegt (bspw. die Abgabe einer Stellungnahme zum Angebot), während ihm die andere Rechtsordnung eine aktive Einmischung verbietet (insb. wegen einer strengen Neutralitätspflicht).¹⁵⁹³
- 782 In der Praxis von zentraler Bedeutung sind einerseits Konflikte des Schweizer Rechts mit dem *amerikanischen Recht*.¹⁵⁹⁴ Diese entspringen ganz grundlegend der Problematik, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz des Schweizer Übernahmerechts die Anbieterin dazu verpflichtet, *allen* (d. h. auch ausländischen) Aktionären ein Angebot zu unterbreiten, während das Recht der USA (oder anderer Staaten) es verbieten kann, im Inland ein Angebot nach ausländischem Recht zu unterbreiten.¹⁵⁹⁵ Die Anbieterin steht in diesem Fall vor dem – aus einem Normenwiderspruch resultierenden – Dilemma, bei Einhaltung der Schweizer Übernahmeregeln gegen das ausländische Recht zu verstossen.¹⁵⁹⁶ Die Problematik besteht noch verstärkt bei Umtauschangeboten, da das öffentliche Anbieten (bzw. die Emission) von Wertpapieren zusätzliche Pflichten auslösen kann.¹⁵⁹⁷ Zwar muss es in diesen Fällen nicht zwingend zu Normenwidersprüchen kommen, die Einhaltung beider Rechte wäre aber zumindest mit einem massiven Mehraufwand verbunden.¹⁵⁹⁸ In der Praxis lässt sich diesem

¹⁵⁹³ So das Beispiel in der Botschaft 2011, 6900; SK FinfraG–BARTHOLD/ISLER, Art. 125 N 20; Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.

¹⁵⁹⁴ In u. a. den folgenden Fällen stellte die UEK (potenzielle) Normenkonflikte mit dem amerikanischen Recht fest: Empfehlung 0049/03 der UEK vom 7.10.1999 i. S. TAG Heuer International SA, E. 2; Empfehlung I 0088/01 der UEK vom 19.3.2001 i. S. Sulzer AG, E. 10; Empfehlung III 0249/03 der UEK vom 3.8.2005 i. S. Saia-Burgess Electronics Holding AG, E. 11; Empfehlung 0243/08 der UEK vom 24.8.2005 i. S. Leica Geosystems Holdings AG, E. 3; Empfehlung II 0318/02 der UEK vom 7.5.2007 i. S. Converium Holding AG, E. 3; Verfügung 416/01 der UEK vom 13.7.2009 i. S. Jelmoli Holding AG, E. 3; Empfehlung X 0294/10 der UEK vom 29.1.2007 i. S. SIG Holding AG, E. 1.2.

¹⁵⁹⁵ Komm. UEV–GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 85 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 182 f.

¹⁵⁹⁶ Siehe für ein Beispiel etwa Empfehlung II 0318/02 der UEK vom 7.5.2007 i. S. Converium Holding AG.

¹⁵⁹⁷ SCHENKER, Übernahmerecht, 253 f.

¹⁵⁹⁸ Verfügung 416/01 der UEK vom 13.7.2009 i. S. Jelmoli Holding AG, E. 3.

Komplex der Normenkonflikte mittels Angebotsrestriktionen (*Sales Restrictions*) – d. h. der Ausnahme gewisser Aktionäre vom Angebot – oder der Unterteilung in zwei separate Angebote begegnen.¹⁵⁹⁹

Mögliche Normenkonflikte sind aber hinsichtlich verschiedenster Pflichten des Übernahmerechts im Verhältnis zu allen Rechtsordnungen denkbar.¹⁶⁰⁰ In der Praxis sind schon bei einer einzigen Transaktion zahlreiche Konflikte verschiedenster Art zwischen dem italienischen und dem schweizerischen Recht aufgetaucht:¹⁶⁰¹

783

- widersprüchliche Vorschriften hinsichtlich des *Adressatenkreises* des (Übernahme-)Angebots (alle Aktionäre aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes vs. nur besondere, austrittsberechtigte Aktionäre nach italienischem Recht);¹⁶⁰²
- Konflikt zwischen dem Widerrufsrecht nach einer Rechtsordnung und dem Verbot von unzulässigen Bedingungen nach der anderen Rechtsordnung;¹⁶⁰³
- widersprüchliche Rechtsfolgen im Falle, dass der Anbieter nicht alle Annahmeerklärungen auf ein Angebot erfüllen kann;¹⁶⁰⁴
- Unterschiede hinsichtlich der Fristen und formellen Voraussetzungen an Verfahrenshandlungen.¹⁶⁰⁵

Diese Vielfalt von Konflikten im Rahmen einer einzigen Transaktion zeigt, dass eine abschliessende Aufzählung möglicher Konflikte offensichtlich nicht möglich ist. Schon eine *Kategorisierung* gestaltet sich schwierig. Das in der Botenschaft genannte Beispiel offenbart ein allgemeines Normenkonfliktpotential: Eine Übernahmeregulierung kann eine aktive Position des Verwaltungsrats fordern, der im Sinne einer beteiligten Instanz diese aktiv überwachen soll und diesbezüglich verschiedene Pflichten wahrzunehmen hat (der Verwaltungsrat

784

¹⁵⁹⁹ Siehe hierzu hinten [N 881 ff.](#)

¹⁶⁰⁰ TEDJANI, 77.

¹⁶⁰¹ Hier ging es um eine Transaktion der italienischen Cosmo Pharmaceuticals SpA, welche gleichzeitig Pflichten nach italienischem Gesellschaftsrecht und schweizerischem Übernahmemaufsichtsrecht auslöste, welche sich hinsichtlich verschiedener Aspekte widersprachen; siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA.

¹⁶⁰² Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3 Rz. 12.

¹⁶⁰³ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3 Rz. 13.

¹⁶⁰⁴ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3 Rz. 14.

¹⁶⁰⁵ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3 Rz. 15.

als «Gatekeeper» des Übernahmeangebots).¹⁶⁰⁶ Oder aber ihm wird aufgrund der Gefahr der Wahrnehmung von Eigeninteressen eine strenge Neutralitätspflicht auferlegt, welche ihm strikte verbietet, sich aktiv im Übernahmeprozess einzubringen.¹⁶⁰⁷ Daraus können sich diverse Widersprüche hinsichtlich der Pflichten der Zielgesellschaft ergeben.¹⁶⁰⁸ So bieten die Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats einiges an Normenkonfliktpotential.¹⁶⁰⁹ Einen anderen Konfliktherd etwa bilden die oft bestehenden strengen Fristen des Übernahmerechts (betreffend Angebotsdauer etc.), welche – bei fehlender internationaler Abstimmung – die Übernehmerin vor das Problem stellen können, unterschiedlich laufende Fristen nicht einhalten zu können.¹⁶¹⁰

785 Um die Normenkonfliktherde zu eruieren, müssen die jeweils gleichzeitig anwendbaren Rechtsordnungen konkret verglichen werden. Dies wurde etwa für das deutsche und amerikanische Recht durch JOSENHANS gemacht, welcher die beiden Übernahmeregulierungen auf ihre Unterschiede und Widersprüche hin untersuchte.¹⁶¹¹ Neben Konflikten hinsichtlich der Pflichten der Zielgesellschaft stellte er auch Unterschiede bei den Pflichten des Bieters fest, namentlich in Bezug auf Publizitätsanforderungen, Verfahrensvorschriften, Haftung und Klagemöglichkeit, aber auch grundlegender inhaltlicher Art (Angebotspflicht, Angebotspreis, Bedingungen etc.).¹⁶¹² So ist davon auszugehen, dass auch zwischen dem Schweizer Übernahmerecht und anderen Übernahmerechten in ähnlicher Weise Unterschiede bestehen.

786 Mögliche Normenkonflikte sind m. E. nicht abschliessend eingrenzbar. Sie sind – je nach anwendbarem Übernahmeaufsichts- oder Gesellschaftsrecht – hinsichtlich aller Übernahmeregeln denkbar und können in Bezug auf materielle

¹⁶⁰⁶ Siehe SCHENKER, Übernahmerecht, 544 ff., zur Funktion des Verwaltungsrats als «Gatekeeper».

¹⁶⁰⁷ Siehe zu einer ausführlichen Rechtsvergleichung diesbezüglich mit der Rechtslage in den USA und Grossbritannien BARRY, 48 ff.

¹⁶⁰⁸ JOSENHANS, 82 f.

¹⁶⁰⁹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 226.

¹⁶¹⁰ Vgl. TEDJANI, 77. Bspw. könnte nach dem Recht eines Staates ein Pflichtangebot innert relativ kurzer Frist abzugeben sein, während nach dem Recht eines anderen Staates zwingend vorgängig eine Arbeitnehmerkonsultation vorzunehmen ist, welche mehr Zeit beansprucht, als die erste Frist zulässt. Nach den Schweizer Übernahmeregeln ist deshalb nach Art. 39 FinfraV-FINMA aus wichtigen Gründen eine Fristverlängerung möglich bei der Frist zur Abgabe des Pflichtangebots.

¹⁶¹¹ JOSENHANS, 82 ff.; für einen Vergleich des österreichischen Rechts mit dem US-amerikanischen Recht siehe REITER-GERM, 145 ff.

¹⁶¹² JOSENHANS, 83 ff.

und verfahrensrechtliche Fragen auftreten. Deshalb ist es m. E. auch schlicht nicht praktikabel, schon bei der Kotierung einer Gesellschaft abstrakt zu überprüfen, ob ein potenzielles Kaufangebot auf diese Gesellschaft dem Schweizer Recht unterstehen würde, wie dies TEDJANI vorschlägt.¹⁶¹³ Da je nach Art der Transaktionsausgestaltung unterschiedliches ausländisches Gesellschafts- oder Übernahmeaufsichtsrecht anwendbar sein kann, lassen sich *nicht* alle potenziellen Normenkonflikte abstrakt voraussehen.

4. Zweite Voraussetzung: Gleichwertiger Anlegerschutz durch ausländisches Recht

Als zweite Voraussetzung des Anwendungsverzichts verlangt Abs. 2 lit. b, dass «das ausländische Recht einen Schutz der Anlegerinnen und Anleger gewährleistet, der demjenigen des schweizerischen Rechts gleichwertig ist». Wenn eine gleichwertige Aufsicht in einem anderen Staat gegeben ist, kann von der Durchsetzung des eigenen Rechts abgesehen werden. Dieser Mechanismus ist dem internationalen Finanzmarktrecht im Allgemeinen nicht unbekannt, sondern Ausfluss des «Gleichwertigkeitsprinzips».¹⁶¹⁴

787

Um diese zweite Voraussetzung zu verstehen, müssen das Verständnis des *Anlegerschutzes* im Sinne des Übernahmerechts und der Standard der *Gleichwertigkeit* geklärt werden.

788

4.1. Begriff des Anlegerschutzes

Der *Anlegerschutz* ist im Finanzmarktrecht allgemein ein gesichertes, dogmatisch etabliertes Prinzip.¹⁶¹⁵ Darunter wird der Schutz des einzelnen Kapitalanlegers vor Vermögenseinbussen verstanden, welche sich namentlich infolge eines Marktversagens, unlauteren Verhaltens oder Insolvenz eines Finanzintermediärs ergeben oder Konsequenz unzureichender Information, Sorgfalt oder Interessenvertretung sind.¹⁶¹⁶

789

¹⁶¹³ TEDJANI, 323 ff. und zusammenfassend 363.

¹⁶¹⁴ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 138; zum Gleichwertigkeitsprinzip und zur Äquivalenz im Finanzmarktrecht schon vorne [N 207 ff.](#), sodann etwa KÖPFER, 325 ff.; SETHE, Drittstaatenregime, 624 f.; WEBER R./SETHE, 569 ff.; siehe als Beispiele Art. 23 Abs. 4 lit. a FinfraG; Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraG; Art. 93 Abs. 5 FinfraG; Art. 95 lit. a FinfraG.

¹⁶¹⁵ SETHE, Anlegerschutz, 108, m. w. H.; für eine ausführlich historische Betrachtung der Entwicklung des Anlegerschutzes siehe SETHE, Anlegerschutz, 149 ff.

¹⁶¹⁶ SK FinfraG-SETHE, Art. 1 N 11; SETHE, Konsumentenschutz, § 8 N 8.39; ZOBL/KRAMER S., 14 f.

- 790 Die Notwendigkeit des Anlegerschutzes ist ebenfalls für den *Bereich des Übernahmerechts* anerkannt bzw. es liegt umgekehrt auch der Anlegerschutz geradezu dem Übernahmerecht zugrunde.¹⁶¹⁷ Vorrangiger Zweck des Übernahmemaufsichtsrechts sind der Anlegerschutz (bzw. Vertrauensindividualschutz) – bestehend aus der Zieltrias Gleichbehandlung, Transparenz und Lauterkeit – und der Funktionenschutz,¹⁶¹⁸ wobei sie sich im Übernahmerecht oft nur schwer trennen lassen.¹⁶¹⁹
- 791 In gleicher Weise wie das Übernahmemaufsichtsrecht insgesamt findet sich auch der übernahmerechtliche Anlegerschutz nicht im reinen Kapitalmarktrecht wieder, sondern im besonderen Grenzbereich zum Gesellschaftsrecht und somit zwischen eigentlichem Anlegerschutz – verstanden als Schutz des (rechtlich) einflusslosen Kapitalgebers – und Aktionärsschutz (verstanden als Schutz des qualifizierten, mitwirkenden Anlegers).¹⁶²⁰ Zu den allgemeinen Anlegerschutzgedanken hinzu treten hier *gesellschaftsrechtliche* Schutzproblematiken, insbesondere der Schutz der Minderheitsaktionäre.¹⁶²¹ Während der Anlegerschutz im (allgemeinen) Kapitalmarktrecht primär eine marktbezogene Komponente zeigt, weist er im Grenzbereich zum Gesellschaftsrecht verstärkte Verbindungen zu mitgliedschaftsbezogenen Aspekten auf. Die Nähe

¹⁶¹⁷ Siehe ausführlich BERDING, 5 ff.; MANGINI-GUIDANO, 209 ff.; SCHIEL, 121 ff.; TEDJANI, 13 ff.

¹⁶¹⁸ Botschaft BEHG 1993, 1382; ACKERMANN, 133 ff.; HÖHN/LANG/ROELLI, 25 ff.; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 420; Art. 1 UEV; siehe schon vorne [N 84 ff.](#)

¹⁶¹⁹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 221; siehe auch ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 733 f.; zudem kommt auch dem Anlegerschutz eine gewisse Funktionenschutzwirkung zu.

¹⁶²⁰ Diese Abgrenzung so vornehmend WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 268; siehe sodann zur Problematik MANGINI-GUIDANO, 72 ff.

¹⁶²¹ So explizit das Bundesgericht in BGE 133 II 81 E. 4.3.2; obwohl das Gesellschaftsrecht ebenfalls Anlegerschutzgedanken kennt und diesbezüglich in vielen Punkten mit dem kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz übereinstimmt, vgl. MANGINI-GUIDANO, 73.

zum Gesellschaftsrecht spricht für ein – gegenüber dem Finanzmarktrecht allgemein – eigenständiges *übernahmerechtliches Verständnis* des Begriffs des Anlegerschutzes.¹⁶²²

Deshalb wird dem Anlegerschutz im Bereich des Übernahmerechts das primäre Ziel der Gleichbehandlung – als kapitalmarktrechtliches sowie gesellschaftsrechtliches Prinzip – und des Schutzes der Minderheitsaktionäre attestiert,¹⁶²³ einzurechnen sind aber auch die beiden übernahmerechtlichen Ziele der Transparenz und der Lauterkeit.¹⁶²⁴ Der übernahmerechtliche Anlegerschutz muss mit diesen funktionalen Zielen insbesondere die *Entscheidungsfreiheit* der Aktionäre der Zielgesellschaft sicherstellen und das *Koordinations- und Verhandlungsdefizit der Anleger* gegenüber dem Anbieter kompensieren.¹⁶²⁵

792

Mit der Voraussetzung des gleichwertigen Anlegerschutzes gemäss Art. 125 Abs. 2 lit. b FinfraG hat sich TEDJANI auseinandergesetzt.¹⁶²⁶ Die Gleichwertigkeit des Anlegerschutzes müsse im *Einzelfall* beurteilt werden, wobei das ausländische Recht wenigstens die folgenden *Mindeststandards* zu erfüllen habe:¹⁶²⁷ (i) Anlegergleichbehandlung; (ii) Lauterkeit des Angebots; (iii) Transparenz des Angebots. Neben diesen Mindeststandards seien auch die *Chancengleichheit* zwischen Anbieter und Zielgesellschaft, *Waffengleichheit* zwischen konkurrenzierenden Anbietern, *Rechtssicherheit* und *Beschwerde-*

793

¹⁶²² Das FinfraG allgemein kennt gemäss Art. 1 Abs. 2 eine vielseitige Zweckverfolgung, wobei der Anlegerschutz (Schutz der Finanzmarktteilnehmer sowie die Anlegergleichbehandlung) Teil davon bildet. Art. 1 UEV nennt für das Übernahmerecht eine vergleichsweise verengte Zielsetzung, indem die Sicherstellung von Lauterkeit, Transparenz und die Anlegergleichbehandlung angeführt werden. Wie die Zielsetzung ist auch die Anlegerschutzproblematik im Übernahmerecht begrenzter, da hier ein Teil der Gefahren wegfällt, so etwa das Risiko der Insolvenz des Finanzintermediärs sowie der Sorgfaltspflichtverletzung des Finanzintermediärs. Es bleiben die Gefahren von Marktversagen, unlauterem Verhalten, unzureichender Information oder Interessenvertretung.

¹⁶²³ Botschaft BEHG 1993, 1389; SCHENKER, Übernahmerecht, 26; WERLEN T., Kapitalmarktrecht, 209. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nicht identisch ist.

¹⁶²⁴ So der Dreiklang der «drei tragenden Prinzipien» des Übernahmerechts, Verfügung 0522/01 der UEK vom 4.1.2013 i. S. Absolute Invest AG, E. 2.2; siehe schon Art. 1 UEV; Ansätze des Grundsatzes der Transparenz finden sich auch im Aktienrecht.

¹⁶²⁵ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125–141 FinfraG N 5; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 1 N 8.

¹⁶²⁶ TEDJANI, 13 ff., 175 ff., 362.

¹⁶²⁷ TEDJANI, 179 ff.

möglichkeiten der Parteien zu berücksichtigen.¹⁶²⁸ Den Ausführungen hinsichtlich des Mindeststandards kann zugestimmt werden.¹⁶²⁹ Eine Berücksichtigung der weiteren Kriterien ist m. E. jedoch nicht angezeigt bzw. deren Anlegerschutzgehalt in den drei Mindeststandards schon umfasst. Da sie teilweise nur mittelbar den Anlegerschutz betreffen, gehen sie insgesamt über die Anlegerschutzthematik hinaus (insb. soweit sie auf den Schutz der Übernehmer fokussieren).

- 794 Wenn der Anlegerschutz i. S. v. Art. 125 Abs. 2 lit. b FinfraG zu gewährleisten ist, muss sich die Gleichwertigkeit der Übernahmeregeln m. E. an der Verwirklichung der (Aktionärs-)Gleichbehandlung, aber auch der Transparenz und der Lauterkeit messen, womit insbesondere die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre gesichert werden soll.¹⁶³⁰

4.2. Gleichwertigkeit

- 795 Das ausländische Recht hat hinsichtlich des Anlegerschutzes *gleichwertig* zu sein. Wie bei Gleichwertigkeits- bzw. Äquivalenzprüfungen im Finanzmarktrecht generell muss m. E. auch hier nicht Deckungsgleichheit gegeben sein, sondern *Vergleichbarkeit*.¹⁶³¹ Mithin muss eine *funktionale Äquivalenz* vorliegen, insofern dass Intention und Regelungsziel übereinstimmen und sich auch in der entsprechenden Um- bzw. Durchsetzung äussern.¹⁶³²
- 796 Diese funktionale Äquivalenz muss hinsichtlich des dargelegten Anlegerschutzes gegeben sein, nicht hinsichtlich des Übernahmehaufsichtsrechts allgemein. Dabei genügt die Auffindung der entsprechenden wesentlichen Elemente bzw. Kernprinzipien im ausländischen Recht.¹⁶³³ Als anlegerschutztechnische Kernprinzipien des Schweizer Übernahmehaufsichtsrechts wurden Gleichbehandlung sowie Transparenz und Lauterkeit verortet. Zwar werden die Mehrheit der Vorschriften des Übernahmehaufsichtsrechts grundsätzlich als Instrumente des Anlegerschutzes qualifiziert, so u. a. Informationspflichten, Preisbildungsregeln, Verhaltenspflichten, Fristenregeln, die Angebotspflicht und die Squeeze-

¹⁶²⁸ TEDJANI, 180.

¹⁶²⁹ Siehe zu den Anforderungen an die Gleichwertigkeit sogleich [N 795 ff.](#)

¹⁶³⁰ So auch TEDJANI, 179 ff., dazu ausführlicher sogleich.

¹⁶³¹ Zur Äquivalenzprüfung (in anderem Zusammenhang, aber adaptierbar) SETHE, Drittstaatenregime, 625.

¹⁶³² Allgemein KÖPFER, 325 ff.; für den Bereich des Übernahmehaufsichtsrechts (für Deutschland) von «Funktionsäquivalenz» spricht, JOSENHANS, 435.

¹⁶³³ Siehe SETHE, Drittstaatenregime, 625.

out-Regelung.¹⁶³⁴ Da eine funktionale Gleichwertigkeit jedoch genügt, müssen diese Instrumente nicht alle im ausländischen Recht ebenfalls aufgefunden werden, sondern die Übernahmeregeln sind m. E. in ihrer Gesamtheit auf den Anlegerschutzstandard zu prüfen.

Zu prüfen ist namentlich, ob die übernahmerechtlichen Pflichten des ausländischen Rechts (oder entsprechende dort im Gesellschaftsrecht angesiedelte Instrumente) die Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft und der Anleger sowie die Transparenz und Lauterkeit – *im Sinne einer Gesamtschau* –¹⁶³⁵ in vergleichbarer Weise schützen und so die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre sicherstellen.

797

4.3. Überprüfung anhand der Praxis der Übernahmekommission

Die UEK hat sich in mehreren Fällen mit der Voraussetzung des gleichwertigen Anlegerschutzes befasst. Im Fall «*Cosmo Pharmaceuticals*» prüfte sie, ob das italienische (Gesellschafts-)Recht einen dem schweizerischen Übernahmerecht gleichwertigen Anlegerschutz böte.¹⁶³⁶ Die UEK stellte zuerst zwar fest, dass die Regelung im ausländischen Recht einer anderen Zielsetzung unterläge. Trotzdem gewähre das ausländische Recht konzeptionell einen Anlegerschutz, welcher in seiner Breite über denjenigen des schweizerischen Rechts hinausginge und dem Partikularinteresse des Aktionärs mehr Gewicht einräume als die schweizerische Parallelordnung, indem den Aktionären die Austrittsmöglichkeit grosszügig eingeräumt werde.¹⁶³⁷ Inhaltlich sei der Anlegerschutz in vergleichbarer Weise gewährleistet, insbesondere aufgrund der Vermeidung von Diskriminierungen bestimmter Aktionäre.¹⁶³⁸ Im Ergebnis sei eine Aktionärgleichbehandlung gesichert und damit ein mit Art. 125 ff. FinfraG gleichwertiger Anlegerschutz.¹⁶³⁹

798

Diese Ausführungen sind in mehrfacher Hinsicht interessant: Die UEK hat das ausländische Recht nicht in seiner Gesamtheit abstrakt auf die Gleichwertigkeit hin verglichen, sondern konkret hinsichtlich der Auswirkungen für die Aktionäre. Sie hat dabei weder die Bedeutung von Transparenz und Lauterkeit im

799

¹⁶³⁴ BERDING, 27 ff.; BSK FinfraG–TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 15a.

¹⁶³⁵ Vgl. SK FinfraG–KRAMER S./FAVRE, Art. 95 N 18.

¹⁶³⁶ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.2, Rz. 16.

¹⁶³⁷ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.2, Rz. 17.

¹⁶³⁸ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.2, Rz. 18.

¹⁶³⁹ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.3.

ausländischen Recht berücksichtigt noch den Anlegerschutzstandard allgemein betrachtet. Vorab ist festzustellen, dass der Fall insofern besonders ist, als hier eine Kollision mit ausländischem Gesellschaftsrecht zugrunde lag. Da die Grundsätze Lauterkeit und Transparenz dem Gesellschaftsrecht nicht im gleichen Masse wesenseigen sind, können schon aufgrund der Ausgangslage dort kaum Regelungen gefunden werden, welche eine diesbezügliche Äquivalenz begründen. Die UEK hat sich deshalb auf die Untersuchung der Gleichbehandlung beschränkt, womit sie immerhin dieses Kernprinzip des übernahmerechtlichen Anlegerschutzes gewertet hat, jedoch nicht die weiteren Prinzipien (bzw. Mindeststandards¹⁶⁴⁰). Auch aus der Aussage, dass der Anlegerschutz «vergleichbar» sein muss (und nicht gleichwertig i. S. v. identisch), kann gefolgert werden, dass die UEK die Voraussetzungen nicht allzu hoch ansetzen möchte. Allgemein müssen die durch die UEK gestellten Anforderungen und die Gleichwertigkeit somit in diesem Fall als *äusserst niedrig* bezeichnet werden.

800 In einem späteren Fall («SHL Telemedicine») hat die UEK allerdings deutlich strengere Voraussetzungen an die Gleichwertigkeit gestellt.¹⁶⁴¹ Dabei wurde die grundsätzliche Anwendbarkeit des schweizerischen Übernahmerechts festgestellt, ohne auf den Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG einzugehen,¹⁶⁴² was m. E. nicht nachvollziehbar ist.¹⁶⁴³ Anschliessend hat die UEK aber – unter dem Titel der Ausnahmegewährung von der Angebotspflicht (Art. 136 FinfraG) – geprüft, ob das ausländische Recht (i. c. israelisches Recht) bezüglich des Anlegerschutzes gleichwertig ist.¹⁶⁴⁴ Dabei hat sie die Transparenz als «zentrales Grundprinzip des schweizerischen Übernahmerechts» prominent berücksichtigt.¹⁶⁴⁵ Die UEK stellte fest, dass das israelische Recht dem Grundprinzip der Transparenz nicht in genügendem Masse Rechnung trage, weshalb der Anlegerschutz durch das ausländische Recht nicht dem schweizerischen Recht entspreche.¹⁶⁴⁶

801 Eine ähnliche Praxis verfolgte die UEK schon im Fall *International Minerals Corporation*, indem sie (ebenfalls unter der Thematik der Befreiung von der

¹⁶⁴⁰ So nach der Terminologie von TEDJANI, 179, 362.

¹⁶⁴¹ Siehe Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd.

¹⁶⁴² Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 1.

¹⁶⁴³ Siehe hierzu hinten [N 1088](#).

¹⁶⁴⁴ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.2.

¹⁶⁴⁵ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.2. Rz. 13 und E. 3.2.3

¹⁶⁴⁶ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.3.

Angebotspflicht nach Art. 136 FinfraG) prüfte, ob der Anlegerschutz unter dem kanadischen Recht materiell-rechtlich der schweizerischen Regelung entspricht.¹⁶⁴⁷ Dabei hatte die Anlegerschutzäquivalenz «insbesondere den Grundsätzen der Gleichbehandlung, Transparenz und Lauterkeit in genügendem Masse» Rechnung zu tragen.¹⁶⁴⁸

Aus diesen letzten zwei Fällen ergibt sich ein gänzlich anderes Bild der Prüfung der Anlegerschutzäquivalenz: Anders als im Falle Cosmo Pharmaceuticals wird nicht nur die Aktionärsleichbehandlung, sondern ebenfalls die Lauterkeit und schwerpunktmässig die Transparenz geprüft, und dies unter Ansetzung eines strengeren Massstabs der Gleichwertigkeit. Diese unterschiedlichen Prüfungsmaßstäbe in der Praxis der UEK könnten darauf zurückzuführen sein, dass die Gleichwertigkeitsprüfung im Rahmen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG und im Rahmen der Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht nach Art. 136 FinfraG unterschiedlich vorzunehmen sind. Gründe für eine solche Differenzierung sind jedoch m. E. nicht ersichtlich.¹⁶⁴⁹

802

Es kann hier keine konsistente Praxis zur Gleichwertigkeit des Anlegerschutzes verortet werden. Auch hat sich die UEK m. E. zu sehr auf die im konkreten Fall einschlägige Problematik konzentriert, anstatt einen abstrakten Vergleich des Anlegerschutzniveaus vorzunehmen, weshalb jeweils einzelne Prinzipien im Vordergrund standen. Daher ist an den eigenen Ausführungen zur Gleichwertigkeit des Anlegerschutzes festzuhalten. Nach Art. 125 Abs. 2 lit. b FinfraG ist somit das ausländische Recht auf seine funktionale Äquivalenz hinsichtlich des Anlegerschutzstandards *insgesamt* zu prüfen.

803

Besonders gestaltet sich die Gleichwertigkeitsprüfung m. E. allerdings bei einem *partiellen Anwendungsverzicht*:¹⁶⁵⁰ Wird nur auf die Anwendung einzelner Vorschriften verzichtet, so ist ein Gesamtvergleich entbehrlich und es genügt zu prüfen, ob der Anlegerschutz durch das ausländische Recht den Wegfall der inländischen Norm auffängt. Die Prüfung ist darauf zu beschränken, ob der Anlegerschutz *insgesamt* (durch beide Rechtsordnungen zusammen) noch ge-

804

¹⁶⁴⁷ Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation, E. 4.

¹⁶⁴⁸ Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation, E. 4 Rz. 15.

¹⁶⁴⁹ Bzw. wäre eher unter Art. 125 Abs. 2 FinfraG die Prüfung breiter vorzunehmen (im Sinne einer Berücksichtigung von Gleichbehandlung, Transparenz und Lauterkeit anstatt nur der Aktionärsleichbehandlung, welche besonders bei der Angebotspflicht wichtig ist).

¹⁶⁵⁰ Siehe zum partiellen Anwendungsverzicht hinten [N 835 ff.](#)

wahrt wäre. Statt des abstrakten Vergleichs der beiden Übernahmeregime wäre die Prüfung vorzunehmen, ob der Ausfall (hinsichtlich Anlegerschutz) durch das ausländische Recht kompensiert würde.

5. Kriterien für die Ausübung des Anwendungsverzichts

805 Sind die beiden behandelten Voraussetzungen erfüllt, liegt dementsprechend ein Normenkonflikt vor und ist ein gleichwertiger Anlegerschutz durch das ausländische Recht gegeben, so «kann» gemäss Art. 125 Abs. 2 FinfraG auf die Anwendung des schweizerischen Rechts verzichtet werden. Diese sehr offene Formulierung führt zu zahlreichen Fragen: Namentlich gilt es zu klären, wer wann in welcher Form bzw. auf wessen Initiative über den Anwendungsverzicht entscheidet¹⁶⁵¹ und nach welchen Kriterien der Anwendungsverzicht vorgenommen werden soll bzw. muss.

5.1. Kompetenz für die Vornahme des Anwendungsverzichts

806 Auch wenn der Wortlaut dies nicht ausdrücklich statuiert, wird grundsätzlich davon ausgegangen, dass der Anwendungsverzicht *nur durch die UEK (bzw. die FINMA)* behördlich vorgenommen werden kann.¹⁶⁵² Zweifellos kann dieser nicht von den Parteien ausgehen, selbst ein von allen involvierten Parteien getragener Anwendungsverzicht hätte keine Wirkung, da die Parteien nicht über die Anwendbarkeit oder Nichtanwendbarkeit von zwingendem Aufsichtsrecht entscheiden können, was sich schon aus dem Anlegerschutzgedanken klar ergibt.

807 Schwieriger gestaltet sich die Frage, ob der Anwendungsverzicht auch durch ein *Zivilgericht* ausgesprochen werden kann. Wird der Doppelnormcharakter von übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen bejaht, so wäre die Konsequenz, dass auch Zivilgerichte Normen des FinfraG zur Anwendung bringen können.¹⁶⁵³ Oder es wird bspw. im Rahmen eines Verantwortlichkeitsprozesses gegen den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft geprüft, ob er seine Pflichten verletzt oder gegen zwingendes Recht verstossen hat. In der Regel wird die Anwendbarkeit des FinfraG im entsprechenden aufsichtsrechtlichen Verfahren bereits geprüft worden sein. Sofern dort kein Anwendungsverzicht ausgesprochen wurde oder gar noch keine Entscheidung der UEK vorliegt, kann dies m. E. auch das Zivilgericht mangels Kompetenz nicht (nachträglich) tun. Dop-

¹⁶⁵¹ Siehe dazu auch hinten [N 860 ff.](#)

¹⁶⁵² Siehe schon die soeben dargestellte Praxis der UEK.

¹⁶⁵³ Siehe dazu vorne [N 240.](#)

pelnormcharakter kommt höchstens einzelnen Normen des FinfraG zu, während Art. 125 Abs. 1 und 2 FinfraG als rein öffentlich-rechtliche Normen zu qualifizieren sind. Schon deshalb kommt die Anwendung von Art. 125 Abs. 2 FinfraG durch ein Zivilgericht nicht in Frage. Beim Anwendungsverzicht handelt es sich zudem um ein besonderes aufsichtsrechtliches Institut, welches der Aufsichtsbehörde das Ermessen einräumt, zwingende Bestimmungen im Einzelfall nicht zur Anwendung zu bringen. Diese Kompetenz muss ausschliesslich bei den Aufsichtsbehörden verbleiben. Immerhin kann Art. 125 Abs. 2 FinfraG insofern im Zivilprozess berücksichtigt werden, als das Zivilgericht bei der privatrechtlichen Beurteilung des Handelns die Normen des FinfraG im Einzelfall nicht als Eingriffsnorm anwendet, da es ihnen aufgrund des Anwendungsverzichts am – für den Eingriffsnormcharakter notwendigen – qualifiziert zwingenden Durchsetzungswillen fehlt.¹⁶⁵⁴

5.2. Ermessensspielraum

Mit der «Kann-Formulierung» wird zweifellos die Einräumung von Ermessen zum Ausdruck gebracht.¹⁶⁵⁵ Ist das Schweizer Übernahmearbeitsrecht anwendbar, so kann die Aufsichtsbehörde es zur ordentlichen Anwendung bringen (trotz des gleichwertigen ausländischen Schutzes) oder aber auf die Anwendung verzichten. Der eingeräumte *Ermessensspielraum* wird als äusserst gross eingestuft.¹⁶⁵⁶

808

Neben den soeben dargestellten notwendigen Verzichtsvoraussetzungen stellt das Gesetz keine Kriterien für den Anwendungsverzicht auf. Diese unbestimmte bzw. vage Regelung wird dem Bedürfnis gerecht, im Einzelfall sachgerecht über einen Verzicht entscheiden zu können.¹⁶⁵⁷ Die Einräumung von Ermessen zur Vermeidung von Normenkonflikten bei Übernahmen ist kein Ausnahmephänomen, sondern auch anderen Rechtsordnungen (in anderer Form) bekannt.¹⁶⁵⁸ Nachteilig zeigt sich jedoch die Rechtsunsicherheit für die Parteien mangels Vorausssehbarkeit.¹⁶⁵⁹ Da eine explizite gesetzliche Grund-

809

¹⁶⁵⁴ Siehe dazu hinten [N 1189 ff.](#)

¹⁶⁵⁵ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 15a.

¹⁶⁵⁶ So TEDJANI, 363.

¹⁶⁵⁷ Vgl. TORKA, 149 f.

¹⁶⁵⁸ Siehe etwa in Deutschland § 24 WpÜG, wonach die BaFin dem Bieter zur Vermeidung von Normenkonflikten gestatten kann, die in den betroffenen Staaten ansässigen Wertpapierinhaber vom Angebot auszunehmen; der BaFin wird diesbezüglich ein Ermessen eingeräumt, siehe Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-SÜSSMANN, § 24 N 11.

¹⁶⁵⁹ Siehe dazu hinten [N 929.](#)

lage gegeben ist, kann das Absehen von der Durchsetzung des eigenen (zwingenden) Rechts immerhin vor dem Hintergrund des Legalitätsprinzips als unproblematisch eingeordnet werden.¹⁶⁶⁰

- 810 Auch wenn ein Ermessensspielraum gewollt ist, sind *Kriterien* im Sinne von Leitplanken zu suchen, nach denen das eingeräumte Ermessen sachgerecht zu nutzen ist, um die Parteien diesbezüglich nicht im Ungewissen zu belassen. Es ist die Praxis der UEK diesbezüglich kritisch zu analysieren und anschliessend sind eigene Überlegungen anzustellen.

5.3. Praxis der Übernahmekommission

- 811 Die UEK hat in mehreren Fällen dargelegt, nach welchen Kriterien sie ihr Ermessen ausübt, wenn ein Anwendungsverzicht im Raum steht.
- 812 Im «*De Beers*»-Fall hat die UEK ausgeführt, bei einem gleichzeitigen Geltungsanspruch zweier Rechtsordnungen sei auf das «vertragskollisionsrechtliche Prinzip des Sachzusammenhangs abzustellen, wie es das IPRG z. B. in Art. 117 Abs. 1 vorsieht.» Dieser Sachzusammenhang definiere sich «nach der Stärke der jeweiligen nationalen Bezugspunkte der zu übernehmenden Zielgesellschaft».¹⁶⁶¹ Zur Bestimmung des engsten Sachzusammenhangs stellte die UEK primär auf die Geschäftstätigkeit, die Zahl der Mitarbeiter sowie das Handelsvolumen der Anteile ab und nahm eine Gesamtwürdigung vor.¹⁶⁶² Mit anderen Worten war das eigene Recht zurückzunehmen, wenn ein engerer Sachbezug zum ausländischen Recht gegeben war.
- 813 Dieser Praxis folgte die UEK im *Fall Richemont*, wo sie darlegte, zur Normenkonfliktvermeidung müsse das «Prinzip des engsten Zusammenhangs (vgl. Art. 15 und 117 Abs. 1 IPRG)» angewandt werden.¹⁶⁶³ Ein solcher Zusammenhang müsse entsprechend der Intensität der verschiedenen nationalen Verbindungen des Zielunternehmens definiert werden.¹⁶⁶⁴ Diese Ausführungen der UEK sind allerdings formell unter dem Titel der Bestimmung des Sitzes der Zielgesellschaft zu finden. Trotzdem ist m. E. nicht davon auszugehen, dass die UEK das Prinzip des engsten Zusammenhangs nur für die Bestimmung des Sitzes

¹⁶⁶⁰ Vgl. zum Legalitätsprinzip im Zusammenhang mit dem Verzicht auf die Anwendung von Übernahmevorschriften im deutschen Recht JOSENHANS, 424.

¹⁶⁶¹ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁶⁶² Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁶⁶³ Bzw. auf Französisch «se fonder sur le principe du lien le plus étroit (cf. art. 15 et 117, al. 1, LDIP)», Empfehlung 0377/01 der UEK vom 29.7.2008 i. S. Richemont SA, E. 1.3.

¹⁶⁶⁴ Empfehlung 0377/01 der UEK vom 29.7.2008 i. S. Richemont SA, E. 1.3.

anwendete, wie TEDJANI ausführt.¹⁶⁶⁵ Im «De Beers»-Fall hatte die UEK den Sitz in einem ersten Schritt gemäss Inkorporationsprinzip bestimmt und das Schweizer Übernahmemaufsichtsrecht für anwendbar erklärt.¹⁶⁶⁶ Das Prinzip des engsten Zusammenhangs hat sie erst in einem zweiten Schritt – auf der Ebene des Anwendungsverzichts bzw. der Freistellung – angewandt.¹⁶⁶⁷ Im Richeмонт-Fall trennt die UEK diese beiden Ebenen nun nicht mehr klar. Der dabei vorgenommene Verweis auf die eingehendere und präzisere «De Beers»-Praxis und die getätigte Überlegung der Vermeidung von Kompetenzkonflikten zeigen aber, dass es nicht um die Sitzbestimmung ging, sondern um vorgezogene Überlegungen zu Normenkollisionen, wie sie unter dem Titel des Anwendungsverzichts zu diskutieren sind. Für die UEK war demnach massgebliches Kriterium für den Anwendungsverzicht, ob die Zielgesellschaft einen engeren Bezug zur in- oder ausländischen Rechtsordnung hat.

Diese Praxis ist jedoch begründet worden, noch bevor die *geltende Regelung* zum Anwendungsverzicht in ihrer kodifizierten Form existierte. Daraus folgt die Frage, ob dieser Praxis weiterhin Geltung zukommen soll, obwohl die ausdrückliche gesetzliche Regelung dieses Kriterium nicht übernommen hat, oder ob der Gesetzgeber bewusst von der Praxis abweichen wollte. Dass die gesetzliche Regelung des Anwendungsverzichts gemäss Gesetzgeber eine Kodifizierung der UEK-Praxis darstellen soll,¹⁶⁶⁸ spricht für eine Mitübernahme der Massgeblichkeit des Sachzusammenhangs. Im Fall «Cosmo Pharmaceuticals» unter der geltenden Regelung hat die UEK nach der Prüfung der Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG unmittelbar die Vornahme des Anwendungsverzichts statuiert, ohne auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs einzugehen.¹⁶⁶⁹ Sie hat aber zu dieser Frage auch nicht explizit Stellung genommen, sodass die Frage nach den massgebenden Kriterien als offengelassen angesehen werden kann. Vor dem Hintergrund der gesetzgeberischen Intention kommt m. E. der Praxis der UEK deshalb noch immer Geltung zu, da mit Blick auf die Rechtsunsicherheit immer noch ein Bedarf für Kriterien zur Ermessensausübung besteht.

814

¹⁶⁶⁵ So TEDJANI, 192 ff.

¹⁶⁶⁶ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 1a.

¹⁶⁶⁷ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁶⁶⁸ Botschaft BEHG 2011, 6900; siehe dazu vorne [N 648](#) und [N 756](#).

¹⁶⁶⁹ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.3.

5.4. Relevanz des Prinzips des engsten Zusammenhangs?

- 815 Der Rückgriff auf das international-privatrechtliche *Prinzip des engsten Zusammenhangs* ist für das Übernahmeaufsichtsrecht – als Teil des Wirtschaftskollisionsrechts – höchst interessant, da ein methodisch gänzlich fremdes Prinzip Eingang findet.
- 816 Dies führt zur Frage, ob hier methodisch falsch vorgegangen wurde oder ob das Prinzip des engsten Zusammenhangs in diesem Kontext tatsächlich ein *geeignetes Kriterium* ist. Bzw. ist in einem grösseren Rahmen zu fragen, wie die Massgeblichkeit eines Kernprinzips des internationalen Vertragsrechts in einem Bereich des Wirtschaftskollisionsrechts einzuordnen und zu würdigen ist. Bedeutet diese Praxis einen Systembruch bezüglich der Grundsätze des Wirtschaftskollisionsrechts oder stellt sie bloss eine unbeachtliche Erwägung zur Stützung einer Argumentation im Einzelfall dar? Im Folgenden ist vorab auf die Eignung des Kriteriums einzugehen, während die Einordnung in dem breiter gefassten Kontext der kollisionsrechtlichen Dimension erst an späterer Stelle erfolgen soll.¹⁶⁷⁰
- 817 Das Abstellen auf das Prinzip des engsten Zusammenhangs im Falle positiver Normenkonflikte wird in der Literatur teilweise befürwortet,¹⁶⁷¹ während andere einen Rückgriff auf vertragsrechtliche Prinzipien für die Anknüpfung von Übernahmevorschriften allgemein als verfehlt bezeichnen.¹⁶⁷² Sind im Falle eines in Frage kommenden Anwendungsverzichts Kriterien zu suchen, welchem Recht der Vorzug zu geben ist, so ist die Suche nach dem engeren Bezug m. E. ein *sachlich sinnvolles Kriterium*.
- 818 Zudem ist es ebenfalls mit der (*wirtschafts-*)*kollisionsrechtlichen Dogmatik* begründ- bzw. vereinbar: Da auf der Ebene des Anwendungsverzichts eine Äquivalenzprüfung vorgenommen wurde, kann von einer *Gleichwertigkeit* der Rechtsordnungen ausgegangen werden. Deshalb ist ein Rückgriff auf das traditionelle internationale Privatrecht bestens geeignet, weil dessen Anknüpfungsprinzipen – im Gegensatz zum Wirtschaftskollisionsrecht – auf der Gleichwertigkeit der Rechtsordnungen beruhen.¹⁶⁷³ Dass das Prinzip des engsten Zusammenhangs – als «Bild mit rechtsgestaltender Kraft» – schon im All-

¹⁶⁷⁰ Siehe hinten [N 895 ff.](#)

¹⁶⁷¹ So PETER/BOVEY, 26.

¹⁶⁷² So JOSENHANS, 232.

¹⁶⁷³ Siehe ausführlich hinten [N 906 ff.](#)

gemeinen explizit eine Einzelfallbetrachtung befördern soll,¹⁶⁷⁴ hilft es auch im Kontext des Anwendungsverzichts insofern, als es der UEK den gewünschten Entscheidungsspielraum belässt.

Andere Kriterien erweisen sich m. E. schnell als weniger tauglich: Diskutiert werden könnte etwa, diese Frage den Parteien im Sinne einer *Rechtswahlautonomie* zu überlassen.¹⁶⁷⁵ Oder es wird gemäss einem *Prioritätsprinzip* derjenigen Rechtsordnung zur Durchsetzung verholten, in der zuerst ein Verfahren hängig gemacht wurde bzw. deren Aufsichtsbehörde zuerst entscheidet.¹⁶⁷⁶ Das *Auswirkungsprinzip* hilft nicht weiter, da es kaum auf ausschliesslich eine Rechtsordnung verweist, zumal das Übernahmeangebot in beiden in Frage kommenden Rechtsordnungen Auswirkungen zeigen wird. Eine andere Überlegung wäre, die Schutzniveaus beider Übernahmerechtsordnungen zu vergleichen und dem strengeren Recht – im Sinne eines «*The-strictest-rule-Prinzips*» – den Vorzug zu geben.¹⁶⁷⁷ Auch wäre es denkbar, die Verfahrenseffizienz, die Aufwände für die Parteien und Behörden oder gar die Kosten für ausschlaggebend zu erklären.¹⁶⁷⁸ Ferner könnte auch auf andere internationalprivatrechtliche Prinzipien – etwa das Inkorporationsprinzips des Gesellschaftsrechts – zurückgegriffen werden (ebenfalls auf der Stufe der Ermessensausübung im Rahmen des Anwendungsverzichts).¹⁶⁷⁹ Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts soll aber m. E. sowohl bei Zielgesellschaften mit Sitz in der Schweiz wie im Ausland grundsätzlich zur Verfügung stehen, da ein Verzicht bei beiden Ausgangslagen angezeigt sein kann. Die Massgeblichkeit des

819

¹⁶⁷⁴ Siehe vorne [N 354](#).

¹⁶⁷⁵ Faktisch kommt der Übernehmerin ohnehin eine gewisse Rechtswahlfreiheit zu, insofern als sie entscheidet, in welcher Rechtsordnung sie einen Anwendungsverzicht beantragt und wo sie sich der Anwendung unterwirft. Die Gewährung von Rechtswahlfreiheit läuft allerdings dem zwingenden Ansatz der Übernahmearbeitsrechte grundlegend zuwider.

¹⁶⁷⁶ Auch die Massgeblichkeit der Rechtshängigkeit macht m. E. wenig Sinn, da dies im Ergebnis wieder eine Rechtswahl durch die Parteien ermöglichen würde.

¹⁶⁷⁷ Für eine solche Überlegung lässt Art. 125 Abs. 2 lit. b FinfraG keinen Spielraum, da ein «gleichwertiger» Anlegerschutz genügt; zu einem Beispiel der Anwendung des «*The-strictest-rule-Prinzips*» im Finanzmarktrecht allgemein siehe Sester et al., Finanzmarktaufsicht-BARTHOLET, 95.

¹⁶⁷⁸ Diese Kriterien sollten m. E. nicht ausschlaggebend sein für die Frage nach der Anwendung (zwingenden) Übernahmearbeitsrechts, wenn sie auch nach dem Grundsatz der Effizienz der Regulierung u. U. mitzuberücksichtigten sind.

¹⁶⁷⁹ Dazu hinten [N 906 ff.](#)

Inkorporationsprinzips würde dies verunmöglichen. Diese alternativen Kriterien erweisen sich im Rahmen der Ermessensausübung als wenig hilfreich und zu starr und sind deshalb zu verwerfen.

- 820 Das Prinzip des engsten Zusammenhangs scheint deshalb grundsätzlich ein taugliches Kriterium darzustellen, die *konkrete Anwendung* im vorliegenden Kontext ist aber zu beleuchten. Im Rahmen der vertragsrechtlichen Erfassung der Übernahme wurde der engste Zusammenhang einer Übernahme allgemein gesucht, wobei die Notwendigkeit einer Einzelfallbetrachtung unter besonderer Berücksichtigung des *Kotierungsortes* sowie des *Sitzes der Zielgesellschaft* festgestellt wurde.¹⁶⁸⁰ Allerdings wurde dies für den Vertrag bzw. die vertraglichen Aspekte der Übernahme festgestellt und ist deshalb nicht ohne Weiteres auf den vorliegenden Kontext adaptierbar.
- 821 Die UEK misst den engsten Bezug an der Stärke der jeweiligen nationalen Bezugspunkte der Zielgesellschaft (insb. Geschäftstätigkeit, Zahl der Mitarbeiter, Handelsvolumen der Wertpapiere).¹⁶⁸¹ Der engste Sachzusammenhang der Rechtsordnung könnte am *Vertrag*, an der *Nähe zur Zielgesellschaft* oder zur *Transaktion* bzw. Übernahme insgesamt gemessen werden. Während sich die UEK für die Massgeblichkeit der Zielgesellschaft ausgesprochen hat, muss m. E. die *Transaktion in ihrer Gesamtheit* betrachtet werden (wobei die Betrachtung der Zielgesellschaft und deren Kotierung im Zentrum stehen darf). Dies weil – wie der Fall «Cosmo Pharmaceuticals» zeigte – die konkrete rechtliche Gestaltung der Transaktion für die möglichen Normenkonflikte mit massgebend sein kann, was gesellschaftsrechtliche Vorgänge ebenso wie vertragliche Bezüge sowie Bezugspunkte der Zielgesellschaft umfassen kann. Die Transaktion muss auf ihre Bezüge zu den beiden konkurrierenden Rechtsordnungen hin untersucht werden, wobei die Überlegungen zum engsten Bezug des Vertrages einzubeziehen sind, aber insbesondere auch die Verknüpfungen der Zielgesellschaft. Es ist schliesslich dem Anwendungsanspruch derjenigen Rechtsordnung stattzugeben, deren Bezugspunkte insgesamt zur Übernahmetransaktion ein Übergewicht bilden.
- 822 Zur *Konkretisierung* des engsten Zusammenhangs lohnt sich ein kurzer *rechtsvergleichender Blick*: Das Prinzip des engsten Zusammenhangs wird besonders bei *Mehrfachkotierungen* in verschiedenen Rechtsordnungen relevant, welche in der Praxis auch in mehr als zwei Rechtsordnungen anzutreffen sein kön-

¹⁶⁸⁰ Siehe vorne [N.370 ff.](#)

¹⁶⁸¹ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

nen.¹⁶⁸² Die Übernahmerichtlinie der Europäischen Union kennt ein feiner differenzierendes Anknüpfungssystem, welches bei Mehrfachkotierungen verschiedene Konstellationen unterscheidet.¹⁶⁸³ Sie differenziert bei Mehrfachkotierungen zuerst danach, ob in einem Staat sowohl Sitz und Kotierung gegeben sind. Ist dies der Fall, so ist allein die Aufsichtsbehörde dieses Staates zuständig und dessen Recht anwendbar.¹⁶⁸⁴ Bei Mehrfachzulassungen ausserhalb des Sitzstaates wird nach der Prioritätsregel das Recht des Staates angewandt, in dem die Wertpapiere zuerst zum Handel zugelassen wurden.¹⁶⁸⁵ Diese Regeln können m. E. bei der Suche nach dem engsten Zusammenhang für die Schweiz übernommen werden: Sofern der Sitz der *Zielgesellschaft im Ausland* ist und im selben Staat *ebenfalls eine Kotierung* gegeben ist, so wird der engste Zusammenhang in aller Regel zu diesem Staat zu bejahen sein. Wie gemäss europäischer Regelung in diesem Fall sowohl Aufsicht und anwendbares Recht gänzlich diesem Staat überlassen werden, wird sich auch in der Schweiz in solchen Fällen der Anwendungsverzicht von Abs. 2 aufdrängen.

Befinden sich hingegen sowohl Sitz als auch eine Kotierung in der Schweiz, so liegt der engste Zusammenhang vermutungsweise in der Schweiz und ein Anwendungsverzicht gegenüber der Rechtsordnung, in der nur eine Kotierung gegeben ist, wäre nur mit Zurückhaltung zu bejahen. Bei Mehrfachzulassungen ausserhalb des Sitzstaates stellt zur Bestimmung des engsten Zusammenhangs die *Prioritätsregel* zumindest ein sachlich sinnvolles Kriterium dar und der Rechtsordnung mit der Erstzulassung ist eher mittels Anwendungsverzicht der Vorzug zu geben. Dies jedenfalls, wenn ansonsten nicht wesentliche Bezugspunkte der Übernahme speziell auf eine Rechtsordnung weisen.

Bei den soeben gemachten Ausführungen zur Konkretisierung des engsten Zusammenhangs ist der Vorbehalt anzubringen, dass es sich hierbei nur um *konkretisierende Vermutungen* handelt, die einer Einzelfallüberprüfung standhalten müssen. Ist bspw. bei einer Mehrfachkotierung ein gewichtiger Unterschied zwischen den Kotierungen auszumachen (Hauptkotierung mit massivem Handelsvolumen vs. unbedeutende Zweitkotierung), so vermag allenfalls

¹⁶⁸² Siehe schon der «De Beers»-Fall, wo die Beteiligungsrechte über eine komplexe Struktur an den Börsen von Johannesburg, London, Frankfurt, Paris, Brüssel sowie den damaligen Börsen in der Schweiz (Zürich, Basel, Genf und Lausanne) kotiert waren, Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, Sachverhalt C.

¹⁶⁸³ Siehe zu einer rechtsvergleichenden Darstellung ausführlicher hinten [N 962 ff.](#)

¹⁶⁸⁴ Siehe Art. 4 Abs. 2 lit. a der Übernahmerichtlinie; zu dieser Regelanknüpfung ausführlicher hinten [N 966.](#)

¹⁶⁸⁵ Art. 4 Abs. 2 lit. b Satz 2 der Übernahmerichtlinie; dazu hinten [N 966.](#)

die Hauptkotierung alleine einen engeren Bezug zu einer Rechtsordnung herzustellen als ein (bloss steuertechnisch bedingter) statutarischer Sitz und die Zweitkotierung im selben Staat.

5.5. Zwischenfazit: Subsidiarität des Schweizer Rechts?

- 825 Wie dargelegt statuiert das Gesetz für den Anwendungsverzicht die beiden Voraussetzungen, dass (a) ein Normenkonflikt und (b) ein gleichwertiger Anlegerschutz gegeben sein muss. Nun fragt sich, ob diese Voraussetzungen um eine dritte zu erweitern sind, indem ein *engerer Bezug* der Transaktion zur ausländischen Rechtsordnung zu verlangen ist. Oder im Gegenteil könnte von einer allgemeinen *Subsidiarität* des Schweizer Rechts ausgegangen werden, sobald die beiden Voraussetzungen erfüllt sind.
- 826 Zwar spricht eine Betrachtung der UEK-Praxis durchaus für eine Anwendung des Prinzips des engsten Zusammenhangs als Kriterium im Rahmen der Ermessensausübung. Meines Erachtens *darf* und soll das Kriterium auch angewandt werden und einer richtigen Ermessensausübung dienen, allerdings *muss* es nicht zwingend im Sinne einer Voraussetzung angewandt werden.
- 827 Weist die Transaktion einen engeren Bezug zum ausländischen Recht auf, so wird diesem in der Regel stattzugeben sein. Ist der Bezug zum Schweizer Recht grösser, muss aber im Einzelfall ein Verzicht trotzdem möglich sein, da ein genügender Schutz durch die ausländische Rechtsordnung gesichert ist. Dies gilt vor allem im Verhältnis zu einer Rechtsordnung, die diese Flexibilität nicht vorweisen kann. Das Kriterium des engeren Bezugs zu einer eigentlichen Voraussetzung zu erheben, käme einer unnötigen Überdehnung gleich und würde die – eben bewusst eingeräumte – Ermessensfreiheit der UEK beschneiden. Sind bspw. sowohl Sitz als auch Kotierung in der Schweiz gegeben, eine ausländische Aufsichtsbehörde wendet jedoch aufgrund einer zweiten Kotierung ihr Recht an, so ist der engste Zusammenhang in der Regel zur Schweiz gegeben und ein Anwendungsverzicht ist nur zurückhaltend zu bejahen. Sofern in einer solchen Konstellation jedoch besondere Gründe für einen Anwendungsverzicht sprechen, so muss der UEK auch das entsprechende Ermessen verbleiben, auf die Anwendung schweizerischen Rechts zu verzichten.¹⁶⁸⁶

¹⁶⁸⁶ Etwa wenn nach dem ausländischen Recht keine Möglichkeit des Anwendungsverzichts besteht, die UEK eine kumulative Anwendung aber vermeiden möchte und gewisse Bezugspunkte auch auf das ausländische Recht verweisen (etwa ein grösseres Handelsvolumen im Ausland, ein tatsächlicher Verwaltungssitz im Ausland etc.).

In gleicher Weise würde das Ermessen unnötig beschnitten, wenn eine *allgemeine Subsidiarität* des Schweizer Übernahmearbeitsrechts bejaht würde, wovon TEDJANI ausgeht, sobald die Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG erfüllt sind.¹⁶⁸⁷ Zwar wird das Schweizer Übernahmearbeit auf Grund der Anwendungsverzichtregel faktisch zu Subsidiarität tendieren. Eine regelhafte Subsidiarität bei äquivalenter ausländischer Beaufsichtigung ist aber m. E. klar abzulehnen. Die Schweizer Übernahmeregeln sind im Grundsatz auch bei Anwendbarkeit eines gleichwertigen ausländischen Übernahmearbeitsrechts anwendbar und die UEK muss die Freiheit haben, das ihr eingeräumte Ermessen auch in alle Richtungen ausüben zu können.¹⁶⁸⁸ Insbesondere gegenüber einem extraterritorial anwendbaren Übernahmearbeit, zu dem die Übernahme kaum Bezüge zeigt, muss das FinfraG nicht zurücktreten, auch wenn die Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG erfüllt sind.¹⁶⁸⁹

828

Aus den gemachten Erwägungen ist folgendes zu schliessen: Wenn die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts grundsätzlich erfüllt sind, besteht ein bewusst weiter Ermessensspielraum der UEK, den Verzicht anzuwenden oder nicht. Dieser Spielraum ist nicht mittels starrer Kriterien zu beschränken. Das Schweizer Recht ist namentlich nicht grundsätzlich subsidiär und das ausländische Recht braucht nicht zwingend einen engeren Bezug vorweisen zu können. Das *Prinzip des engsten Zusammenhangs* dient jedoch als *sachliche Leitplanke* zur Ermessenausübung.

829

6. Umfang des Anwendungsverzichts und Wirkung der Freistellung

Nachdem erörtert wurde, unter welchen Voraussetzungen und nach welchen Kriterien auf die Anwendung des Schweizer Übernahmearbeitsrechts verzichtet werden kann, stellt sich die Frage, in welchem *Umfang* ein Anwendungsverzicht möglich ist. Im Gesetz ist wiederum eine relativ offene Formulierung zu finden, da gemäss Art. 125 Abs. 2 FinfraG «auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen Rechts» verzichtet werden kann.

830

¹⁶⁸⁷ TEDJANI, 294 f. und 314 ff.

¹⁶⁸⁸ Vgl. jedoch die Ausführungen zu einem Mindestbezug im Sinne eines «reasonable links» hinten [N 902](#), wonach ein gewisser *Mindestbezug* der ausländischen Rechtsordnung zur Transaktion zu verlangen ist im Sinne eines Missbrauchsvorbehalts.

¹⁶⁸⁹ Hier kommt eine wirtschaftspolitische Dimension ins Spiel. Sofern die Übernahmeregeln nicht politisch geprägt sind (etwa im Sinne eines ökonomischen Patriotismus, dazu [N 55](#)), kommt ein Anwendungsverzicht eher in Frage. Deshalb sind in solchen Fällen die Gründe für die Extraterritorialität zu untersuchen.

- 831 Denkbar ist ein Verzicht auf Bestimmungen von Art. 125 ff. FinfraG in ihrer *Gesamtheit* oder aber die bloss *punktueller* Freistellung hinsichtlich nur einzelner Normen bzw. Pflichten. Sodann muss geklärt werden, ob ein Verzicht nur für übernahmeaufsichtsrechtliche Vorschriften möglich ist oder auch hinsichtlich gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen des Schweizer Rechts.

6.1. Genereller Anwendungsverzicht

- 832 Ein Anwendungsverzicht ist in Form eines *generellen Anwendungsverzichts* denkbar, indem also auf die Anwendung der Übernahmeregeln des FinfraG in ihrer Gesamtheit verzichtet wird. Die UEK verfügte in ihrer Praxis den Verzicht auf die Anwendung des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts insgesamt.¹⁶⁹⁰ Auch die FINMA hat in einer Verfügung festgehalten, dass grundsätzlich auf die Anwendung des Übernahmerechts «in seiner Gesamtheit» zu verzichten sei.¹⁶⁹¹ So ist m. E. auch der Wortlaut von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu verstehen, der vom Verzicht auf die Anwendung «der Vorschriften» (und nicht «einzelner Vorschriften») spricht.¹⁶⁹² Deshalb ist davon auszugehen, dass der Anwendungsverzicht in seiner gesetzlichen Konzeption als Gesamtverzicht ausgestaltet ist. Allerdings ist der Wortlaut relativ offen, sodass auch Raum für eine andere Auslegung in besonderen Fällen besteht.¹⁶⁹³
- 833 Eine Befreiung von Art. 125 ff. FinfraG in ihrer Gesamtheit bedeutet, dass die gesamten schweizerischen übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen auf die Transaktion nicht anwendbar sind, d. h. es besteht namentlich weder eine Angebotspflicht noch hat das Angebot den Voraussetzungen des Schweizer Übernahmerechts zu entsprechen noch unterstehen die Parteien anderen Pflichten dieser Bestimmungen.¹⁶⁹⁴

¹⁶⁹⁰ Die UEK verfügte im Fall Cosmo Pharmaceuticals den Anwendungsverzicht *vorbehaltlos*, während sie im «De Beers»-Fall von der Anwendung der Übernahmeregeln unter Auflagen (insb. hinsichtlich Publikationspflichten) befreite; siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.3 und Dispositiv; sowie Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, Dispositiv.

¹⁶⁹¹ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11. 2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd, E. 3.1, Rz. 68.

¹⁶⁹² Vgl. allerdings die Ausführungen hinten [N 840](#), wonach der Wortlaut auch Ausnahmen zulässt.

¹⁶⁹³ Siehe sogleich [N 840 ff.](#)

¹⁶⁹⁴ Siehe zur Befreiung unter Auflagen sogleich [N 843](#).

Dem Anwendungsverzicht kommt Wirkung bloss im Einzelfall zu, d. h. in Bezug auf die geprüfte Transaktion.¹⁶⁹⁵ Sie hat nicht zur Folge, dass bei weiteren Transaktionen oder Konkurrenzofferten ohne Weiteres eine Befreiung von der Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts gegeben ist. 834

6.2. Partieller Anwendungsverzicht?

Anstelle des Verzichts auf die Anwendung der gesamten schweizerischen Übernahmeregeln käme auch eine Teilrücknahme des Anwendungsanspruchs des Schweizer Rechts in Frage, indem nur hinsichtlich *einzelner* (widersprüchlicher) *Vorschriften punktuell* auf die Anwendung verzichtet wird.¹⁶⁹⁶ Die «Freistellung» einzelner Normen von der Anwendbarkeit zur Verhinderung von Normenkonflikten ist allgemein ein bekanntes kollisionsrechtliches Konzept.¹⁶⁹⁷ 835

Wie vorne dargestellt, ist der Wortlaut von Art. 125 Abs. 2 FinfraG relativ offen: Während von den Vorschriften des Schweizer Rechts in der Mehrzahl gesprochen wird, was eher auf die Übernahmeregeln insgesamt deutet, lässt die Formulierung «soweit [... die Anwendung ...zu einem Konflikt... führen würde]» darauf schliessen, dass der Verzicht nur im Umfang des Konflikts vorzunehmen ist.¹⁶⁹⁸ Die Aufsichtspraxis scheint von einer grundsätzlichen Konzeption als Gesamtverzicht auszugehen, verschliesst sich aber einem partiellen Anwendungsverzicht (wohl) nicht grundsätzlich.¹⁶⁹⁹ 836

a Grundlage des Art. 4 UEV?

Zur Beantwortung dieser Frage hilft ein Blick aus der Distanz: Der Verzicht auf die Anwendung einzelner Normen ist im Übernahmerecht unabhängig vom Normenkollisionshintergrund bekannt, da gemäss Art. 4 Abs. 1 UEV unter gewissen Voraussetzungen von der Anwendung einzelner Bestimmungen der 837

¹⁶⁹⁵ Vgl. Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, Ziff. 1 des Dispositivs.

¹⁶⁹⁶ Vgl. für Deutschland JOSENHANS, 428 ff.

¹⁶⁹⁷ Vgl. VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 227.

¹⁶⁹⁸ Vgl. BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 15a.

¹⁶⁹⁹ So hält die FINMA fest, die Möglichkeit des Anwendungsverzichts sei als Gesamtverzicht ausgestaltet, ohne dies näher zu begründen; allerdings schliesst sie den partiellen Verzicht indes nicht per se aus, sondern erklärt weiter, wieso dieser in casu nicht in Frage käme; siehe Verfügung des Übernahmeyausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd, E. 3.1, Rz. 68.

Übernahmeverordnung abgesehen werden kann.¹⁷⁰⁰ Deshalb könnte Art. 4 UEV erstens allgemein als Grundlage für einen Anwendungsverzicht zur Vermeidung von Normenkonflikten beigezogen werden und zweitens als besondere Grundlage für einen partiellen Anwendungsverzicht. Art. 4 UEV ist ebenfalls sehr unbestimmt gehalten, um im Einzelfall einen weiten Ermessenspielraum einzuräumen.¹⁷⁰¹ Voraussetzung für den Verzicht ist die Rechtfertigung durch überwiegende Interessen, wobei gemäss Doktrin namentlich mit zu berücksichtigen ist, ob die Zielsetzungen des Übernahmerechts anderweitig gewährleistet sind.¹⁷⁰² Die UEK hat in der Praxis der Befreiung von jeweils nur einzelnen Normen oder Pflichten stattgegeben, wobei sie in den meisten Fällen nur auf die strikte Anwendung von Fristenvorgaben verzichtete.¹⁷⁰³

- 838 Da auf dieser Grundlage jedoch bloss sehr punktuelle Befreiungen möglich sind – und dies ohnehin nur von Normen der UEV –, bietet Art. 4 UEV keine allgemeine Grundlage für einen (partiellen) Anwendungsverzicht bei Normenkonflikten.
- 839 Vor dem Hintergrund der Regelung von Art. 4 UEV kann auch der Anwendungsverzicht von Art. 125 Abs. 2 FinfraG so gelesen werden, dass ein Bedarf für Befreiungen von nur einzelnen Vorschriften besteht und das Schweizer Übernahmerecht an anderer Stelle die Bereitschaft signalisiert, diesem Bedürfnis auch stattzugeben. *Gesetzessystematische Überlegungen* sprechen damit für eine Zulässigkeit des partiellen Anwendungsverzichts.

b Zulässigkeit des partiellen Anwendungsverzichts

- 840 Auch wenn der Gesetzgeber (wohl) den Gesamtverzicht vor Augen hatte, lässt der Wortlaut von Art. 125 Abs. 2 FinfraG m. E. Raum für eine Bejahung der Zulässigkeit des partiellen Verzichts. Insbesondere die Formulierung «soweit» spricht für ein Verständnis, dass der Verzicht nur im Umfang des Konflikts vorgenommen werden kann.
- 841 *Teleologische Überlegungen* führen zum selben Ergebnis: Art. 125 Abs. 2 FinfraG hat den Zweck, Normenkonflikte zu vermeiden, während dabei der Anlegerschutz gewahrt bleiben soll. Wird nur auf die Anwendung einzelner Vorschrif-

¹⁷⁰⁰ Allerdings ist die gesetzliche Grundlage von Art. 4 UEV fraglich, siehe etwa BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 126 FinfraG N 14.

¹⁷⁰¹ TORKA, 149.

¹⁷⁰² Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 4 N 7.

¹⁷⁰³ Siehe für eine Übersicht über die Praxis der UEK Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 4 N 8.

ten verzichtet, können Normenkonflikte punktgenau vermieden werden, während der Anlegerschutz ebenfalls gewahrt bleibt. Wie vorne dargelegt, können Normenkonflikte auch gegenüber ausländischem *Gesellschaftsrecht* drohen. Wäre in diesen Fällen nur ein Verzicht auf alle Übernahmeregeln des FinfraG möglich, so würde u. U. ein negativer Normenkonflikt drohen, indem gar kein Übernahmeaufsichtsrecht mehr anwendbar wäre.¹⁷⁰⁴ Es liegt aber gerade bei diesen Konstellationen im Normzweck, auf die Anwendbarkeit nur derjenigen Vorschriften zu verzichten, die mit den ausländischen gesellschaftsrechtlichen Vorgaben in Konflikt gelangen.¹⁷⁰⁵

Aus diesen Gründen ist die *Zulässigkeit eines partiellen Anwendungsverzichts* zur Normenkonfliktvermeidung m. E. klarerweise zu bejahen. Sind nur punktuelle Normen der UEV betroffen, so ist dieser auf Basis von Art. 4 UEV möglich, wird dieser Rahmen gesprengt, so kann Art. 125 Abs. 2 FinfraG die Grundlage darstellen. 842

c *Anwendungsverzicht unter Auflagen*

Ist ein teilweiser Anwendungsverzicht möglich, so muss auch ein grundsätzlicher Anwendungsverzicht unter Anwendung einzelner Vorschriften möglich sein. Dies hat die UEK (unter dem alten Recht) im «De Beers»-Fall in ähnlicher Weise gehandhabt, indem sie eine *Befreiung unter Auflagen* verfügte.¹⁷⁰⁶ Damit stellte sie sicher, dass die Transaktion tatsächlich unter ausländischer Beaufsichtigung stattfand sowie dass gewissen Publikationspflichten in der Schweiz nachgekommen wurde.¹⁷⁰⁷ Die Befreiung unter Auflagen ist im Übernahmerecht bei der Gewährung von Ausnahmen von der Angebotspflicht bekannt und dort explizit vorgesehen.¹⁷⁰⁸ Im Rahmen des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist dies zwar nicht ausdrücklich vorgesehen. Meines Erachtens umfasst die Möglichkeit des (partiellen) Anwendungsverzichts jedoch mit, die Befreiung von der Anwendbarkeit nur unter Auflagen zu gewähren. 843

¹⁷⁰⁴ Bzw. wäre in diesen Fällen ein Anwendungsverzicht deshalb mangels Äquivalenz per se ausgeschlossen.

¹⁷⁰⁵ Der Verzicht auf einzelne Normen kann besonders in diesem Verhältnis ein wichtiges Instrument sein, um Konflikten zwischen dem Aufsichts- und Gesellschaftsrecht vorzubeugen, siehe [N 1053 ff.](#)

¹⁷⁰⁶ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, Dispositiv Ziff. 1.

¹⁷⁰⁷ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁷⁰⁸ Siehe Art. 41 Abs. 3 FinfraV-FINMA i. V. m. Art. 136 FinfraG.

Der UEK muss die Möglichkeit offenstehen, den Anwendungsverzicht nicht vorbehaltlos vorzunehmen, sondern mittels Auflagen überwachen zu können, ob die äquivalente ausländische Aufsicht tatsächlich wahrgenommen wird.

d *Modifizierung einzelner Bestimmungen?*

- 844 Ist ein Anwendungsverzicht einzelner Bestimmungen möglich, so wäre auch zu prüfen, ob eine *Modifizierung* einzelner Übernahmevorschriften (anstelle der stärkeren Rechtsfolge des Verzichts) zulässig ist. Der Anwendungsverzicht wäre in dem Sinne *ultima ratio*, als Normenkonflikte zuerst durch Modifizierung der widersprechenden Normen vermieden werden sollten. Das Übernahmerecht sieht diese Möglichkeit vereinzelt vor, namentlich für gewisse Fristen.¹⁷⁰⁹ Im Allgemeinen lassen die zwingenden Bestimmungen keinen Raum für Modifizierung, sofern nicht eine ausdrückliche Grundlage dafür gegeben ist. Art. 125 Abs. 2 FinfraG sieht einzig den Anwendungsverzicht vor und stellt somit *keine* Grundlage dar, um alternativ eine modifizierte Anwendung der Normen vorzunehmen.

e *Verzicht auf die Anwendung von Privatrecht?*

- 845 Bei einer Kollision von Übernahme- und *Gesellschaftsrecht* kann der Bedarf resultieren, auf die Anwendung von schweizerischen *gesellschaftsrechtlichen* Bestimmungen zu verzichten. Gemäss *Wortlaut* von Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist ein Verzicht hinsichtlich «schweizerischen Rechts» möglich, d. h. es besteht keine explizite Einschränkung auf «schweizerisches *Übernahmeaufsichtsrecht*». Das *historische* Auslegungselement weist hingegen eher auf eine Beschränkung hin, denn die (knappen) Ausführungen in der Botschaft können zumindest als in diese Richtung weisend verstanden werden.¹⁷¹⁰ *Gesetzessystematische* Überlegungen sprechen ebenfalls dagegen: Die Einordnung des Anwendungsverzichts unter dem Geltungsbereich der aufsichtsrechtlichen Übernahmeregeln in Art. 125 FinfraG weist darauf hin, dass nur auf die darauf folgenden Bestimmungen verzichtet werden kann.
- 846 Unzweideutig ist, dass nicht auf die Anwendung des gesamten Gesellschaftsrechts verzichtet werden kann, da die Aufsichtsbehörden ohnehin nur be-

¹⁷⁰⁹ So sehen einzelne Bestimmungen der UEV ausdrücklich vor, dass eine Abweichung von ihnen im Einzelfall möglich ist, so Art. 8 Abs. 1 UEV oder Art. 14 UEV, siehe dazu Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 4 N 2.

¹⁷¹⁰ So spricht die Botschaft nur von Konflikten *schweizerischen Übernahmerechts* mit ausländischem Gesellschaftsrecht, Botschaft BEHG 2011, 6900.

schränkte Kompetenz zur Anwendung von Gesellschaftsrecht haben und die übernahmerechtlichen Bezüge nur einen geringen Teil des Gesellschaftsrechts anbelangen. Damit ginge es wiederum nur um eine punktuelle Freistellung von einzelnen Normen. Art. 4 UEV kann augenscheinlich nicht als Grundlage herangezogen werden, da dieser nur hinsichtlich Bestimmungen der UEV gilt.

Allgemein scheint fraglich, ob der UEK eine Kompetenz zukommen kann, auf die Anwendung rein *privatrechtlicher* Bestimmungen zu verzichten. Eine Aufsichtsbehörde kann nicht eine Freistellung von privatrechtlichen Vorschriften anordnen (bspw. von der aktienrechtlichen Gleichbehandlungspflicht), wenn die Parteien bei Missachtung gesellschaftsrechtlicher Normen trotzdem einer zivilrechtlichen (Verantwortlichkeits-)Haftung ausgesetzt sind. Zivilgerichte sind bei der Beurteilung der Verantwortlichkeit nicht an einen Entscheid der Aufsichtsbehörden gebunden, sondern werden das anwendbare Gesellschaftsrecht gewöhnlich gemäss dem internationalen Privatrecht bestimmen. Die Parteien könnten trotz eines von der UEK festgestellten Anwendungsverzichts nicht auf die zivilrechtliche Rechtmässigkeit vertrauen. Wenn auch der *Telos* des Anwendungsverzichts grundsätzlich in der Vermeidung von Normenkonflikten zu finden ist, so würde eine Bejahung der Möglichkeit des Verzichts auf die Anwendung privatrechtlicher Normen nur neue bzw. andere Konflikte schaffen. Auch das teleologische Auslegungselement kann deshalb nicht zur Bejahung der aufgeworfenen Frage herangezogen werden.

847

Aus diesen Gründen ist m. E. die Möglichkeit eines Verzichts auf die Anwendung rein gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen klarerweise *nicht* möglich.

848

f Zwischenfazit

So bleibt zu folgern, dass – neben einem generellen Verzicht auf die Anwendbarkeit von Art. 125 ff. FinfraG – gestützt auf Art. 125 Abs. 2 FinfraG auch ein blosser Verzicht auf die Anwendung *einzelner übernahmeaufsichtsrechtlicher Normen* des Schweizer Rechts möglich ist sowie der Verzicht unter Auflagen. Hingegen nicht möglich ist der Verzicht auf die Anwendung gesellschaftsrechtlicher Normen des Schweizer Rechts.

849

Wird auf die Anwendung von Art. 125 ff. FinfraG gesamthaft verzichtet, so ist in der Schweiz kein eigentliches übernahmerechtliches Verfahren und keine Beaufsichtigung notwendig. Allerdings muss ohnehin ein Verfahren betreffend

850

Feststellung des Anwendungsverzichts durchgeführt werden.¹⁷¹¹ Im Fall eines Anwendungsverzichts nur unter Auflagen oder eines Partikularverzichts bleibt ein Verfahren notwendig, das jedoch u. U. in seinem Umfang und seiner Bedeutung stark eingeschränkt sein kann. Im «De Beers»-Fall wurde zwar grundsätzlich auf die Anwendbarkeit des schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts verzichtet, jedoch hat die UEK die Einhaltung der gemachten Auflagen überprüft, indem sie die Einhaltung der Publizitätspflichten überwachte und sich die Zuständigkeit der ausländischen Aufsichtsbehörde bestätigen liess.¹⁷¹² In diesen Fällen ist mithin eine Art «Partikularverfahren» notwendig.

6.3. Verhältnis zur Befreiung von der Angebotspflicht

- 851 Art. 135 FinfraG sieht das Institut der *Angebotspflicht* vor, wonach ein Aktionär, welcher den Schwellenwert von 331/3 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschreitet, ein öffentliches Angebot zum Kauf aller Aktien lancieren muss.¹⁷¹³ Gemäss Art. 136 FinfraG kann die UEK in berechtigten Fällen *Ausnahmen von der Angebotspflicht* gewähren. Eine solche Ausnahme von der Angebotspflicht ist aus verschiedenen Gründen möglich, bspw. bei der Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer Gruppe oder bei einem Erwerb zu Sanierungszwecken.¹⁷¹⁴ Wird eine Ausnahme gewährt, so hat die Grossaktionärin kein Pflichtangebot zu unterbreiten, d. h. die durch das Überschreiten des Schwellenwerts normalerweise ausgelöste Anwendbarkeit der Übernahmeregeln entfällt.¹⁷¹⁵
- 852 Auch bei der Ausnahmegewährung nach Art. 136 FinfraG erfolgt somit eine Freistellung von der Anwendung gewisser Übernahmeregeln.¹⁷¹⁶ Diese Befreiung gilt es vom allgemeinen Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG abzugrenzen. In den meisten Fällen wird die Abgrenzung keine Schwierigkeiten bereiten, zumal die in Art. 136 Abs. 1 sowie Abs. 2 FinfraG – nicht abschliessend – aufgeführten Konstellationen kaum Überschneidungen mit einer kollisionsrechtlichen Problematik aufweisen.

¹⁷¹¹ Dazu sogleich [N 862 ff.](#)

¹⁷¹² Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2.

¹⁷¹³ Siehe vorne [N 81](#) m. w. H.

¹⁷¹⁴ Siehe etwa HÖHN/LANG/ROELLI, 520 ff.

¹⁷¹⁵ Die Grossaktionärin hat die Beanspruchung der Ausnahmegewährung der UEK zu melden (Art. 40 Abs. 2 FinfraV-FINMA), worauf die UEK – sofern notwendig – ein Verwaltungsverfahren eröffnet.

¹⁷¹⁶ Die auf das Pflichtangebot anwendbaren Übernahmeregeln sind in Art. 30 FinfraV-FINMA aufgelistet.

Eine Konstellation aus der Aufsichtspraxis der UEK ist jedoch näher zu betrachten: Die UEK hat eine Befreiung von der Angebotspflicht ausgesprochen mit Bezug auf *ausländische* (aber in der Schweiz kotierte) *Zielgesellschaften* in Fällen, in denen eine Transaktion nach ausländischem (Gesellschafts-)Recht in der Schweiz eine Angebotspflicht ausgelöst hätte.¹⁷¹⁷ Die UEK hielt – im Sinne einer allgemeinen Regel fest –, dass in derartigen Fällen stets eine Ausnahme gewährt werden könne, wenn die Grundziele des Schweizer Übernahmerechts durch einen gleichwertigen Schutz des ausländischen Rechts gewahrt seien.¹⁷¹⁸ In dieser – durch die Praxis geschaffenen – Konstellation geht es im Kern um eine Normenkonfliktproblematik (anders als bei den gesetzlich vorgesehenen Konstellationen von Art. 136 FinfraG). Die Transaktion untersteht bereits einem ausländischen Recht und eine Unterstellung unter das Schweizer Übernahmerecht würde nur zu Normenkonflikten führen bzw. ein (unnötiges) zweites Verfahren produzieren.

853

Unter dem Titel von Art. 136 FinfraG wurde bei diesen Fällen demzufolge im Zusammenhang mit einer kollisionsrechtlichen Problematik – mit nahezu identischen Überlegungen wie sie dem allgemeinen Anwendungsverzicht zugrunde liegen – eine Befreiung von der Angebotspflicht begründet. Es stellt sich die Frage, weshalb dies nicht unter dem Titel von Art. 125 Abs. 2 FinfraG geschehen ist. Dort ist diese Möglichkeit explizit vorgesehen und die Konstruktion einer nicht im Gesetz vorgesehenen Konstellation unter Art. 136 FinfraG hätte sich erübrigt.

854

Meines Erachtens ist die Behandlung solcher Fälle unter dem Titel von Art. 136 FinfraG nicht ohne Weiteres nachvollziehbar. Es ist das Verhältnis von Art. 125 Abs. 2 FinfraG und Art. 136 FinfraG – insbesondere in Konstellationen mit ausländischen Zielgesellschaften – zu klären.

855

Tauchen Fragen nach dem Bestehen der Angebotspflicht im Zusammenhang mit der gleichzeitigen Anwendbarkeit eines ausländischen Rechts auf, so muss m. E. zuerst der allgemeine Anwendungsverzicht von Art. 125 Abs. 2 FinfraG geprüft werden. Es handelt sich in diesem Fällen um eine Normenkollisionsproblematik, für welche im Gesetz explizit eine Regelung verankert wurde. Der Zweck des allgemeinen Anwendungsverzichts liegt in der Verhinderung von der gleichzeitigen Anwendbarkeit mehrerer Übernahmemaufsichtsrechte, während der Zweck von Art. 136 FinfraG darin zu finden ist, dass die Angebots-

856

¹⁷¹⁷ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3; Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation, E. 4.

¹⁷¹⁸ BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 136 FinfraG N 43.

pflicht nicht durchgesetzt werden soll, wenn (trotz Überschreitens des Schwellenwerts) kein eigentlicher Kontrollwechsel stattfindet. Meines Erachtens ist deshalb bei solchen Konstellationen zu prüfen, ob die Verhinderung eines Normenkonflikts im Vordergrund steht oder ob es bloss um einen Fall der Überschreitung des Schwellenwerts ohne Kontrollwechsel geht. Steht die Normenkollisionsthematik im Zentrum, so ist zuerst die Möglichkeit des allgemeinen Anwendungsverzichts zu prüfen. Da Art. 125 Abs. 2 FinfraG eine Befreiung spezifisch für den Fall von Normenkonflikten vorsieht, ist er auch auf die Lösung einer kollisionsrechtlichen Thematik zugeschnitten. Art. 136 FinfraG hingegen wäre dann spezifischer, wenn es um die Problematik eines vermeintlichen Kontrollwechsels ginge.

- 857 Wenn nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG auf die Anwendung der Übernahmeregeln insgesamt verzichtet wird (d. h. auch auf Art. 135 f. FinfraG), erübrigt sich auch eine Befreiung von der Angebotspflicht. Ist mit anderen Worten der örtliche Anwendungsbereich der Schweizer Übernahmeregeln zurückzunehmen, entfällt auch die Angebotspflicht, sodass nicht noch eine Befreiung angeordnet werden muss.¹⁷¹⁹ Nur falls die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts nicht erfüllt werden, sodass das Übernahmeaufsichtsrecht grundsätzlich anwendbar ist, verbleibt – im Sinne eines Rückgriffs – die spezifischere Möglichkeit der Befreiung nur von der Angebotspflicht.¹⁷²⁰
- 858 Für das durch die UEK gewählte Vorgehen dürften auch praktische Überlegungen mit entscheidend gewesen sein. Unter Art. 136 FinfraG sind die Voraussetzungen offener, indem Ausnahmen in «berechtigten Fällen» möglich sind, während für den allgemeinen Anwendungsverzicht die Voraussetzungen des Normenkonflikts und der Gleichwertigkeit gegeben sein müssen. Zudem konnte die UEK der Übernehmerin in diesen Fällen Auflagen machen, da im Rahmen der Befreiung von der Angebotspflicht nach Art. 41 Abs. 3 FinfraV-FINMA eine explizite gesetzliche Grundlage hierfür besteht. Unter Art. 125

¹⁷¹⁹ Hier ist die besondere Ausgangslage gegeben, dass die Angebotspflicht auch in Fällen anwendbar sein kann, in denen der sachliche Anwendungsbereich von Art. 125 FinfraG nicht eröffnet ist (wenn kein «öffentliches Kaufangebot» gegeben ist, aber trotzdem der Schwellenwert von 331/3% überschritten wird, siehe den soeben zitierten Fall «Telemedicine»). Wenn aber der örtliche Anwendungsbereich nicht gegeben ist, sollte m. E. auch eine Anwendbarkeit der Pflichtangebotsregel nicht mehr diskutiert werden müssen.

¹⁷²⁰ Prozesstechnisch kann die Anbieterin auch einen generellen Anwendungsverzicht beantragen und nur eventualiter – im Falle des Nichtgewährens – die Befreiung von der Angebotspflicht.

Abs. 2 FinfraG fehlt diese Grundlage, sodass die UEK bei einem generellen Anwendungsverzicht die Erteilung von Auflagen u. U. nicht für möglich erachtet hätte (obwohl dies m. E. möglich wäre).¹⁷²¹

Kommen in einem Fall sowohl ein allgemeiner Anwendungsverzicht als auch eine Befreiung nur von der Angebotspflicht in Frage, so ist m. E. zu prüfen, ob eine Normenkonfliktthematik gegeben ist. Ist dies der Fall, so ist zuerst der Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu prüfen. Nur wenn ein solcher nicht möglich ist, kann auf die Möglichkeit der Befreiung von der Angebotspflicht nach Art. 136 FinfraG zurückgegriffen werden.

859

7. Vorgehensweise im Übernahmeverfahren

Nachdem die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts erörtert wurden, ist auf verschiedene *praktische Abläufe* und mögliche Schwierigkeiten in der Praxis einzugehen. Während das Gesetz in Art. 125 Abs. 2 FinfraG nur statuiert, dass auf die Anwendung der Vorschriften des Schweizer Rechts verzichtet werden kann, lässt es offen, in welchem Verfahren, auf wessen Initiative und in welcher Form dies zu geschehen hat.

860

7.1. Vorbemerkung: Vorhersehbarkeit der Normenkollision

Eine erste praktische Schwierigkeit stellt die *Vorhersehbarkeit* von Normenkollisionen dar sowie – davon abhängig – des anwendbaren Rechts. Die Parteien einer geplanten Transaktion stehen vor der schon allgemein u. U. komplexen Aufgabe, das auf alle Aspekte der Übernahme anwendbare Recht zu bestimmen und mögliche Normenkonflikte frühzeitig zu orten.¹⁷²² Die Anwendbarkeit des Schweizer Übernahmemaufsichtsrechts hängt wie gesehen von potenziellen Normenkonflikten ab (da das Vorliegen eines Normenkonflikts eine Anwendungsverzichts Voraussetzung darstellt), was die Vorhersehbarkeit noch erschwert. Um der damit verbundenen *Rechtsunsicherheit* zu begegnen, müssen Lösungen für die Praxis gefunden werden. Ein Anbieter muss sich für die Transaktionsgestaltung (und -finanzierung) ab einem gewissen Zeitpunkt darauf verlassen können, dass Schweizer Recht anwendbar ist (oder eben nicht). Dafür müssen entsprechende Instrumente zur Verfügung stehen, na-

861

¹⁷²¹ Zur Zulässigkeit der Auflagen siehe soeben [N 835 ff.](#)

¹⁷²² Diese Schwierigkeit ergibt sich schon aus der Tatsache, dass sich ein Transaktionsberater i. d. R. mit nur einer Rechtsordnung vertieft auskennt, sodass die Verortung von Widersprüchen zwischen mehreren Rechtsordnungen durch die verschiedenen lokalen Transaktionsberater zusammen zu geschehen hat.

mentlich die Möglichkeit einer verbindlichen Klärung im Voraus. Diese Feststellung der (Nicht-)Anwendbarkeit des Schweizer Rechts bedarf eines gewissen Verfahrensrahmens und praktischer Behelfe.

7.2. Verfahren vor der Übernahmekommission

- 862 Wie vorne ausgeführt, können nur die Aufsichtsbehörden über die Anwendbarkeit bzw. den Verzicht der Übernahmeregeln entscheiden, was im Rahmen eines *konkreten (Verwaltungs-)Verfahrens* zu geschehen hat.¹⁷²³ In der Regel wird der Anbieter die Initiative ergreifen müssen bzw. das Verfahren in Gang bringen, um zu klären, nach welchen Regeln er sein Angebot auszugestalten hat; ausnahmsweise kann das Verfahren auch durch die UEK oder die Zielgesellschaft initiiert werden.¹⁷²⁴ Der Anbieter wird dies in einer möglichst frühen Phase der Übernahme tun wollen.
- 863 Da nur die UEK über den Anwendungsverzicht entscheiden kann, müssen die Parteien diesbezüglich einen bindenden Entscheid bewirken können. Die UEK muss deshalb (auf Antrag oder von Amtes wegen) mit Verfügung verbindlich über den Anwendungsverzicht entscheiden.¹⁷²⁵ Das Schweizer Übernahmerecht kennt kein besonderes Verfahren für den Anwendungsverzicht oder eine besondere Verfahrensregelung. Somit fällt es unter die «übrigen Verfahren» nach Art. 139 FinfraG i. V. m. Art. 61 UEV.¹⁷²⁶ Nach Art. 61 Abs. 1 UEV eröffnet die UEK (auf Gesuch hin oder von Amtes wegen) ein Verfahren und lädt die Parteien zur Stellungnahme ein. In der Regel wird der Anbieter das Gesuch stellen, während die Zielgesellschaft (als Verfahrenspartei) im Rahmen einer Stel-

¹⁷²³ Siehe zum Verfahren vor der UEK im Allgemeinen SCHÄRER H., Verfahrensfragen 79 ff.; SCHERRER, 62 ff.

¹⁷²⁴ Denkbar ist, dass die UEK von Amtes wegen tätig wird, wenn Unsicherheit der Anleger über die (Nicht-)Anwendbarkeit hinsichtlich einer Transaktion besteht. Auch eine Zielgesellschaft könnte in besonderen Fällen darauf bedacht sein, das anwendbare Normengefüge zu klären, insb. wenn der Verwaltungsrat im Unklaren über seine Pflichten ist; siehe TEDJANI, 297. Im Fall «Cosmo Pharmaceuticals» war (aufgrund der besonderen Art der Transaktion) die «Zielgesellschaft» selbst Gesuchstellerin, da sie gleichzeitig «Anbieterin» war, siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, Sachverhalt Ziff. E.

¹⁷²⁵ Vgl. TEDJANI, 297; GERICKE, Marktrecht, 249; zur Rechtsnatur dieser Verfügung siehe sogleich [N 865 ff.](#)

¹⁷²⁶ Nach diesen Vorschriften richtet sich auch das ähnliche Verfahren um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht oder um Feststellung des Nichtbestehens der Angebotspflicht, siehe Art. 61 Abs. 1 UEV.

lungnahme angehört wird.¹⁷²⁷ Beim Entscheid der UEK handelt es sich um eine Verfügung i. S. v. Art. 138 Abs. 1 FinfraG, welche einer Beschwerde an die FINMA und das Bundesverwaltungsgericht unterliegt.¹⁷²⁸

Um der Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Anwendung des FinfraG in der Praxis zu begegnen, könnte es für die Parteien hilfreich sein, im Vorfeld der Transaktion beim Sekretariat der UEK eine *konkrete Rechtsauskunft* nach Art. 55 Abs. 4 UEV einzuholen und eine Einschätzung der Aussicht des Anwendungsverzichts zu verlangen.¹⁷²⁹ 864

7.3. Feststellungsverfügung oder rechtsgestaltende Verfügung

Im Zusammenhang mit dem Verfahren stellt sich die Frage nach der Art der Entscheidung über den Anwendungsverzicht. Handelt es sich um eine blosse *Feststellung* der Nichtanwendbarkeit oder wird mit *gestaltender Wirkung* über den Verzicht verfügt? 865

Der knappe Gesetzeswortlaut ist diesbezüglich wiederum nicht ergiebig. Auch aus der Praxis der UEK lässt sich nichts weiter ableiten.¹⁷³⁰ Klar ist, dass es sich 866

¹⁷²⁷ Eine solche Anhörung ist insb. wichtig, weil der Anwendungsverzicht entscheidend ist für das Pflichtengefüge, welchem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren untersteht; qualifizierte Aktionäre können nach Art. 139 Abs. 3 FinfraG Parteistellung beanspruchen.

¹⁷²⁸ Siehe Art. 140 f. FinfraG; vgl. (noch zum alten Recht) TEDJANI, 363.

¹⁷²⁹ Das Sekretariat kann nach Art. 55 Abs. 4 UEV Auskünfte über die Auslegung des FinfraG erteilen, wenn die daran interessierte Person die erforderlichen Sachverhaltselemente bekanntgibt und ein berechtigtes Interesse nachweist. Im Falle der Unsicherheit des Anbieters hinsichtlich des Anwendungsverzichts könnte dies ein hilfreiches Instrument sein, um eine Einschätzung einzuholen. Die Voraussetzungen würden regelmässig durch den Anbieter erfüllt werden, allerdings sind Auskünfte des Sekretariats für die Kommission gemäss Art. 55 Abs. 5 UEV nicht bindend.

¹⁷³⁰ Die UEK hat im Fall «Comso Pharmaceuticals» einfach verfügt, dass sie auf die Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts verzichte, ohne dies weiter auszuführen. «Die Übernahmekommission verzichtet darauf, die Vorschriften des schweizerischen Übernahmerechts... anzuwenden.»; die Gesuchstellerin hatte die Feststellung beantragt, dass das Angebot nicht unter Art. 22 BEHG falle, eventualiter, dass es von den Vorschriften auszunehmen sei; siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, Dispositiv Ziffer 1; im Fall «De Beers» wurde ebenfalls die Feststellung der Nichtunterstellung verlangt, wobei die UEK dann die «Befreiung von den Regeln des Schweizer Rechts» anordnete, siehe Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, Dispositiv Ziffer 1.

um eine Verfügung i. S. v. Art. 5 VwVG handeln muss.¹⁷³¹ Schwieriger ist die Frage, ob es sich verwaltungsverfahrenrechtlich um eine *Feststellungsverfügung* oder aber um eine *rechtsgestaltende Verfügung* handelt.¹⁷³² Von einer rechtsgestaltenden Verfügung wird gesprochen, wenn die Verfügung die individuelle Rechtslage des Adressaten gestaltet, wobei Rechte zugesprochen oder entzogen sowie Pflichten auferlegt oder erlassen werden können.¹⁷³³ Sofern die Verfügung keine gestaltende Wirkung hat, indem sie weder Rechte noch Pflichten begründet, ändert oder aufhebt, sondern lediglich die konkrete Rechtslage im Einzelfall feststellt, gilt sie als Feststellungsverfügung.¹⁷³⁴

- 867 Im Rahmen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG kann eine Behörde nun auf die Anwendung (von grundsätzlich anwendbarem Recht) verzichten. Es bedarf der Befreiung von den übernahmerechtlichen Pflichten im Sinne eines «aktiven» Verzichts durch die UEK, da die übernahmerechtlichen Pflichten ohne diesen Akt von Gesetzes wegen anwendbar wären. Sowohl Anbieter als auch Zielgesellschaft werden dadurch von den übernahmerechtlichen Pflichten befreit. Eine bloße Feststellung der Nichtanwendbarkeit wäre deshalb falsch. Sobald nämlich der (örtliche und sachliche) Anwendungsbereich von Art. 125 Abs. 1 FinfraG erfüllt ist, sind die Vorschriften anwendbar, ohne dass es hierfür eines behördlichen Anwendungsaktes bedürfte (es gilt die *Offizial- und Untersuchungsmaxime*).¹⁷³⁵
- 868 Eine bloße Feststellung der (Nicht-)Anwendbarkeit mittels Verfügung kommt deshalb m. E. nur in Frage, wenn Unklarheiten über die Erfüllung der Voraussetzungen nach Abs. 1 bestehen. Sind die Voraussetzungen von Abs. 1 allerdings erfüllt, soll aber zur Vermeidung von Normenkonflikten ein Anwendungsverzicht nach Abs. 2 erfolgen, so bedarf dies m. E. eines *gestaltenden*

¹⁷³¹ Art. 138 Abs. 1 und Art. 139 Abs. 1 FinfraG i. V. m. Art. 5 VwVG; TEDJANI, 297.

¹⁷³² Vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. a und lit. b VwVG.

¹⁷³³ Auer et al., VwVG-Komm.-MÜLLER, Art. 5 N 79.

¹⁷³⁴ Auer et al., VwVG-Komm.-MÜLLER, Art. 5 N 79 und 101.

¹⁷³⁵ Zur Geltung der *Offizial- und Untersuchungsmaxime*, SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 126 N 16.

Rechtsakts.¹⁷³⁶ Wie festgestellt wurde, soll der UEK grosses Ermessen eingeräumt werden in Bezug auf den Anwendungsverzicht. Wird einer Behörde Ermessen eingeräumt, kann nicht einfach eine Feststellung der (konkreten) Rechtslage erfolgen, sondern das Ermessen muss (gestaltend) wahrgenommen werden.¹⁷³⁷ Mit anderen Worten bedarf es eines befreienden Gestaltungsaktes, ansonsten sind die Übernahmeregeln anwendbar.

Die UEK muss demzufolge per *rechtsgestaltender Verfügung* den Anwendungsverzicht anordnen. Das gilt sowohl für den generellen Anwendungsverzicht als auch, wenn die UEK bloss auf die Anwendung von einzelnen Bestimmungen verzichtet.¹⁷³⁸ Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die UEK per Verfügungsverfügung über die Anwendbarkeit des hybriden Übernahmerechts entscheiden kann, sodass sie (mittelbar) über die Anwendbarkeit von (auch) zivilrechtlichen Regelungen entscheidet.¹⁷³⁹

869

7.4. Abstrakte Überprüfung der Anwendbarkeit?

Teilweise wird die Möglichkeit gefordert, auch losgelöst von einem konkreten Fall – d. h. *allgemeinverbindlich* – in einem Verfahren vor der UEK über einen Anwendungsverzicht gemäss Art. 125 Abs. 2 FinfraG entscheiden lassen zu können.¹⁷⁴⁰ Dies ist m. E. zwar im Grundsatz denkbar und aus Gründen der Vorhersehbarkeit auch zu wünschen, allerdings ist darauf hinzuweisen, dass

870

¹⁷³⁶ Eine andere Auffassung wäre, Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu den Anwendungsvoraussetzungen zu rechnen und so zu verstehen, dass im Falle eines Normenkonflikts und einer äquivalenten ausländischen Beaufsichtigung das Schweizer Übernahmerecht gar nicht anwendbar ist. Nach dieser Auffassung würde eine Feststellungsverfügung genügen. Oder Abs. 2 könnte so verstanden werden, dass die UEK lediglich festhalten kann, dass sie auf eine Durchsetzung der Anwendung bzw. die Beaufsichtigung der Transaktion verzichten werde (obwohl eine Anwendbarkeit grundsätzlich gegeben ist), die Aufsicht aber schon genügend durch die ausländische Behörde wahrgenommen wird. Im Sinne der bundesgerichtlichen Unterscheidung zwischen Anwendungs- und Geltungsbereich einer Norm (BGE 143 II 297 E. 3.2.1, dazu vorne [N 655](#) und insb. [Fn 1373](#)) wäre der Anwendungsbereich eröffnet, jedoch würde auf die Durchsetzung (mittels staatlicher Gewalt) verzichtet bzw. nur festgestellt, dass auf diese Durchsetzung verzichtet wird.

¹⁷³⁷ So auch TEDJANI, 297.

¹⁷³⁸ Beim partiellen Anwendungsverzicht kann der Verzicht im Rahmen einer allgemeinen Verfügung angeordnet werden (etwa in der Verfügung, in welcher festgestellt wird, dass das Angebot den gesetzlichen Bestimmungen entspricht).

¹⁷³⁹ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 109 ff.; siehe dazu ausführlich hinten [N 1000 ff.](#)

¹⁷⁴⁰ So GERICKE, Marktrecht, 249.

das Normenkonfliktpotential und das Schutzlevel hinsichtlich einer Zielgesellschaft nicht abstrakt auf alle Eventualitäten hin beurteilt werden können, sondern auch von der Ausgestaltung der Transaktion abhängen, je nachdem, ob die Transaktion nach ausländischem Übernahme- oder Gesellschaftsrecht erfolgt.¹⁷⁴¹ Die UEK wird deshalb m. E. zurückhaltend sein, für eine Zielgesellschaft den Anwendungsverzicht allgemein vorbehaltlos in Aussicht zu stellen.

871 TEDJANI schlägt zur Abmilderung der mangelnden Vorhersehbarkeit des anwendbaren Rechts gar vor, dass die UEK eine Liste aller Zielgesellschaften führen solle, bei welchen sich die Schweizer Übernahmeregeln im Falle einer Übernahme anwendbar erklären. Dabei würde der Anwendungsrücktritt nach Abs. 2 schon berücksichtigt, indem (in Kooperation mit den ausländischen Aufsichtsbehörden) das einschlägig anwendbare ausländische Recht auf Normenkonfliktpotential und Gleichwertigkeit überprüft und dann der Anwendungsverzicht für eine konkrete Zielgesellschaft – aber unabhängig von einer konkreten Transaktion – festgestellt würde.¹⁷⁴²

872 Meines Erachtens ist dieses Vorgehen mangels Praktikabilität abzulehnen. Es lässt sich abstrakt – d. h. ohne Bezug zu einer konkreten Transaktion – nicht verlässlich bestimmen, ob ein Anwendungsverzicht notwendig bzw. angezeigt sein wird. Wenn die UEK im Zusammenhang mit dem Anwendungsverzicht die nationalen Bezugspunkte der Zielgesellschaft anhand verschiedener *dynamischer* Kriterien sucht (insb. Geschäftstätigkeit, Zahl der Mitarbeiter, Handelsvolumen der Wertpapiere etc.),¹⁷⁴³ so unterliegt die abstrakte Beurteilung ebenfalls einer gewissen Dynamik. Auch die konkrete Transaktionsgestaltung entscheidet mit über die Anwendbarkeit des Übernahme- und Gesellschaftsrechts und die resultierenden Normenkonflikte lassen sich deshalb nicht abstrakt finden.¹⁷⁴⁴ Die UEK hätte ihre Einschätzung laufend zu überprüfen, um zu

¹⁷⁴¹ Wenn die Übernahme nicht in Form eines «gewöhnlichen» Übernahmeangebots erfolgt, sondern mittels einer speziellen Transaktionsform nach ausländischem Recht (wie etwa im Fall Cosmo Pharmaceuticals, siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA), so stellen sich zusätzliche Normenkonfliktfragen, welche sich bei einem abstrakten Vergleich von italienischem und schweizerischen Übernahmerecht mutmasslich nicht gestellt hätten.

¹⁷⁴² TEDJANI, 323 ff., diese Liste würde also namentlich über die Liste von Art. 115 Abs. 2 FinfraV hinausgehen, da diese den Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG nicht berücksichtigt.

¹⁷⁴³ Siehe dazu vorne [N 821](#).

¹⁷⁴⁴ Siehe schon die reiche Praxis der UEK zur Anwendbarkeit des Übernahmerechts bei Transaktionen, in welchen die Beteiligungsrechte der Zielgesellschaft dekotiert werden, dazu Fn 1451.

reagieren, sobald sich weltweit etwas an der Kotierungsstruktur der Zielgesellschaft oder dem rechtlichen Rahmen im Ausland ändert. Besondere Meldepflichten der Zielgesellschaft hinsichtlich der Kapital- und Kotierungsstruktur wären wiederum mit administrativem Mehraufwand verbunden. Einseitig kann die UEK ohnehin nicht verlässlich einschätzen, ob bzw. wie die ausländische Behörde ihre eigene Aufsicht ausübt, namentlich, da sich dies je nach Umgestaltung der Praxis und je nach politischer Wetterlage stetig ändert.¹⁷⁴⁵ Für eine diesbezügliche Kooperation mit der ausländischen Aufsichtsbehörde fehlt hingegen die rechtliche Grundlage. Eine solche Liste würde deshalb m. E. den Anlegern bzw. potenziellen Übernehmern bloss eine falsche Sicherheit hinsichtlich der (Nicht-)Anwendbarkeit vermitteln, da die Richtigkeit der Klassifizierung nie zweifellos feststehen würde.

7.5. Aufsichtskoordination vs. Legal Opinion

Eine praktische Schwierigkeit im Zusammenhang mit dem Anwendungsverzicht stellt sich verfahrenstechnisch dadurch, dass die UEK die Anwendbarkeit von ausländischem Recht beurteilen muss. Dies hat in der Regel zu einem Zeitpunkt zu geschehen, an dem die ausländische Aufsichtsbehörde noch nicht über die eigene Zuständigkeit befunden hat. Das bringt die doppelte Schwierigkeit mit sich, erstens ausländisches Recht beurteilen zu müssen und zweitens eine richtige Einschätzung der Beurteilung durch die ausländische Behörde schon vorwegzunehmen. 873

Dieser Schwierigkeit könnte in der Praxis mittels zweier Instrumenten begegnet werden, deren Tauglichkeit nachfolgend kurz geprüft wird. Einerseits ist denkbar, die *Aufsicht* zwischen den Behörden zu *koordinieren*. Andererseits besteht das in der Praxis ansonsten bewährte Mittel der *Legal Opinion*.¹⁷⁴⁶ 874

Die UEK könnte die betroffene ausländische Aufsichtsbehörde hinsichtlich ihrer Wahrnehmung der Aufsichtstätigkeit anfragen. Nach Art. 42 Abs. 1 FINMAG kann die FINMA zum Vollzug der Finanzmarktgesetze ausländische Finanzmarktaufsichtsbehörden um Informationen ersuchen. Eine weitergehende *Amts- oder Rechtshilfe* ist im Übernahmeverfahren nicht vorgesehen.¹⁷⁴⁷ Da ein einmal in Gang gesetztes Übernahmeverfahren relativ rasch abgewickelt wer- 875

¹⁷⁴⁵ So zeigt etwa die Morrison-Entscheidung des US Supreme Court, dass ein Gerichtsurteil die rechtlichen Rahmenbedingungen des Übernahmerechts und insb. die geographische Reichweite grundlegend verändern kann, siehe dazu umfassend KÖNIG, 117 ff.

¹⁷⁴⁶ Legal Opinions sind anwaltliche formalisierte Rechtsgutachten, siehe FEIT, 5.

¹⁷⁴⁷ TEDJANI, 277 f.; zu Art. 42 FINMAG allgemein NOBEL, Finanzmarktrecht, § 5 N 330 ff.

den muss, bleibt in der Praxis wenig Zeit für amthilfeweisen Informationsaustausch. Höchst fraglich bleibt auch, ob die Abgabe einer Einschätzung der Rechtsanwendung durch eine ausländische Behörde unter den (kundenbezogenen) Informationsbegriff fällt.¹⁷⁴⁸ Eine Koordination zwischen den Aufsichtsbehörden wäre in diesem Zusammenhang zwar wünschenswert, ist aber unter der aktuellen Rechtslage in der Schweiz – anders als in der Europäischen Union – nicht möglich bzw. die vorhandenen Instrumente sind hierfür nicht tauglich.¹⁷⁴⁹ Eine – allenfalls informelle – Koordination gewisser Aspekte des Verfahrens (etwa der Fristenläufe) müsste m. E. aber möglich sein und wäre zu befürworten.

- 876 In der Praxis wurde deshalb auf das Mittel der *Legal Opinion* betreffend Anwendbarkeit des ausländischen Rechts zurückgegriffen, indem die UEK von der Anbieterin zum Nachweis des anwendbaren (ausländischen) Rechts ein entsprechendes Gutachten verlangte.¹⁷⁵⁰ Um ein schnelles Verfahren zu gewährleisten, wird die Anbieterin ein solches Gutachten auch vorgängig einholen. Von den Parteien Nachweise über das anwendbare Recht zu verlangen, scheint allerdings im Hinblick auf die im Verfahren vor der UEK geltende Untersuchungsmaxime heikel.¹⁷⁵¹
- 877 Eine *Legal Opinion* kann sich zur Anwendbarkeit des ausländischen Rechts, zur Gleichwertigkeit der Übernahmeregeln sowie zu möglichen Normenkonflikten äussern. Mit diesem Instrument kann die Übernehmerin im Vorfeld der Übernahme klären, ob und wie das ausländische Recht voraussichtlich angewandt werden wird und dies dann im Verfahren vor der UEK belegen.
- 878 Will die UEK sich (insb. wegen der Gefahr von Gefälligkeitsgutachten) nicht einzig auf die *Legal Opinion* verlassen, sondern die tatsächliche Wahrnehmung der ausländischen Aufsicht sicherstellen, so muss sie sich des Instruments der Auflage bedienen,¹⁷⁵² indem sie von der gesuchstellenden Partei als Auflage die Einreichung einer Bestätigung verlangt, dass die ausländische Aufsichtsbehörde sich für zuständig erklärt hat.

¹⁷⁴⁸ Siehe zum (kundenbezogenen) Informationsbegriff etwa BSK FinfraG-DU PASQUIER/MENOUD, Art. 42a FINMAG N 48 ff.

¹⁷⁴⁹ Siehe Art. 4 Abs. 4 der EU-Übernehmerichtlinie, wonach die Behörden zusammenarbeiten und Auskünfte erteilen sollen, wann immer dies erforderlich sei.

¹⁷⁵⁰ Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 2; Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, F.

¹⁷⁵¹ Bei Zivilprozessen hingegen besteht mit Art. 16 Abs. 1 IPRG eine Grundlage, um die Mitwirkung der Parteien bei der Feststellung des anwendbaren Rechts zu verlangen.

¹⁷⁵² Siehe dazu vorne [N 843](#).

7.6. Konsequenz: faktische Rechtswahlmöglichkeit?

Aus praktischer Sicht könnte die Regelung des Anwendungsverzichts eine *faktische Rechtswahlmöglichkeit* schaffen: Die Parteien können Einfluss auf das anwendbare Übernahmeaufsichtsrecht nehmen, indem sie steuern, wo sie ein Gesuch um Freistellung einreichen. Sofern die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts gegeben sind, wird eine Aufsichtsbehörde bei bestehendem Ermessen diesbezüglich dem Gesuch u. U. stattgeben, anstatt die mit der Anwendung und daraus folgenden Aufsichtstätigkeit verbundenen Aufwände auf sich zu nehmen.¹⁷⁵³

879

Zwar ist aus Sicht des Schweizer Rechts im Ansatz tatsächlich Spielraum gegeben, der den Parteien erlaubt, auf das anwendbare Übernahmeaufsichtsrecht einen gewissen Einfluss auszuüben. Jedoch ist dies zu relativieren: Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts ist im Übernahmerecht nicht international allgemein etabliert, sondern – mindestens in dieser ausgeprägten Form – eine Schweizer Eigentümlichkeit.¹⁷⁵⁴ Eine faktische Einflussmöglichkeit besteht deshalb auf internationaler Ebene nicht allgemein, sodass ein *Forum Shopping* nicht zu befürchten ist.¹⁷⁵⁵ Da der Anlegerschutz gewahrt ist, insofern dies ja eine Grundvoraussetzung für den Anwendungsverzicht darstellt, spricht auch wenig gegen eine gewisse beschränkte Parteiautonomie, zumal die Entscheidung letztlich bei der Aufsichtsbehörde verbleibt. Eine (beschränkte) Wahlfreiheit räumt etwa auch die Übernahmerrichtlinie bei Mehr-

880

¹⁷⁵³ Dies ist im Sinne einer effizienten Aufsichtstätigkeit auch nicht zu bemängeln, da der Anlegerschutz gewahrt ist, können diese Aufwände eingespart werden.

¹⁷⁵⁴ Ähnliche Instrumente bestehen etwa mit den amerikanischen Befreiungstatbeständen der Cross-Border-Rules, wobei dort namentlich Befreiungen möglich sind, wenn das Angebot nur beschränkte Wirkungen für US Wertpapierinhaber zeigt; zu den Cross-Border-Rules siehe etwa AHA, 313 ff.; oder in Deutschland sind Befreiungen nach § 24 WpÜG möglich, allerdings können dort bestimmte Wertpapierinhaber vom Angebot ausgenommen werden. Art. 4 Abs. 5 ÜRL hat den Raum geschaffen, Ausnahmen von der Anwendbarkeit einzelner Bestimmungen zu schaffen. Die allgemeine Möglichkeit des gänzlichen Verzichts auf die Anwendung der (eigentlich anwendbaren) Übernahmeregeln hingegen ist – soweit ersichtlich – eine Schweizer Besonderheit. Hinsichtlich der Publizitätspflichten eines Emittenten sah das WpHG früher mit § 37z Abs. 4 aWpHG die Möglichkeit vor, bei gleichwertigen Anforderungen in einem Drittstaat auf die Erfüllung inländischer Publizitätspflichten zu verzichten, siehe SETHE/LEHMANN, 706.

¹⁷⁵⁵ Die Gleichwertigkeitsvoraussetzung verhindert hinsichtlich Aufsichtsstandard ohnehin ein *race to the bottom*.

fachkotierungen unter gleichzeitiger Erstzulassung ein, indem nach Art. 4 Abs. 2 lit. c die Zielgesellschaft die zuständige Aufsichtsbehörde (und damit das anwendbare Recht) wählen kann.¹⁷⁵⁶

8. Exkurs: Zulässigkeit von Angebotsrestriktionen

- 881 Mit der Problematik des Anwendungsverzichts eng verbunden ist die – in der Praxis höchst bedeutende – Thematik der Angebotsrestriktionen (*Sales Restrictions*) in Übernahmeangeboten. Die Diskussion um die Zulässigkeit und Schranken der Angebotsrestriktionen ist im Allgemeinen in der Literatur¹⁷⁵⁷ ausführlich geführt worden und es besteht eine umfassende Praxis¹⁷⁵⁸ der UEK hierzu. Wie GERICKE/WIEDMER berechtigterweise anmerken, verfolgt die UEK bei der Beurteilung allerdings einen materiell-rechtlichen Lösungsansatz.¹⁷⁵⁹ Deshalb soll diese Praxis nicht weiter dargestellt werden, sondern nachfolgend nur insoweit darauf eingegangen werden, als sie um eine Betrachtung aus *kollisionsrechtlicher Sicht* zu erweitern ist. Eine solche vermag keineswegs eine materiell-rechtliche Beurteilung zu ersetzen, kann aber hilfreich sein, zumal der Kern der Problematik kollisionsrechtlicher Art ist.
- 882 Die Praxis der Angebotsrestriktionen – also der *Einschränkung des Adressatenkreises* eines Angebots bzw. des *Ausschlusses* von gewissen Aktionären vom Angebot – resultiert im Wesentlichen aus den unterschiedlichen Anknüpfungen der Rechtsordnungen im Bereich des Übernahmerechts (namentlich der Massgeblichkeit des Auswirkungsprinzips nach US-amerikanischem Recht und des Sitzes und Kotierungsorts nach Schweizer Recht) sowie der Problematik der Durchsetzung der Gleichbehandlung auf internationaler Ebene.¹⁷⁶⁰

¹⁷⁵⁶ Siehe dazu etwa JOSENHANS, 336 ff.

¹⁷⁵⁷ Siehe ausführlich Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 85 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 182 ff.; sowie FAHRLÄNDER, § 12 N 461 ff.; GLATTHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, 66 ff.; HÖHN/LANG/ROELLI, 244 ff.; SCHENKER, Übernahmerecht, 253 ff.; TSCHÄNI/IFFLAND, 126 ff.

¹⁷⁵⁸ Zur Praxis der UEK siehe Empfehlung 0049/03 der UEK vom 7.10.1999 i. S. TAG Heuer International SA, E. 2; Empfehlung I 0088/01 der UEK vom 19.3.2001 i. S. Sulzer AG, E. 10; Empfehlung III 0249/03 der UEK vom 3.8.2005 i. S. Saia-Burgess Electronics Holding AG, E. 11; Empfehlung 0243/08 der UEK vom 24.8.2005 i. S. Leica Geosystems Holdings AG, E. 3; Empfehlung II 0318/02 der UEK vom 7.5.2007 i. S. Converium Holding AG, E. 3; Verfügung 416/01 der UEK vom 13.7.2009 i. S. Jelmoli Holding AG, E. 3; Empfehlung X 0294/10 der UEK vom 29.1.2007 i. S. SIG Holding AG, E. 1.2; für eine Kommentierung der Praxis der UEK siehe etwa UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 88 ff. sowie HÖHN/LANG/ROELLI, 246 ff.

¹⁷⁵⁹ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 95.

¹⁷⁶⁰ FAHRLÄNDER, 462; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 97.

Nach Art. 127 Abs. 2 FinfraG muss der Anbieter die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art *gleich behandeln*.¹⁷⁶¹ Das Schweizer Übernahmerecht verpflichtet den Anbieter, *allen* Aktionären ein Angebot (in gleicher Weise) zu unterbreiten, d. h. auch ausländischen Aktionären. Das Recht der USA (und in ähnlicher Weise weitere Rechtsordnungen)¹⁷⁶² können öffentliche Angebote für Beteiligungsrechte im eigenen Staat aber verbieten bzw. zumindest nur unter Einhaltung besonderer Vorschriften erlauben.¹⁷⁶³ Das – nach Schweizer Übernahmerecht auch ausländischen Aktionären zu unterbreitende – Angebot kann deshalb im Ausland widerrechtlich sein bzw. nur unter hohem Aufwand und Erhöhung der Komplexität in eine zulässige Form gebracht werden.¹⁷⁶⁴ Die Problematik besteht noch verstärkt bei Umtauschangeboten, da das öffentliche Anbieten (bzw. die Emission) von Wertpapieren zusätzliche Einschränkungen bzw. umfassende Pflichten auslösen kann.¹⁷⁶⁵

883

Um einem Verstoß gegen ausländisches Recht vorzubeugen, kann nun das Angebot insofern beschränkt werden, als Inhaber von Beteiligungsrechten, welche in diesen Staaten angesiedelt sind, vom Angebot *explizit ausgeschlossen* werden.¹⁷⁶⁶ Deshalb enthalten öffentliche Übernahmeangebote in der Praxis regelmässig Angebotsrestriktionen.¹⁷⁶⁷ Diese stehen nun im Spannungsverhältnis zur Pflicht, allen Aktionären ein (gleiches) Angebot zu unterbreiten. Anders als etwa in Deutschland kennt das Schweizer Übernahmerecht keine explizite Regelung der Angebotsrestriktionen.¹⁷⁶⁸ Die UEK hat aber in ständiger Praxis solche Restriktionen – unter gewissen (ändernden) Voraussetzungen – trotz des Gleichbehandlungsgebots als zulässig erachtet.¹⁷⁶⁹

884

Mittels Sales Restrictions wird durch Einschränkung der Angebotsreichweite versucht, die Anwendung ausländischer Vorschriften und damit drohende Normenkonflikte zu vermeiden.¹⁷⁷⁰ Angebotsrestriktionen stellen deshalb ein

886

¹⁷⁶¹ Der Grundsatz der Gleichbehandlung ist auch dem Gesellschaftsrecht inhärent, siehe Art. 717 Abs. 2 OR.

¹⁷⁶² Siehe für einen Konflikt mit kanadischem und australischem Recht die Empfehlung X 0294/10 der UEK vom 29.1.2007 i. S. SIG Holding AG, E. 1.2.1.

¹⁷⁶³ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 182 f.

¹⁷⁶⁴ HÖHN/LANG/ROELLI, 244.

¹⁷⁶⁵ SCHENKER, Übernahmerecht, 253.

¹⁷⁶⁶ Siehe für Musterklauseln TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 183 ff.

¹⁷⁶⁷ Siehe die Beispiele vorne [Fn 1758](#).

¹⁷⁶⁸ Siehe die explizite Ermächtigung zur Vornahme gewisser Angebotsrestriktionen in § 24 WpÜG, dazu etwa JOSENHANS, 358 ff.

¹⁷⁶⁹ Zur Praxis der UEK soeben Fn 1758.

¹⁷⁷⁰ JOSENHANS, 358.

praktisches Mittel zur Verhinderung von Normenkonflikten dar. Sie können entweder als Umgehungsinstrument wahrgenommen werden, nicht allen Anforderungen der verschiedenen Rechtsordnungen genügen zu müssen, welches das Gleichbehandlungsverbot verletzt.¹⁷⁷¹ Oder aber sie werden als *legitimes* kollisionsrechtliches Instrument zur Vermeidung von unzumutbaren Konsequenzen von Normenkonflikten eingeordnet.¹⁷⁷²

- 887 Aus *kollisionsrechtlicher Sichtweise* ist der Diskussion Folgendes anzufügen: Wie gesehen liegen der Problematik der Angebotsrestriktionen Fälle von positiven Normenkonflikten zugrunde. Eine strikte Anwendung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bei internationalen Transaktionen auch für ausländische Aktionäre führt zu einer gewissen *extraterritorialen Durchsetzung* des Schweizer Rechts, da das Angebot weltweit nach den eigenen Vorschriften zu unterbreiten ist.¹⁷⁷³ Diese extraterritoriale Tendenz wird noch verstärkt durch den (neu) bewusst weit gefassten Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts. Es ist deshalb ein ausserordentlich *hohes Normenkonfliktpotential* zu verorten.
- 888 Das Gesetz eröffnet nun mit Art. 125 Abs. 2 FinfraG explizit zur Normenkonfliktverhinderung die Möglichkeit für Ausnahmen von der vorbehaltlosen Anwendung. Da in vielen Fällen eine Befreiung von der Anwendbarkeit der Schweizer Übernahmeregeln insgesamt nicht in Frage kommt, müssen weitere (mildere) Instrumente bereitstehen, die eine «Rücknahme» des weiten Anwendungsanspruchs des Schweizer Rechts erlauben. Angebotsrestriktionen bilden nun – ähnlich wie der partielle Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG – ein Instrument, welches gerade dies erlaubt: Die Wirkung des Angebots wird territorial eingegrenzt und damit auch der parallel einhergehende Geltungsanspruch reduziert. Die zwingende starre Durchsetzung hat auf internationaler Ebene nicht um jeden Preis zu erfolgen, sondern der Anbieterin soll die Möglichkeit einer örtlichen Beschränkung eingeräumt werden.
- 889 Diese Möglichkeit einer Rücknahme des Anwendungsanspruchs im Einzelfall zur Konfliktvermeidung zu befördern, kann ein berechtigtes Anliegen sein, selbst wenn sie in einem gewissen Gegensatz zur Gleichbehandlung steht. Der Gleichbehandlungsgrundsatz gilt nicht unbeschränkt, sondern muss – auf Basis von sachlichen Kriterien – gewisse Unterscheidungen bzw. notwendige

¹⁷⁷¹ Siehe für eine Argumentation mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz etwa Empfehlung I 0088/01 der UEK vom 19.3.2001 i. S. Sulzer AG, E. 10.

¹⁷⁷² So ausführlich begründet Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 95 ff.

¹⁷⁷³ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 97.

Ungleichbehandlungen erlauben.¹⁷⁷⁴ Die Normenkonfliktvermeidung im internationalen Bezug stellt aus kollisionsrechtlicher Sicht ein sachliches Kriterium zur Rechtfertigung der Ungleichbehandlung dar, um dem besonderen Konfliktpotential zu begegnen. Das bedeutet aber auch, dass – in gleicher Weise wie unter dem Anwendungsverzicht von Art. 125 Abs. 2 FinfraG – zu verlangen ist, dass tatsächlich ein Normenkonflikt droht. Werden Angebotsrestriktionen einzig zum Zwecke der Umgehung der Einhaltung anwendungsberechtigter ausländischer Vorschriften vorgenommen, so ist die Ungleichbehandlung nicht gerechtfertigt. Lässt sich hingegen die Angebotsbeschränkung kollisionsrechtlich mit der Vermeidung eines Normenkonflikts begründen, so ist dieser Argumentation stattzugeben. Dabei ist mit zu berücksichtigen, ob die ausländischen Vorschriften extraterritoriale Tendenzen zeigen oder – aus Sicht der Schweizer Rechtsordnung – einem berechtigten Regulierungsziel folgen. An den Normenkonflikt sind wiederum nicht zu hohe Voraussetzungen zu stellen, indem die Möglichkeit von resultierendem Mehraufwand in Verbindung mit gewissen Friktionen genügen kann.

Es lässt sich m. E. gar diskutieren, ob sich die Zulässigkeit von Angebotsrestriktionen gar analog auf Art. 125 Abs. 2 FinfraG stützen lässt. Wie gesehen lässt Abs. 2 den Verzicht auf einzelne Normen zu. Die *ratio legis* der Norm – die Möglichkeit des Verzichts auf die Anwendung zur Vermeidung von Normenkonflikten – ist im Grunde dieselbe wie bei den Angebotsrestriktionen (mindestens soweit sie tatsächlich von einem berechtigten Interesse an der Vermeidung von Normenkonflikten getragen werden). Deshalb kann m. E. eine grosszügige Handhabung von Angebotsrestriktionen als Verzicht auf die strikte Durchsetzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes im internationalen Verhältnis gesehen werden. Damit lässt sich – zumindest argumentativ – die Zulässigkeit von Angebotsrestriktionen auf die Grundlage von Art. 125 Abs. 2 FinfraG stützen. Eine formelle Anwendung hingegen kommt mangels Erfüllung der Anwendungsvoraussetzungen nicht in Frage. Abs. 2 setzt voraus, dass ausländisches Recht tatsächlich gleichzeitig anwendbar ist. In Fällen der Angebotsrestriktionen hingegen soll das ausländische Recht gerade *nicht* anwendbar sein. Hingegen ist eine (analoge) Anwendung von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu diskutieren, wenn gleichzeitig ein separates Angebot nach ausländischem Recht für die ausländischen Aktionäre unterbreitet wird.¹⁷⁷⁵

890

¹⁷⁷⁴ Siehe zu möglichen Ungleichbehandlungen etwa REBSAMEN, 69 ff.

¹⁷⁷⁵ Diesfalls hätte die Bejahung der Zulässigkeit der Angebotsrestriktion durch die UEK die Wirkung eines partiellen Anwendungsverzichts des Schweizer Rechts.

- 891 Aus diesen Gründen spricht eine kollisionsrechtliche Betrachtung m. E. für eine *weite Bejahung der Zulässigkeit* von Angebotsrestriktionen, da erstens die schweizerischen Übernahmeregeln hinsichtlich der internationalen Durchsetzung der Gleichbehandlungspflicht extraterritoriale Tendenzen zeigen, sodass sie einer Korrektur im Einzelfall zugänglich sein müssen, was sich zweitens über den Normzweck von Art. 125 Abs. 2 FinfraG begründen lässt.¹⁷⁷⁶
- 892 Soll trotz Angebotsrestriktionen allen Aktionären ein Angebot unterbreitet werden, d. h. auch den in den entsprechenden «problematischen» Rechtsordnungen angesiedelten, besteht die Möglichkeit, das Hauptangebot zwar mit Angebotsrestriktionen zu versehen, dieses aber gleichzeitig mit der Unterbreitung eines (*parallelen*) *separaten Angebots* gemäss den Bestimmungen der ausländischen Rechtsordnung zu verbinden. Dabei werden beide Angebote mit entsprechenden Restriktionen versehen (*dual restricted offer*).¹⁷⁷⁷ Diese Vorgehensweise wird ebenfalls insbesondere im Verhältnis zum US-amerikanischen Recht gewählt und von diesem auch geschützt.¹⁷⁷⁸ Ein solches Mehrfachangebot erfordert die Koordination der separaten Angebote und zieht entsprechende Transaktionskosten mit sich.¹⁷⁷⁹ Hier sind nicht in Bezug auf einzelne Wertpapierinhaber mehrere Aufsichtsrechte kumulativ anwendbar, sondern für einen Teil der Aktionäre gilt ein Angebot nach dem *einen* Recht, während das Angebot für die restlichen Aktionäre einem *anderen* Recht untersteht. Die Gefahr von positiven Normenkonflikten ist deshalb geringer. Da die separaten Angebote aber (wiederum aus Gleichbehandlungsgründen) in den wesentlichen Belangen übereinstimmen sollten, können im Zuge der Verfahrenskoordination bei unterschiedlichen Vorgaben der Übernahmeregeln trotzdem noch Normenkonflikte auftreten. Die UEK hat sich gegenüber einer solchen parallelen Vorgehensweise offen gezeigt und sich bereit erklärt, zur Koordination Ausnahmen hinsichtlich Fristen, Vollzugsbedingungen und speziellen Wi-

¹⁷⁷⁶ GERICKE/WIEDMER begründen die Zulässigkeit von Angebotsrestriktionen darüber hinaus mit international-privatrechtlichen Überlegungen zu ausländischen Eingriffsnormen; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 100. Meines Erachtens ist jedoch fraglich, ob in solchen Fällen – aus Sicht des Schweizer IPRG – ein engerer Bezug zum ausländischen Recht i. S. v. Art. 19 Abs. 1 IPRG gegeben ist, zumal gerade das amerikanische Recht sich auch auf Sachverhalte anwendbar erklärt, denen aus der Sicht unserer Rechtsordnung ein enger Bezug abzusprechen ist.

¹⁷⁷⁷ Siehe für ein Beispiel Verfügung 0624/02 der UEK vom 7.3.2016 i. S. Syngenta AG, E. 11.

¹⁷⁷⁸ JOSENHANS, 402 ff.

¹⁷⁷⁹ Siehe für ein Beispiel GOTSCHEV/NAGEL, 495 ff.

derrufsrechten zu gewähren.¹⁷⁸⁰ Um solche parallelen Angebote reibungsfrei lancieren zu können, ist die Anbieterin auf verfahrensmässige Erleichterungen durch die Aufsichtsbehörden angewiesen.

Ein ähnliches praktisches Gestaltungsinstrument bildet das *Vendor-Placement-Verfahren*, das bei *Tauschangeboten* durchgeführt werden kann. Bei dieser Vorgehensweise werden den «problematischen» Aktionären die Tauschaktien nicht direkt angeboten, sondern in einem zentralisierten Verkaufsverfahren ausserhalb der einschlägigen Rechtsordnung verkauft und der Nettoerlös wird anschliessend den entsprechenden Aktionären pro rata zugeteilt.¹⁷⁸¹ Hintergrund dieses Vorgehens ist wiederum die Verhinderung positiver Normenkonflikte: Zur Vermeidung einer gleichzeitigen Anwendbarkeit eines ausländischen Rechts – wiederum v. a. des US-amerikanischen Rechts – werden dabei den Aktionären in der betreffenden Rechtsordnung nicht direkt die (eigentlich als Kaufpreis vorgesehenen) Tauschaktien angeboten, sondern ihnen wird erst der Nettoerlös aus dem Verkaufsverfahren zugeteilt. So wird erreicht, dass die ausländischen Aktionäre keine Tauschaktien beziehen können, womit die Auslösung der Anwendbarkeit des ausländischen (Prospekt- oder Registrierungs-)Rechts verhindert wird.¹⁷⁸² Die UEK hat die Zulässigkeit von *Vendor-Placement-Verfahren* in ihrer Praxis bestätigt.¹⁷⁸³ Sie hat dies zwar nicht direkt mit dem Ziel der Vermeidung von Normenkonflikten begründet, aber einerseits besondere Ausnahmen zur Abstimmung mit dem ausländischen Recht gewährt und die Normenkollisionsproblematik zumindest mittelbar berücksichtigt, indem sie die Gefahr der Haftbarkeit bei Ausdehnung des Angebots auf ausländische Aktionäre schwer gewichtete.¹⁷⁸⁴ Wenn die UEK hier die Zulässigkeit eines solchen Vorgehens primär mit der Vermeidung von

893

¹⁷⁸⁰ Verfügung 624/02 der UEK vom 7.3.2016 i. S. Syngenta AG, E. 11; Verfügung 572/02 der UEK vom 22.8.2014 i. S. UBS AG, E. 1.

¹⁷⁸¹ Siehe für ein Beispiele Verfügung 0469/01 der UEK vom 15.2.2011 i. S. Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG, E. 2; Verfügung 726/02 der UEK vom 10.5.2019 i. S. Panalpina Welttransport (Holding) AG, Sachverhalt J und E. 2. Zur Theorie TSCHÄNI, Öffentliche Tauschangebote, 77.

¹⁷⁸² TSCHÄNI, Öffentliche Tauschangebote, 77.

¹⁷⁸³ Die Praxis wurde begründet mit Verfügung 0469/01 der UEK vom 15.2.2015 i. S. Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG, E. 2, und zuletzt bestätigt in Verfügung 0726/02 der UEK vom 10.5.2019 i. S. Panalpina Welttransport (Holding) AG, E. 2.

¹⁷⁸⁴ Verfügung 0469/01 der UEK vom 15.2.2015 i. S. Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG, E. 2

unverhältnismässigem Aufwand begründet, so dürfte sie bei positiven Normenkonflikten ohnehin Verständnis für solche praktischen Gestaltungsvarianten zeigen.

894 Diese beiden Vorgehensweisen sind jedoch mit einem entsprechenden Aufwand für die Anbieterin verbunden. Sie können aber pragmatische Lösungen darstellen, um die Einhaltung zweier Rechtsordnungen parallel zu ermöglichen.¹⁷⁸⁵

9. Einordnung des Anwendungsverzichts aus wirtschafts-kollisionsrechtlicher Sicht

895 Die mit Art. 125 Abs. 2 FinfraG geschaffene und ganz auf die Vermeidung von positiven Normenkonflikten gerichtete Möglichkeit, im Einzelfall auf die Anwendung des eigenen Übernahmemaufsichtsrechts zu verzichten, ist aus kollisionsrechtlicher Sicht besonders und bedarf deshalb einer Einordnung in die kollisionsrechtliche Dogmatik. Namentlich ist sie vor dem Hintergrund der allgemeinen wirtschaftskollisionsrechtlichen Methodik zu betrachten. Da bei der Entstehung dieser Norm (bzw. der Vorgängernorm Art. 22 aBEHG) vor allem praktische Erwägungen dominierten,¹⁷⁸⁶ ist eine dogmatische Hinterlegung der kollisionsrechtlichen Aspekte – und damit insbesondere von Abs. 2 – m. E. besonders wichtig.

9.1. Wirtschaftskollisionsrechtliche Methodik des Anwendungsverzichts

a Flexibilisierung des Anwendungsanspruchs

896 Wie im Grundlagenteil erarbeitet wurde, muss im Wirtschaftskollisionsrecht – mangels allseitiger Verweisungsnormen und überstaatlicher Koordination – (auch) der Versuch unternommen werden, Normenkollisionen einseitig zu begegnen.¹⁷⁸⁷ Basierend auf dem Gebot der Zurückhaltung in Jurisdiktionenkonflikten kann bei der Anwendung der eigenen Vorschriften Zurückhaltung ausgeübt werden, indem (aufgrund von Ermessens- und Ausnahmenvorschriften)

¹⁷⁸⁵ TORKA, 312.

¹⁷⁸⁶ Siehe hierzu vorne [N 677](#).

¹⁷⁸⁷ Siehe vorne [N 198 ff.](#)

im Einzelfall ein Anwendungsanspruch zurückgenommen wird, um Normenkonflikten vorzubeugen. Solche *flexibilisierten Anwendungsansprüche* sollen die Anwendbarkeit anderer Rechtsordnungen berücksichtigen können.¹⁷⁸⁸

Mit der Möglichkeit von Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist nun im Schweizer Übernahmerecht eine Norm aufzufinden, welche im Einzelfall erlaubt, auf die Anwendbarkeit des (gesamten) eigenen Übernahmemaufsichtsrechts zu verzichten. Damit ist exakt eine Flexibilisierung der Anwendungsansprüche im Sinne eines solchen wirtschaftskollisionsrechtlichen Instruments ermöglicht: Die Norm ist erstens als *Ausnahmevorschrift* zu qualifizieren, da sie der UEK das Ermessen einräumt, im Einzelfall ausnahmsweise einen Anwendungsverzicht vorzunehmen. Sie hat zweitens einzig den Zweck, positive Normenkonflikte zu verhindern. Sie ist rein kollisionsrechtlicher Natur und trotzdem *einseitig* ausgestaltet, indem sie zwar Rücksicht auf die Anwendbarkeit ausländischen Rechts nimmt, jedoch keine Verweisungsnorm darstellt. Methodisch übt sie ihre kollisionsrechtliche Wirkung mittels *Rücknahme des Anwendungsanspruchs* im Konfliktfall unter Berücksichtigung des anwendbaren ausländischen Rechts aus.

897

b Vergleich der Schutzzwecke

Für die Frage, nach welchen Kriterien bzw. unter welchen *Voraussetzungen* der Anwendungsanspruch zurückzunehmen ist, bleibt aus wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht viel Spielraum. Im Wirtschaftskollisionsrecht allgemein diskutiert werden u. a. die Vornahme einer Interessenabwägung, das Verlangen von Äquivalenz des ausländischen Rechts sowie ein Vergleich der Schutzzwecke der Normen.¹⁷⁸⁹ Wie gesehen verlangt Art. 125 Abs. 2 FinfraG Gleichwertigkeit des ausländischen Rechts im Hinblick auf den Anlegerschutz. Damit werden zwei der allgemein in der wirtschaftskollisionsrechtlichen Methodik bekannten Elemente kombiniert: Einerseits wird *Äquivalenz* verlangt, was einem allgemeinen Trend im Umgang mit Normenkollisionen entspricht. Die Äquivalenz ist jedoch andererseits nicht am ausländischen Übernahmerecht insgesamt zu messen, sondern hinsichtlich des Anlegerschutzes. Dies wiederum entspricht dem *Vergleich der Schutzzwecke* der kollidierenden Normengefüge.

898

Zur Bildung von Wirtschaftskollisionsnormen wurde – namentlich von SCHNYDER – schon lange gefordert, die Anknüpfungen an den Schutzzwecken

899

¹⁷⁸⁸ Siehe vorne [N 203 ff.](#)

¹⁷⁸⁹ Siehe vorne [N 214 f.](#)

der Sachnormen auszurichten bzw. aus dem Schutzzweck der Sachnormen ihr kollisionsrechtliches Anwendungs- und Durchsetzungsinteresse herzuleiten, aber eben auch einzugrenzen.¹⁷⁹⁰ Hier erfolgt nun eine derartige Eingrenzung der Durchsetzung der eigenen Sachnormen (durch Anwendungsverzicht) auf Basis des Schutzzwecks. Die Grenze des Anwendungsrücktritts muss nach SCHNYDER immer der Ordnungsauftrag des inländischen Rechts sein.¹⁷⁹¹ Mit der Verzichtsvoraussetzung des äquivalenten Anlegerschutzes wird entsprechend die Durchsetzung des eigenen Ordnungsauftrags des Schweizer Übernahmehaufsichtsrechts gesichert. Gleichzeitig zieht der Vergleich des Anlegerschutzstandards der kollidierenden Rechtsordnungen auch einen Vergleich der Schutzzwecke mit sich. Wird der Schutzzweck der Schweizer Übernahmeregeln – konkret gemessen am Anlegerschutzniveau – auch durch das ausländische Recht gewahrt, so kann der eigene Anwendungsanspruch zurückgenommen werden. *Methodisch* entspricht der Mechanismus der Einschränkung extraterritorialer Anwendungsansprüche durch ein Akzeptieren der Einhaltung eines gleichwertigen ausländischen Rechts der *substitute compliance* des US-amerikanischen Finanzmarktrechts.¹⁷⁹²

- 900 Somit kann Art. 125 Abs. 2 FinfraG als *typische einseitige wirtschaftskollisionsrechtliche Norm* qualifiziert werden, welche den Anwendungsanspruch des eigenen Übernahmehaufsichtsrechts unter Berücksichtigung des fremden Rechts sowie der Schutzzwecke der kollidierenden Rechtsordnungen flexibilisiert mit dem primären Zwecke der Vermeidung von Normenkollisionen.

c *Fehlende Anforderung an Sachverhaltsnähe?*

- 901 Es könnte gefragt werden, ob aus wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht nicht gewisse *Vorbehalte* oder Kritikpunkte hinsichtlich des Mechanismus des Anwendungsverzichts anzubringen sind. Vor einem kollisionsrechtlichen Hintergrund fällt ins Auge, dass Abs. 2 keinerlei Voraussetzungen an die *Sachverhaltsnähe* der ausländischen Rechtsordnung stellt. Das ist insofern untypisch für (wirtschafts-)kollisionsrechtliche Überlegungen, als dies der international-privat- und völkerrechtlichen Grundkonzeption zuwiderläuft und hier primär pragmatische Überlegungen dominieren (neben die Vermeidung von Normenkonflikten tritt die Vermeidung von unnötigem Mehraufwand und Transaktionskosten). So wird im Wirtschaftskollisionsrecht allgemein gefordert, dass

¹⁷⁹⁰ Dazu vorne [N 214 f.](#)

¹⁷⁹¹ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 191.

¹⁷⁹² Siehe vorne [N 208.](#)

selbst bei *anwendungsdesinteressierter* *lex fori* dem Anwendungsanspruch fremden Eingriffsrechts im Inland nur Beachtung geschenkt wird, wenn der Eingriffsstaat über eine *genügend enge Sachverhaltsbeziehung* verfügt.¹⁷⁹³ Der Anwendungsverzicht des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts setzt dies hingegen nicht voraus.

Dieser kollisionsrechtlichen Anomalie von Abs. 2 ist m. E. insofern zu begegnen, als ein gewisser *Mindestbezug* der ausländischen Rechtsordnung zur Transaktion im Sinne eines «*reasonable links*» zu verlangen ist. Es ist mithin ein «vernünftiger Bezug» zwischen Sachverhalt und dem regelnden Staat vorzusetzen.¹⁷⁹⁴ Dieser aus dem Völkerrecht herrührende Begriff des *reasonable links* belässt der UEK einen weiten Wertungsspielraum, wobei aber sichergestellt wird, dass der Anwendungsverzicht nicht ausgeübt wird, wenn nur den exorbitanten extraterritorialen Anwendungsansprüchen eines ausländischen Recht stattzugeben wäre, obwohl eigentlich ein vernünftiger Bezug fehlt. Das Erfordernis des *reasonable links* soll in diesem Zusammenhang gewissermassen Missbrauchsvorbehalt sein. Um zu eruieren, was ein «*link*» ist, kann auf traditionelle Anknüpfungskriterien zurückgegriffen werden,¹⁷⁹⁵ so etwa das Inkorporationsprinzip, das Prinzip des engsten Zusammenhangs und das Auswirkungsprinzip. Auch wenn Art. 125 Abs. 2 FinfraG dieses Erfordernis nicht explizit aufstellt, so setzt es m. E. der Ermessensausübung durch die UEK Grenzen.

902

9.2. Mittelbare Durchbrechung von Gleichlauf und Einseitigkeit?

Die Funktionsweise der Norm von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zieht mittelbar eine gewisse Durchbrechung wirtschaftskollisionsrechtlicher Prinzipien mit sich, indem der *Gleichlauf von forum und ius* sowie die *Einseitigkeit* der Verweisung teilweise indirekt ausgehebelt werden: Die UEK muss auf der Ebene des Anwendungsverzichts das ausländische Recht mindestens insofern «anwenden», als sie im Rahmen der Verortung der Normenkonflikte sowie bei der Äquivalenzprüfung dieses inhaltlich prüfen – und somit mittelbar auf den konkreten Fall anwenden – muss. Wird dem ausländischen Recht der Vorzug gegeben, so wird auch die Einseitigkeit der Verweisung insofern durchstossen, als das aus-

903

¹⁷⁹³ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 298.

¹⁷⁹⁴ Zum «*reasonable link*» etwa SCHUSTER G., 38 ff. und 651 ff.

¹⁷⁹⁵ Vgl. SCHUSTER G., 654.

ländische Recht zwar nicht angewandt wird, aber ihm zur Anwendung verhol-
fen wird und es somit – wiederum indirekt – aus Sicht des Schweizer Rechts
berufen wird.

- 904 Man könnte Art. 125 FinfraG deshalb als «mittelbar allseitige Verweisungsnorm» betiteln, indem zwar die Aufsichtsbehörde nie das ausländische Recht direkt anwendet, dieses aber inhaltlich prüft und ihm – über den Mechanismus der Äquivalenz und des Verzichts auf die Anwendung des eigenen Rechts – mittelbar zur Anwendung verhilft.
- 905 Auch wenn eine mittelbare Berufung ausländischen Rechts den Grundsatz des Gleichlaufs durchbricht, widerspricht sie trotzdem nicht wirtschaftskollisionsrechtlichen Grundsätzen, sondern trifft im Gegenteil ein wirtschaftskollisionsrechtliches Kernanliegen: Die Anwendung des eigenen Rechts soll nicht isoliert und ohne Berücksichtigung des fremden Rechts erfolgen, sondern Anwendungsansprüche und -interessen des ausländischen Rechts einbeziehen. Der Gleichlauf von forum und ius ist ein wirtschaftskollisionsrechtliches Grundprinzip, das jedoch nicht zwingend angestrebt werden soll, sondern über weite Strecken bloss auf Gegebenheiten des Wirtschaftsrechts zurückzuführen ist. Die wirtschaftskollisionsrechtliche Methodik spricht deshalb nicht gegen eine indirekte Durchbrechung bzw. Auflockerung dieses Grundprinzips, sondern sucht geradezu danach. Dasselbe gilt für die Auflockerung der Einseitigkeit der Verweisung.

9.3. Rückgriff auf das internationale Privatrecht auf Ebene des Anwendungsverzichts

- 906 Aus wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht ist der durch die UEK vorgenommene Rückgriff auf das international-privatrechtliche Prinzip des engsten Zusammenhangs im Rahmen des Anwendungsverzichts näher zu beleuchten. Wie gesehen sprechen m. E. allgemein sachliche Gründe für diese Vorgehensweise bei der Ausübung des eingeräumten Ermessens. Aus kollisionsrechtlicher Sicht springt jedoch ins Auge, dass hier auf ein Kernprinzip des internationalen (Vertrags-)Rechts zurückgegriffen wird, um eine wirtschaftskollisionsrechtliche Problematik zu lösen. Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist als Lösungsversuch einer typischen wirtschaftskollisionsrechtlichen Problematik zu qualifizieren, da es primär um die Kollision zweier Aufsichtsrechte geht, welche ihren Anwendungsbereich je einseitig bestimmen. Dieser Rückgriff ist deshalb in einem wirtschaftskollisionsrechtlichen Rahmen einzuordnen und zu würdigen. Han-

delt es sich hier um einen (versehentlichen) Systembruch mit den Grundsätzen des Wirtschaftskollisionsrechts oder ist diese Methodik mit der (wirtschafts-)kollisionsrechtlichen Dogmatik begründ- bzw. vereinbar?

Die Besonderheit dieser Vorgehensweise liegt auch darin, dass die UEK das Prinzip des engsten Zusammenhangs unter explizitem Verweis auf Art. 15 und 117 IPRG angewandt hat.¹⁷⁹⁶ Dabei handelt es sich um ein typisches Anknüpfungskriterium allseitiger Verweisungsnormen, da der engste Zusammenhang des Sachverhalts zu einer Rechtsordnung gesucht wird und dann auf dieses Recht verwiesen wird. Diese Funktionsweise kann nur dienlich sein, wenn – wie im internationalen Privatrecht grundsätzlich vorausgesetzt – die *Rechtsordnungen* als *gleichwertig* anerkannt werden, sodass auf eine fremde Rechtsordnung verwiesen werden kann. Diese Vorgehensweise ist dem Wirtschaftskollisionsrecht mit seinen einseitigen Anknüpfungen gerade fern, da im Grundsatz nicht von gleichwertigen Rechtsordnungen ausgegangen und deshalb auch eine Verweisung auf die ausländische Rechtsordnung vermieden wird. Das ist auch der Grund, weshalb eine Anwendung allseitiger international-privatrechtlicher Anknüpfungsprinzipien im Wirtschaftskollisionsrecht generell vermieden wird.

907

Im Zusammenhang mit der vorliegenden Problematik ist jedoch eine spezielle wirtschaftskollisionsrechtliche Ausgangslage anzutreffen: Auf der *Ebene des Anwendungsverzichts* kann ebenfalls von einer Gleichwertigkeit der Rechtsordnungen ausgegangen werden, weil die Äquivalenz eine Anwendungsvoraussetzung von Art. 125 Abs. 2 FinfraG darstellt. In für das Wirtschaftskollisionsrecht untypischer Weise darf deshalb auch hier von einer Gleichwertigkeit der Rechtsordnungen ausgegangen werden, sodass die Anwendbarkeit von Anknüpfungsprinzipien von allseitigen Verweisungsnormen sinnvoll sein kann. Während sich die Anknüpfung im Wirtschaftskollisionsrecht generell an vom Recht zu schützenden Interessen auszurichten hat, kann hier – aufgrund des gleichwertigen Schutzes dieser Interessen durch die ausländische Rechtsordnung – für die Suche nach der sachnächsten Rechtsordnung auf die international-privatrechtlichen Anknüpfungsprinzipien zurückgegriffen werden.

908

Zwar wird das Prinzip des engsten Bezugs hier auf einer *anderen Ebene* angewandt, indem es erst in einem zweiten Schritt – nachdem die Normenkollision bereits resultiert hat – zum Zuge kommt, während es im internationalen Privatrecht bereits dazu dient, mittels allseitiger Verweisungen Normenkonflikte überhaupt zu verhindern. Aufgrund der Anerkennung der Gleichwertigkeit der

909

¹⁷⁹⁶ Siehe vorne [N 813](#).

kollidierenden Aufsichtsrechte taugen die Kriterien des internationalen Privatrechts aber m. E. auch auf dieser Ebene. Die vorgenommenen Überlegungen zu den mittelbar allseitigen Aspekten der Methode des Anwendungsverzichts unterstützen diese Sichtweise und den Rückgriff auf international-privatrechtliche Prinzipien, denen ebenfalls eine Allseitigkeit zugrunde liegt.

- 910 In der Doktrin wurde allgemein festgestellt, dass die Anknüpfung der Übernahmeaufsichtsvorschriften nach vertragsrechtlichen Prinzipien im Allgemeinen abzulehnen ist, da dies dem zwingenden *ordnungsrechtlichen Charakter* widersprechen würde.¹⁷⁹⁷ Dem ist im Allgemeinen zuzustimmen. Bei der vorliegenden Ausgangslage kann jedoch der zwingende ordnungsrechtliche Charakter insofern zurückgestellt werden, als die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG sicherstellen, dass der Anlegerschutz äquivalent gewahrt ist. Damit wird die Durchsetzung der eigenen Regelungen nicht aufgegeben, sondern weitgehend über die Geltung des (äquivalenten) ausländischen Rechts mittelbar substituiert. Aus diesem Grund kann m. E. auch nicht der zwingende Charakter des Übernahmeaufsichtsrechts gegen das Abstellen auf ein allseitiges Verweisungsprinzip ins Feld geführt werden.
- 911 Auch wenn die UEK wohl mehr behelfsweise – jedenfalls ohne Auseinandersetzung mit wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen – auf Art. 117 IPRG zurückgegriffen hat, ist diese Vorgehensweise m. E. nicht zu kritisieren. Im Gegenteil ist mit der wirtschaftskollisionsrechtlichen Dogmatik absolut vereinbar, dass hier auf der Ebene des Anwendungsverzichts auf ein traditionelles international-privatrechtliches Kriterium zurückgegriffen wird.
- 912 Insgesamt kann die Regelung von Art. 125 Abs. 2 FinfraG als ein Instrument zur Lösung von Normenkonflikten eingeordnet werden, welches typische Züge wirtschaftskollisionsrechtlicher Methodik aufweist. Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts flexibilisiert den Anwendungsanspruch des Übernahmeaufsichtsrechts und schafft allseitige Tendenzen ihres (eigentlich einseitigen) Anknüpfungssystems. Aus kollisionsrechtlicher Sicht darf dabei bei der Ausübung des durch die Regelung geschaffenen Einzelfallermessens auf international-privatrechtliche Anknüpfungsprinzipien zurückgegriffen werden.

¹⁷⁹⁷ JOSENHANS, 232 f.

9.4. Kumulative Anwendbarkeit bei Nichterfüllung der Anwendungsverzichts Voraussetzungen

Die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG werden nicht immer erfüllt sein, sodass sich das FinfraG anwendbar zeigt, obwohl ebenfalls ein anderes Übernahmeaufsichtsrecht anwendbar ist. Die *kumulative Anwendbarkeit* von zwei oder mehreren Übernahmeaufsichtsrechten ist in diesen Fällen unvermeidbar. Als typisches Phänomen des internationalen Kapitalmarktrechts¹⁷⁹⁸ ist die kumulative Anwendung mehrerer Rechtsordnungen keine Eigenheit des Übernahmeaufsichtsrechts.¹⁷⁹⁹ Auch wenn sie sich idealerweise vermeiden liesse, so ist mit ihr umzugehen. 913

Zweifellos wird die gleichzeitige Anwendbarkeit Reibungsverluste insbesondere in Form von positiven Normenkonflikten nach sich ziehen. Wenn ein Anwendungsverzicht nicht möglich ist, sind andere Instrumente für den Umgang mit der kumulativen Anwendung zu suchen. Wie gesehen kennt das materielle Übernahmeaufsichtsrecht vereinzelte *Modifizierungs- und Ausnahmevorschriften*: Art. 4 UEV erlaubt Ausnahmen von der Anwendung einzelner Übernahmevorschriften, während nach Art. 136 FinfraG Freistellungen von der Angebotspflicht gewährt werden können und weitere einzelne Bestimmungen wiederum Modifizierungen im Einzelfall erlauben, namentlich für Fristen.¹⁸⁰⁰ Daneben sind die kollisionsrechtlichen Instrumente wie die *Anpassung* zu nutzen sowie allgemein auf dem Wege der Auslegung (insb. über die Ausstrahlungswirkung bei der Konkretisierung von Pflichten) die Unterschiede in den Vorgaben der kollidierenden Rechtsordnungen auszugleichen. Wenngleich nicht alle Unebenheiten ausgeglichen werden können und zweifellos Mehraufwände resultieren, lassen sich auf diese Weise grössere Widersprüche vermeiden. 914

V. Fazit: Anknüpfungssystem der Übernahmeregeln des FinfraG

Wird Art. 125 FinfraG insgesamt betrachtet, ist das Anknüpfungssystem der Übernahmeregeln wie folgt zu qualifizieren: Grundsätzlich ist nach Abs. 1 ein *weiter Anwendungsbereich* vorgesehen, der durch die Möglichkeit des Anwen- 915

¹⁷⁹⁸ SCHNYDER, Internationales Kapitalmarktrecht, 166.

¹⁷⁹⁹ Göthel, M&A-SCHULZ, 468.

¹⁸⁰⁰ Bspw. Art. 8 Abs. 1 UEV, Art. 14 UEV oder Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA.

dungsverzichts nach Abs. 2 bei Bedarf wiederum eingeschränkt werden soll. Es ist mithin ein Anknüpfungsregime des breiten Anwendungsbereichs mit Ausnahmevorbehalt gegeben.

- 916 Art. 125 Abs. 1 FinfraG knüpft kombiniert an den Sitz der Zielgesellschaft und deren Kotierung an. Bei den aktuellen praktischen Börsengegebenheiten ist jedoch in erster Linie der (*Haupt-*)*Kotierungsort* ausschlaggebend bzw. hat das Sitzkriterium faktisch einen völligen Bedeutungsverlust erlitten. Entscheidend ist mit dem Kriterium der Hauptkotierung die von der Zielgesellschaft zu beachtende Kotierungspflichtenintensität, was vor dem Hintergrund der Doktrin und der benachbarten Regelungen als überraschend taxiert wurde. Die faktische Massgeblichkeit des Kotierungsortes ist jedoch m. E. nicht auf eine bewusste konzeptionelle Hinwendung zu einer reinen Marktanknüpfung zurückzuführen, da nach der gesetzlichen Konzeption eine Gesamtbetrachtung von Sitz und «Kotierungsstärke» vorgesehen wäre.
- 917 Nach Abs. 2 kann die UEK auf die Anwendung der Übernahmeregeln des FinfraG insgesamt verzichten – sowie m. E. auch bloss auf einzelne Bestimmungen –, wenn gleichzeitig ausländisches Recht anwendbar ist und zwei Voraussetzungen erfüllt sind: Erstens muss ein *Normenkonflikt* mit ausländischem Übernahmemaufsichts- oder Gesellschaftsrecht drohen und zweitens muss das ausländische Recht *anlegerschutzäquivalent* sein.
- 918 Aus einer weiten *vergleichenden Optik* – unter Erfassung der von der Doktrin vorgeschlagenen Anknüpfungslösung, des alten Rechts, allgemeinen wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen sowie der Regelung in den Nachbarrechtsordnungen – ist die geltende Regelung als eine Lösung unter *Vermengung verschiedener Elemente* zu werten: Während die Lehre sich mehrheitlich für eine *Marktanknüpfung* und ein Abstellen auf die Primärkotierung der Zielgesellschaft aussprach,¹⁸⁰¹ hat das geltende Recht diese Forderung insofern übernommen, als es dem *Kotierungsort* der Zielgesellschaft bei der Anknüpfung einen zentralen Stellenwert einräumt. Konsequenterweise wurde die doppelte Anknüpfung auch an den Sitz der Zielgesellschaft (wie noch im alten Recht) jedoch nicht. Während das Festhalten am Sitzkriterium mit den Lösungen in den Nachbarrechtsordnungen übereinstimmt, grenzt sich das FinfraG wiederum mit dem neu eingeführten Kriterium der Hauptkotierung und der besonderen Massgeblichkeit der *Kotierungspflichtenintensität* von diesen ab. Ferner ist das Element des *engsten Zusam-*

¹⁸⁰¹ Ausführlich RÜEDI, 110 ff.; sodann MEIER-SCHATZ/GASSER, *Entwicklungen*, 152; VON DER CRONE, *Entwicklungen im Übernahmerecht*, 231; ZOBL/KRAMER S., 72.

menhangs zu finden, indem dieses sowohl auf der Anknüpfungsebene sowie auf der Anwendungsverzichtsebene lokalisiert wurde. Auf der Ebene des Anwendungsverzichts finden sich schliesslich allgemeine wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen zur Abwägung von Anwendungsinteressen und zum Vergleich des *Schutzzwecks* der Normen umgesetzt. Dieses Anknüpfungssystem unter Vermengung verschiedener kollisionsrechtlicher Elemente widerspiegelt die komplexe Struktur des Übernahmerechts.

Eine Einordnung aus *wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht* – nach der hier vorgenommenen *eigenen Lesart* – ergibt folgendes *Gesamtbild*: Die Übernahmeregeln des FinfraG folgen anknüpfungstechnisch einem System des engsten Bezugs unter kombinierter Betrachtung von Inkorporations- und Kotierungs-ort und unter Flexibilisierung des Anwendungsanspruchs durch Vergleich der (Anleger-)Schutzzwecke der kollidierenden Normen. Nach diesem Verständnis wird in einem ersten Schritt – unter Berücksichtigung der kollisionsrechtsmethodischen Doppelnatur der Anknüpfung – der Anwendungswille des eigenen Rechts geprüft und anschliessend in einem zweiten Schritt die Anwendung – über das Institut des Anwendungsverzichts – gegenüber kollidierenden Normengefügen mittels Schutzzweckvergleichs und Äquivalenzansatzes abgewogen. 919

Dieses Anknüpfungsregime ist aus kollisionsrechtlicher Sicht auf Vor- und Nachteile hin zu untersuchen: 920

Der weite Anwendungsbereich *verhindert negative Normenkonflikte* unter der gleichzeitigen Schaffung der Gefahr von positiven Normenkonflikten. Dieser Gefahr wiederum soll durch die Möglichkeit des Anwendungsverzichts begegnet werden. Dabei ist eine grosse Flexibilität gegeben, indem der Behörde ein erhebliches *Ermessen* eingeräumt wird. Dies ist für das zwingende Übernahmeaufsichtsrecht nicht typisch, ermöglicht aber in pragmatischer Weise eine auf die kollidierenden Rechtsordnungen zugeschnittene *Lösung im Einzelfall*.¹⁸⁰² Dass der Gesetzgeber der UEK bei der Ausübung des Anwendungsverzichts ein grosses Ermessen belassen hat, sichert eine praxisgerechte Anwendung des Übernahmerechts auch bei ändernden Gegebenheiten.¹⁸⁰³ Die schweizerische und die internationale Börsen- und Unternehmenslandschaft sind stetigen Veränderungen unterworfen, weshalb zu starre Anwendungsvor- 921

¹⁸⁰² TEDJANI, 315.

¹⁸⁰³ TEDJANI, 319.

aussetzungen wenig hilfreich wären. Das eingeräumte Ermessen erlaubt der UEK, ihre Praxis und die Anwendungskriterien künftig an die sich ändernden Gegebenheiten anzupassen.

- 922 Finanzmarktrechtliche Regulierung hat im Allgemeinen die Kriterien der *Effizienz* und der *Effektivität* zu beachten.¹⁸⁰⁴ Gemäss Bundesgericht sollen die Übernahmeregeln im Zeichen einer effizienten und marktnahen Überwachung stehen.¹⁸⁰⁵ Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts erlaubt die Vermeidung von unnötigen Mehraufwänden und Transaktionskosten durch kumulative Rechtsanwendung, ohne dabei das Regulierungsziel des Anlegerschutzes zurückzustellen. Sie steht damit zweifelsohne im Zeichen der *Effizienz* und *Effektivität*.
- 923 Die Anknüpfung an die Hauptkotierung verbunden mit der Verpflichtung der Börse gemäss FinfraV, eine Liste aller hauptkотиerten Unternehmen zu veröffentlichen, schafft in der Praxis *Klarheit* hinsichtlich der Frage, welche Zielgesellschaften grundsätzlich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG erfasst werden. Zwar wird diese Klarheit durch die Möglichkeit des Anwendungsverzichts von Abs. 2 wieder teilweise beseitigt. Jedenfalls wird sich das Schweizer Recht nie überraschend anwendbar zeigen, ohne dass die Übernahmepartien mit einer Anwendbarkeit rechnen mussten.
- 924 Der weite Anwendungsbereich des Schweizer Übernahmerechts verhindert, dass es zu einer Übernahme ohne adäquate Beaufsichtigung kommen kann, sodass sowohl Anleger und Aktionäre als auch Zielgesellschaft und (Konkurrenz-)Anbieter darauf vertrauen können, dass eine Übernahme in geordneten Bahnen ablaufen wird. Selbst im Fall des Anwendungsverzichts ist garantiert, dass eine äquivalente (ausländische) Beaufsichtigung gegeben ist, wobei hier insbesondere die Anlegerinteressen berücksichtigt wurden. Die Regelung von Art. 125 FinfraG stärkt deshalb den *Anlegerschutz*.¹⁸⁰⁶
- 925 Auf *Vorteilsseite* des Anknüpfungssystems von Art. 125 FinfraG springt insgesamt ins Auge, dass es umfassend auf die Verhinderung von *Normenkonflikten* ausgerichtet ist, was auch über weite Strecken gelingen dürfte. Das überrascht insofern nicht, als dies auch primäres Ziel der Revision dieser Norm darstellte. Daraus folgt unmittelbar die Frage, ob diese eher einseitige Fokussierung nicht gleichzeitig auf der Kehrseite der Medaille gewisse Nachteile mit sich zieht.

¹⁸⁰⁴ WEBER R./SETHE, 571 f.

¹⁸⁰⁵ BGE 133 II 81 E. 4.3.2.

¹⁸⁰⁶ TEDJANI, 318.

Auf der *Nachteilsseite* ist zuerst auf den weiten Anwendungsbereich nach Abs. 1 einzugehen. Die Regelung zeigt zweifelsohne *extraterritoriale Tendenzen*. So werden Zielgesellschaften, welche im Ausland inkorporiert und deren Anteile dort auch erst- sowie hauptkotiert sind, vom Schweizer Recht erfasst, sobald in der Schweiz ebenfalls Anteile (auch nur teilweise) hauptkotiert sind. In diesem Fall weist m. E. die Transaktion engere Bezüge zur ausländischen Rechtsordnung auf.¹⁸⁰⁷ Trotzdem erklärt sich das Schweizer Recht nach Abs. 1 für anwendbar. Deshalb wird kritisiert, die neue Regelung des Anwendungsbereichs habe «vom negativem zum positiven Regelungskonflikt» geführt.¹⁸⁰⁸ Noch verstärkt wird diese Gefahr von positiven Normenkonflikten durch die Massgeblichkeit der Kotierungspflichtenintensität, welche im internationalen Vergleich als ungewöhnlich taxiert werden muss.

926

Der Anwendungsbereich ist im Grundsatz m. E. tatsächlich als tendenziell *extraterritorial* zu qualifizieren, allerdings werden die *exzessiven* Anwendungsansprüche durch Abs. 2 wieder weitgehend zurückgenommen. Einzig im Verhältnis zu Rechtsordnungen, welche aus Sicht des Schweizer Rechts nicht als äquivalent eingestuft werden, sodass der Anwendungsverzicht nicht in Frage kommt, wird es seine Anwendungsansprüche u. U. auch bei Sachverhalten durchsetzen, in denen kein enger Bezug zur eigenen Rechtsordnung gegeben ist. Die Durchsetzung des eigenen Anlegerschutzstandards auch im internationalen Bezug wurde für diese Fälle durch den Gesetzgeber als dermassen wichtig gewertet, dass eine gewisse *Extraterritorialität* und die möglicherweise resultierenden positiven Normenkonflikte in Kauf genommen wurden.

927

Das Anknüpfungssystem der Übernahmeregeln nach Abs. 1 könnte allgemein als *kollisionsrechtsdogmatisch nicht kohärent* konzipiert kritisiert werden, da der Gesetzgebungsprozess eine wirtschaftskollisionsrechtliche Auseinandersetzung vermissen liess. Obwohl die gesetzliche Konzeption auf Sitz und Kotierungsort abstellt und der Gesetzgeber keinen bewussten Wandel zu einer Marktanknüpfung vollziehen wollte, ist – unter der aktuellen Regelung – faktisch nur die Kotierung relevant. Zur Vermeidung von Normenkonflikten bei Mehrfachkotierung wird auf die Stärke der Kotierungspflichten abgestellt. Hier ist aber eine fehlende Abstimmung mit anderen Rechtsordnungen – namentlich im Raum der Europäischen Union – zu verzeichnen, in welchen das Sitzkriterium zentral ist und welche zudem dem Prioritätsprinzip folgen. Eine

928

¹⁸⁰⁷ Ähnlich BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 10. Insbesondere wenn weitere Bezüge ebenfalls ins Ausland verweisen (Verwaltungssitz, Handelsvolumen an der Börse etc.), ist der Bezug zur Schweiz im Vergleich sehr gering.

¹⁸⁰⁸ So GERICKE, Marktrecht, 247 ff.

optimale Verhinderung von positiven Normenkonflikten würde jedoch erfordern, das Anknüpfungssystem nach Möglichkeit international abzugleichen. Dass Abs. 1 lit. b auch Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland erfasst, zieht diverse Schwierigkeiten mit sich, die im Gesetzgebungsprozess wohl kaum berücksichtigt wurden. Einerseits entsteht durch die mögliche Nichtübereinstimmung von Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht eine zusätzliche Gefahr von Normenkonflikten und Anwendungsschwierigkeiten. Hinzu tritt das Problem der praktischen Durchsetzbarkeit von Entscheidungen im Ausland, da im Bereich des Übernahmerechts die hierfür notwendigen Instrumente fehlen.¹⁸⁰⁹

- 929 Mit Bezug auf die Methodik des Anwendungsverzichts nach Abs. 2 ist nachteilseitig anzuführen, dass Ermessen und Einzelfallbetrachtung immer mit *Rechtsunsicherheit* bzw. *Unvorhersehbarkeit* verbunden sind. Die Vorhersehbarkeit des anwendbaren Rechts nimmt im Kollisionsrecht als wichtigste Ausprägung der Rechtssicherheit einen hohen Stellenwert ein.¹⁸¹⁰ Bei grossem Ermessen – wie dies hier verortet wurde – ist auch die Rechtsunsicherheit entsprechend höher. Eine mangelnde Voraussehbarkeit der Anwendbarkeit der Übernahmeregeln für die Parteien ist deshalb als unglücklich einzustufen. Immerhin kann ihr in der Praxis – verbunden mit dem entsprechenden Aufwand – wohl mindestens teilweise begegnet werden. Die Parteien können die (Nicht-)Anwendbarkeit durch Verfügung der UEK bindend klären lassen.¹⁸¹¹ Zudem würde die Problematik der Rechtsunsicherheit ebenso – wenn nicht gar in erheblicherem Masse – bestehen, wenn Normenkonflikte drohen und deren Konsequenzen schwierig abschätzbar sind. Deshalb ist eine schlechte Vorhersehbarkeit auch als kaum vermeidbare Konsequenz der Einseitigkeit und fehlenden internationalen Koordination zu sehen.
- 930 Der Anwendungsrücktritt hinter ausländisches Recht könnte schliesslich als «unpatriotisch» gewertet werden.¹⁸¹² Meines Erachtens sind solche Überlegungen – möglicherweise entgegen gewissen internationalen Tendenzen –¹⁸¹³

¹⁸⁰⁹ TEDJANI, 321.

¹⁸¹⁰ STEINRÖTTER, 87, qualifiziert die Voraussehbarkeit des anwendbaren Rechts im Kapitalmarktrecht als «überragend wichtig».

¹⁸¹¹ Das entsprechende Verfahren ist mit Kosten sowie zeitlichem Aufwand verbunden, wobei im Übernahmeverfahren eigentlich Verzögerungen vermieden werden sollten, TEDJANI, 320.

¹⁸¹² So TEDJANI, 315, der allerdings diesen Aspekt ebenfalls nicht als weiter problematisch wertet.

¹⁸¹³ Siehe zum ökonomischen Patriotismus vorne [N.55](#).

dem Schweizer Übernahmerecht grundsätzlich fern und deshalb nicht zu berücksichtigen. Der Anwendungsverzicht hat als pragmatische praxisorientierte Lösung im Gegenteil Wesenszüge, welche für das Schweizer Wirtschaftsaufsichtsrecht nicht untypisch sind.

Dem Anknüpfungssystem von Art. 125 Abs. 1 und 2 FinfraG können demzufolge insgesamt sowohl positive als auch negative Aspekte abgewonnen werden. Der Vermeidung von Normenkonflikten wurde augenscheinlich ein starkes Gewicht eingeräumt, was aus kollisionsrechtlicher Sicht wertzuschätzen ist. Allerdings scheint die Ausgestaltung der Anknüpfung nach Abs. 1 – als Kollateralschaden der Fokussierung auf die Verhinderung von negativen Normenkonflikten – nicht in allen Aspekten durchdacht. 931

Dagegen ist die Regelung von Abs. 2 m. E. als positiv einzuordnen. Auf den ersten Blick scheint die Möglichkeit, auf die Anwendung schweizerischen Rechts zu verzichten, mit schon fast befremdlicher Einfachheit aufzuwarten. Der eingeräumte Ermessensspielraum erlaubt aber einen massgeschneiderten – und gewissermassen auch pragmatischen – Umgang mit Normenkonflikten, dessen es im Bereich des Übernahmerechts zur Vermeidung von Komplikationen und unnötigen Mehraufwänden auch bedarf. Dies gelingt, ohne dabei den Anlegerschutz zurückzustellen oder zu gefährden. Das Schutzniveau sowie das primäre Ziel des Schweizer Übernahmefaufsichtsrechts werden über den Mechanismus der Äquivalenz stets gewahrt. Durchaus zu Recht wurde die Möglichkeit des Anwendungsverzichts deshalb als grösster Fortschritt der revidierten Bestimmung zum Geltungsbereich des Übernahmerechts bezeichnet¹⁸¹⁴ und sie selbst im Ausland – schon fast euphorisch – gelobt.¹⁸¹⁵ Diese Euphorie ist m. E. allerdings insofern zu dämpfen, als mittels Anwendungsverzicht primär Kollisionen von äquivalenten Übernahmefaufsichtsrechten verhindert werden, während weitere Normenkonflikte – insbesondere zwischen Gesellschafts- und Übernahmefaufsichtsrecht – bestehen bleiben.¹⁸¹⁶ 932

¹⁸¹⁴ So TEDJANI, 336.

¹⁸¹⁵ So Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 110, welcher die Schweizer Regelung als «perfekte Koordination» zwischen internationalem Verwaltungsrecht und internationalem Privatrecht qualifiziert.

¹⁸¹⁶ Es sei denn die Zulässigkeit eines partiellen Anwendungsverzichts wird bejaht, wie dies m. E. zu geschehen hat, sodass dieses Instrument auch in diesem Verhältnis genutzt werden kann, siehe hinten [N 1053 ff.](#)

§ 12 Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts

I. Grundproblematik

933 Definitionsgemäss umfasst das *Übernahmeaufsichtsstatut* alle kapitalmarkt- bzw. aufsichtsrechtlichen Momente der Übernahme.¹⁸¹⁷ Dieser Umfang ist jedoch näher zu betrachten. Wie schon verschiedentlich ausgeführt wurde, ist das Übernahmerecht am Schnittbereich von Privat- und Aufsichtsrecht – und insbesondere Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – angesiedelt. Das Übernahmeaufsichtsrecht kennt deshalb auch Regelungen mit privatrechtlichen Aspekten, insbesondere solche gesellschaftsrechtlicher Art. Deshalb stellt sich die Frage, ob alle Normen von Art. 125 ff. FinfraG – trotz ihrer teils privatrechtlichen Aspekte – überhaupt «ordentlich» bzw. einheitlich nach Art. 125 FinfraG «anzuknüpfen» sind oder ob einzelne Normen – entsprechend ihrer privatrechtlichen Natur – gar nicht unter das Übernahmeaufsichtsstatut fallen, sondern international-privatrechtlich anzuknüpfen sind.¹⁸¹⁸

934 Diese Vorgehensweise mag sich auf den ersten Blick nicht aufzudrängen. Der Wortlaut von Art. 125 Abs. 1 FinfraG scheint nahezulegen, dass der Anwendungsbereich für sämtliche Bestimmungen des Kapitels zu den öffentlichen Kaufangeboten geregelt wird.¹⁸¹⁹ Jedoch liegt der Thematik des *Umfangs des Übernahmeaufsichtsrechts* in der Schweiz ein Literaturstreit zugrunde und international ist sie ein (über weite Strecken umstrittener) Diskussions- und Streitpunkt.¹⁸²⁰ Sodann ist gemäss Lehrmeinungen bspw. der Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG in Abweichung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG nicht auf Gesellschaften mit statutarischem Sitz im Ausland anzuwenden, auch wenn sie ansonsten dem schweizerischen Übernahmeaufsichtsrecht unterstehen.¹⁸²¹ Eine differenzierte Anknüpfung der Bestimmungen von Art. 125 ff. FinfraG kann deshalb nicht ohne Weiteres ausgeschlossen werden.

¹⁸¹⁷ Siehe vorne [N 619 ff.](#)

¹⁸¹⁸ Siehe zur Grundproblematik MüKo BGB IPR (5. Aufl.)-SCHNYDER, Teil IntKapMarktR N 230 ff.

¹⁸¹⁹ «Die Bestimmungen dieses Kapitels sowie Artikel 163 gelten...», Art. 125 Abs. 1 FinfraG.

¹⁸²⁰ Siehe sogleich [N 939 ff.](#) und [N 1103 ff.](#)

¹⁸²¹ So SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.; TSCHÄNI, Squeeze-out, 41; mindestens kritisch BSK FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 7.

Zur Illustration der Problematik sei einleitend das zentrale übernahmeaufsichtsrechtliche Institut der *Angebotspflicht* erwähnt: Die *Angebotspflicht* nach Art. 135 FinfraG zeigt sowohl starke privatrechtliche Züge als auch öffentlich-rechtliche bzw. kapitalmarktrechtliche Aspekte. Schon die Möglichkeiten der Befreiung von der *Angebotspflicht* zeigen die doppelschichtige Rechtsnatur. Einerseits ist eine Befreiung durch Opting-out mittels Gesellschafterbeschluss (als privatrechtliches Rechtsgeschäft) möglich, während eine Befreiung von der *Angebotspflicht* auch durch die UEK (mit öffentlich-rechtlicher Verfügung) geschehen kann.¹⁸²² In ähnlicher Weise ist das Regelungsziel der *Angebotspflicht* doppelschichtig, indem einerseits ein Minderheitenschutz im Sinne des Gesellschaftsrechts bezweckt ist und sie die mitgliedschaftliche Beziehung anbelangt, während andererseits auch aus Anlegerschutzgedanken mittels zwingender öffentlich-rechtlicher bzw. aufsichtsrechtlicher Bestimmungen ins Privatrecht eingegriffen wird, indem ein privatrechtsfremder Kontrahierungszwang eingeführt wird.¹⁸²³ Schon der explizite Verweis auf das OR im Zusammenhang mit dem Opting-out in Art. 125 Abs. 4 FinfraG zeigt klar, dass die übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen nicht ohne Weiteres von privatrechtlichen Normen abgrenzbar sind. Nun stellt sich die Frage, wie kollisionsrechtlich mit dieser zweischichtigen Rechtsnatur der *Angebotspflicht* umzugehen ist.

935

Es geht dabei um die Frage, ob sich Gesellschafts- und Aufsichtsstatut in *Übereinstimmung mit der gesetzlichen Systematik* voneinander abgrenzen lassen, ob also alle im FinfraG geregelten Aspekte dem Übernahmeaufsichtsstatut zugewiesen werden können, während nur die im OR angesiedelten Thematiken dem Übernahmegesellschaftsstatut zufallen. Oder aber die Bestimmungen des FinfraG sind für die kollisionsrechtliche Erfassung nach ihrer *materiellen Rechtsnatur* aufzuteilen in privatrechtliche Bestimmungen und (rein) kapitalmarktrechtliche Normen. Die Anwendbarkeit der gefundenen privatrechtlichen Normen in Art. 125 ff. FinfraG wäre dann u. U. nach dem System des IPRG zu bestimmen. Mit anderen Worten ist zu prüfen, ob das Übernahmeaufsichtsstatut – wenn Schweizer Recht anwendbar ist – deckungsgleich mit allen Übernahmeregeln des FinfraG ist oder aber in seinem Umfange insofern beschränkt ist, dass einzelne Bestimmungen des FinfraG dem Übernahmegesellschaftsstatut zuzurechnen sind.

936

¹⁸²² VON DER CRONE, *Angebotspflicht*, 44 f.

¹⁸²³ Siehe zu den kapitalmarktrechtlichen Funktionen des Pflichtangebots etwa ausführlich EGGERS, 9 ff.

- 937 Unabhängig vom Ausgang der skizzierten Diskussion ist eine Interdependenz von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht nicht zu verneinen, da gewisse *Überschneidungen* und Wechselwirkungen gegeben bzw. Privat- und Übernahmeaufsichtsrecht teilweise eng verwoben sind: Bspw. werden für das Verhalten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft (etwa hinsichtlich Abwehrmassnahmen gegen die Übernahme) sowohl gesellschaftsrechtliche Normen des OR als auch übernahmerechtliche Normen des FinfraG *gleichzeitig* von Bedeutung sein. Gewisse Ausführungen zum *Verhältnis* und zur *Abgrenzung* der beiden Regelungskomplexe werden deshalb in jedem Fall notwendig sein.

II. Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Aufspaltung?

- 938 Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird das Übernahmerecht weit verstanden, sodass bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts eine Aufspaltung der Querschnittsmaterie nach Rechtsgebieten unumgänglich ist (insb. in Vertrags-, Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht). Nun stellt sich aber *innerhalb des Rechtsgebietes Übernahmeaufsichtsrecht* die Frage, ob eine weitere Aufspaltung notwendig ist. Wenn Bestimmungen *unterschiedlicher Rechtsnatur* vorliegen, erwies sich eine Differenzierung als notwendig, da im öffentlichen Recht und im Privatrecht grundsätzlich nach anderen Kriterien und mittels anderer Methodik angeknüpft wird.¹⁸²⁴ Da sich im – überwiegend öffentlich-rechtlichen – Übernahmeaufsichtsrecht Normen finden lassen, welche eine gewisse privatrechtliche Dimension aufweisen, stellt sich die Frage, ob das Übernahmeaufsichtsrecht einheitlich anzuknüpfen oder weiter aufzuspalten ist, indem für die kollisionsrechtliche Anknüpfung bei den einzelnen Übernahmeregeln des FinfraG nach ihrer Rechtsnatur zu differenzieren ist.

1. Diskussion in der Lehre und Aufsichtspraxis

1.1. Streitpunkt: einheitliche Anknüpfung oder Differenzierung?

- 939 Im Jahr 2000 entwickelte sich – anlässlich des bereits dargestellten «Tag Heuer»-Falls, welcher die Problematik der kollisionsrechtlichen Erfassung einer Übernahme aufzeigte –¹⁸²⁵ ein *Lehrstreit* zur Frage, ob das Übernahmeauf-

¹⁸²⁴ Siehe vorne [N 253](#).

¹⁸²⁵ Siehe zum «Tag Heuer»-Fall vorne [N 642](#).

sichtsstatut einheitlich bestimmt werden kann oder (anhand international-privatrechtlicher Grundsätze) eine Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts notwendig sei. Da dieser Lehrstreit exakt die vorliegend zu diskutierende Problematik betraf und die angestellten Überlegungen – zumindest über weite Strecken –¹⁸²⁶ unter der aktuellen Rechtslage weiterhin Geltung beanspruchen dürften, werden die wichtigsten Lehrmeinungen nachfolgend kurz dargestellt. Vorab ist darauf hinzuweisen, dass den verschiedenen Lehrmeinungen ein unterschiedlich weiter Begriff des Übernahmerechts zugrunde liegt. Da die Frage der Notwendigkeit der Aufspaltung aber von der Definition dieses Begriffs abhängt, ist auf die Unterschiede in der Terminologie zu achten. Auch sonst variieren die Begrifflichkeiten stark, was teilweise auf die damalige Einordnung der Übernahmeregeln im Börsengesetz zurückzuführen ist.

BRÜGGER/DUBS stiessen die Diskussion an, indem sie sich zuerst im Rahmen einer Kommentierung des «Tag Heuer»-Entscheids zu dieser Frage äusser-ten.¹⁸²⁷ Ihre Überlegungen vertieften sie sodann in einem Artikel über die internationale Anwendbarkeit des Übernahmerechts.¹⁸²⁸ Die beiden Autoren halten zuerst fest, dass die Regelung im Börsengesetz ein Gemenge von Normen mit privatrechtlichem und öffentlich-rechtlichem Wesen darstelle.¹⁸²⁹ Sie stellen sich auf den Standpunkt, dass in einem (weit verstandenen) Übernahmerecht verschiedene Rechtsfragen auseinanderzuhalten seien und das Übernahmestatut nach international-privatrechtlichen Grundsätzen thematisch in Übernahmeangebotsstatut (auch Übernahmestatut im engeren Sinne), Übernahmegesellschaftsstatut und Übernahmevertragsstatut aufzuspalten sei.¹⁸³⁰ Dabei seien auch die einzelnen Normen der börsenrechtlichen Übernahmeh-ordnung – damals im BEHG – einem dieser drei (thematischen) Bereiche zuzuweisen, damit deren örtlicher Anwendungsbereich eruiert werden könne.¹⁸³¹ Das Übernahmestatut im engeren Sinne – entsprechend der hier verwendeten Terminologie entspräche dies wohl dem Übernahmeaufsichtsstatut – sei vom Übernahmegesellschaftsstatut abzugrenzen, was aber nur im konkreten Einzelfall unter Berücksichtigung einer konkreten Rechtsfrage möglich sei.¹⁸³² Das

940

¹⁸²⁶ Sie zur Relativierung unter geltendem Recht [N 947](#).

¹⁸²⁷ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 69 ff.

¹⁸²⁸ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 35 ff.

¹⁸²⁹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 72; ebenfalls BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 36.

¹⁸³⁰ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 72 ff.

¹⁸³¹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75.

¹⁸³² BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75.

Übernahmegesellschaftsstatut fassen sie dabei weit, indem es auch kapitalmarktrechtliche Aspekte, bspw. die Thematik der Abwehrmassnahmen, umfassen kann.¹⁸³³ Äusserst eng hingegen definieren sie das Übernahmestatut im engeren Sinne, welches das Normengefüge der börsenrechtlichen Übernahmeordnung sei, soweit Verfahrensfragen betroffen seien, d. h. Rechtsfragen, die den «ablauftechnischen Vorgang eines öffentlichen Übernahmeangebots sowie die transaktionsrechtliche Zulässigkeit des Angebots beschlagen», wobei auch der materiell-rechtliche Gehalt dieser «Verfahrensfragen» umfasst werde.¹⁸³⁴

- 941 BRÜGGER/DUBS lösen damit gewisse «börsenrechtliche Verhaltensanweisungen mit gesellschaftsrechtlichem Charakter» aus dem Übernahmeaufsichtsstatut heraus und qualifizieren sie als Rechtsfragen des Übernahmegesellschaftsstatuts.¹⁸³⁵ Allerdings knüpfen sie diese gesellschaftsrechtlichen Normen dann in einem zweiten Schritt nicht ordentlich nach dem Inkorporationsprinzip des internationalen Gesellschaftsrechts an, sondern wollen im Rahmen der international-privatrechtlichen Anknüpfung den Kapitalmarktbezug insofern berücksichtigen, als sie gegebenenfalls die im internationalen Gesellschaftsrecht diskutierte Überlagerungs- und Differenzierungslehren anwenden wollen.¹⁸³⁶ Adaptiert auf die aktuellen Normen und die hier verwendeten Begrifflichkeiten differenzieren BRÜGGER/DUBS damit innerhalb der Übernahmeregeln des FinfraG nach der Rechtsnatur der einzelnen Normen bzw. spalten das Übernahmeaufsichtsrecht für die kollisionsrechtliche Betrachtung auf und weisen einen substantiellen Teil der Normen des FinfraG dem Gesellschaftsstatut zu.
- 942 Diese Einordnung blieb nicht lange unkommentiert, indem sich MEIER-SCHATZ/GASSER im Sinne einer Kurzreplik kritisch zu den angestellten Überlegungen äusserten.¹⁸³⁷ Während sie die Übernahmeregeln ebenfalls als «mit privatrechtlichem Einschlag und öffentlich-rechtlicher Prägung andererseits» verorten, sehen sie die Übernahmeregeln des BEHG jedoch als konzeptionelle

¹⁸³³ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76 f.

¹⁸³⁴ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 77. In BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 37, definieren sie das Übernahmestatut im engeren Sinne in ähnlicher Weise als Normengefüge, welches «die Abgabe und Ausgestaltung sowie den Ablauf des Übernahmeverfahrens regelt».

¹⁸³⁵ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 83.

¹⁸³⁶ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 77 und 83; BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 42. Zur Überlagerungs- und Differenzierungslehre siehe vorne [N 457 ff.](#)

¹⁸³⁷ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121 ff.

Einheit, die – im international-privatrechtlichen Kontext – nicht gespalten werden dürfe.¹⁸³⁸ Die gesamten Übernahmeregeln des BEHG müssten einen einheitlichen räumlichen Geltungsbereich vorweisen, was sich klar aus dem Wortlaut von Art. 22 Abs. 1 aBEHG (1998) sowie der gesetzlichen Konzeption ergebe.¹⁸³⁹ Sie weisen auf die praktischen sowie dogmatischen Schwierigkeiten einer Aufgliederung der Übernahmeaufsichtsregeln in einzelne Rechtsfragenbereiche und den mangelnden Anlegerschutz hin.¹⁸⁴⁰

In diese Diskussion schalteten sich sodann IFFLAND/VAISY ein.¹⁸⁴¹ Auch sie heben eingangs die gesellschaftsrechtlichen Aspekte gewisser börsenrechtlicher Übernahmeregeln hervor,¹⁸⁴² was zur Konsequenz habe, dass einzelne Normen sowohl gesellschafts- als auch finanzmarktrechtliche Komponenten aufweisen würden.¹⁸⁴³ Sofern das anwendbare Übernahmerecht (im engeren Sinne) und das Gesellschaftsrecht auseinanderfallen, seien Widersprüche zu befürchten; wobei das Konfliktpotential letztlich als klein einzustufen sei.¹⁸⁴⁴ Damit entfalle grundsätzlich die Notwendigkeit einer Aufspaltung. Einzig klar erkennbares Spannungsfeld sei die Regelung des Squeeze-out, da die übernahmerechtlich eingeräumte Möglichkeit mit dem anwendbaren Gesellschaftsrecht unvereinbar sein könne.¹⁸⁴⁵

Für eine gewisse Spaltung des Übernahmestatus sprach sich auch REUTTER aus, welcher eine Notwendigkeit der Spaltung bei der kollisionsrechtlichen Anknüpfung aufgrund der Doppelnatur gewisser Normen des Börsengesetzes sieht.¹⁸⁴⁶ Die Spaltung wird von ihm als Konsequenz der Anwendung derselben Norm durch Aufsichtsbehörde oder Zivilgericht als aufsichtsrechtliche bzw. privatrechtliche Bestimmung angesehen.¹⁸⁴⁷

Einige Jahre später äusserte sich RÜEDI ausführlich zur Fragestellung der Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts. Gemäss ihm stellten die börsengesetzlichen Übernahmeregeln trotz ihrer unterschiedlichen Rechtsnatur ein konzeptionell einheitliches Rechtsgefüge dar, welches auch in seiner Einheit

¹⁸³⁸ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121 f.

¹⁸³⁹ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 122, 125.

¹⁸⁴⁰ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 123 f.

¹⁸⁴¹ IFFLAND/VAISY, 127 ff.

¹⁸⁴² IFFLAND/VAISY, 127.

¹⁸⁴³ IFFLAND/VAISY, 130.

¹⁸⁴⁴ IFFLAND/VAISY, 130.

¹⁸⁴⁵ IFFLAND/VAISY, 130.

¹⁸⁴⁶ REUTTER, 23.

¹⁸⁴⁷ REUTTER, 23.

angeknüpft werden könne.¹⁸⁴⁸ Dies begründete er mit ähnlichen Argumenten wie MEIER-SCHATZ/GASSER, indem er die negativen Aspekte einer uneinheitlichen Anknüpfung ausführlich aufzeigte. Er führte namentlich ins Feld, dass bei einer Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts die Anleger einem unterschiedlichen Schutzgefälle ausgesetzt seien, die praktische Handhabung der Aufgliederung Schwierigkeiten bereiten würde und sie Rechtsunsicherheit sowie Normenkonflikte nach sich ziehen würde.¹⁸⁴⁹ Selbst wenn sich einzelne Bestimmungen des Börsengesetzes aufgrund ihrer Rechtsnatur den international-privatrechtlichen Kollisionsnormen zuordnen liessen, dürfte folglich nicht eine Anwendung der Kollisionsnormen des IPRG erfolgen.¹⁸⁵⁰ Das anwendbare Recht bestimme sich für die Gesamtheit der Regeln über die öffentlichen Kaufangebote einheitlich nach dem diesbezüglich «abschliessenden» Art. 22 aBEHG (1998).¹⁸⁵¹ Insofern sei eine einheitliche und vom internationalen Privatrecht unabhängige Sonderanknüpfung vorzunehmen.¹⁸⁵²

- 946 Insgesamt stimmen die genannten Autoren alle soweit überein, dass sie die börsenrechtlichen Übernahmeregeln als nicht rein kapitalmarktrechtlich qualifizieren, sondern wesentliche gesellschaftsrechtliche Aspekte verorten. Die Mehrheit spricht sich jedoch für eine *einheitliche Anknüpfung* aller übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen aus und verneint somit die Notwendigkeit einer Aufspaltung.
- 947 Die von BRÜGGER/DUBS vorgenommene Beschränkung des Übernahmestatuts im engeren Sinne auf im Wesentlichen die Verfahrensaspekte des Übernahmeaufsichtsrechts ist zwar m. E. als zu eng zu werten. Jedoch haben die beiden Autoren die Grundproblematik aufgezeigt, die heute noch verstärkt sichtbar wird: Seit der Revision der Bestimmung zum Anwendungsbereich der Übernahmeregeln, fallen anwendbares Übernahmeaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht vermehrt auseinander, da der Sitz der Zielgesellschaft im Ausland sein kann. In diesen Fällen ist gemäss IPRG ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar. Gleichzeitig ist bei einer einheitlichen Anknüpfung aller Übernahmeregeln nach Art. 125 FinfraG aber auch das FinfraG mit seinen teilweise gesellschaftsrechtlich geprägten Normen anwendbar. Um die dadurch resultierenden Komplikationen zu vermeiden, ist eine Aufspaltung des anwendbaren Übernahmeaufsichtsrechts durchaus zu diskutieren. Die dargestellten Gegen-

¹⁸⁴⁸ RÜEDI, 55 f., 126 f.

¹⁸⁴⁹ RÜEDI, 55 f.

¹⁸⁵⁰ RÜEDI, 69.

¹⁸⁵¹ RÜEDI, 126.

¹⁸⁵² RÜEDI, 127.

meinungen basierten über weite Strecken auf der Prämisse, dass das anwendbare Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht übereinstimmen würden.¹⁸⁵³ Ist dies der Fall, so ist – prima facie – klar, dass das Übernahmeaufsichtsstatut ohne resultierende Komplikationen einheitlich angeknüpft werden kann. Fallen anwendbares Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht jedoch auseinander, so zeigt das von IFFLAND/VAISY angeführte Beispiel des Squeeze-out, dass sich erhebliche Unklarheiten bzw. praktische Schwierigkeiten ergeben können.¹⁸⁵⁴ Ob eine Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts die richtige Vorgehensweise zur Lösung dieser Problematik ist, ist nachfolgend vertieft zu prüfen. MEIER-SCHATZ/GASSER und RÜEDI haben jedenfalls diverse Schattenseiten einer solchen Aufgliederung ausgemacht.¹⁸⁵⁵ Wie REUTTER aufzeigte, spielt schliesslich auch die Zuständigkeit (Zivilgericht oder Aufsichtsbehörde) für die vorliegende Frage eine wichtige Rolle.¹⁸⁵⁶

Die analoge Diskussion wurde auch in Deutschland geführt. Interessanterweise sprachen sich die Autoren dort – im Gegensatz zur Schweiz – vermehrt für eine Aufspaltung in Teilfragen je nach gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlicher Natur der entsprechenden Norm aus, zumindest bei Auseinanderfallen von Sitz- und Kotierungsstaat.¹⁸⁵⁷ Darauf ist im Rahmen einer rechtsvergleichenden Betrachtung zurückzukommen.¹⁸⁵⁸

948

1.2. Neuere Literatur

Zwar wurde die dargestellte Diskussion in der Schweizer Lehre primär im Nachgang an die «Tag Heuer»-Entscheidung geführt. In der neueren Literatur finden sich nur wenige Äusserungen zur Frage nach der Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts. Wie gesehen ist die rechtliche Ausgangslage seit der Revision von 2013 zwar eine andere, wobei die zugrundeliegende Problematik dadurch nicht an Aktualität verloren hat, sondern noch verschärft zu Tage tritt. Die neuere Literatur hat sich in erster Linie mit der *Rechtsnatur* der Übernahmeregeln und der damit einhergehenden «Spaltung» des Durchsetzungsprozesses (in die zivil- oder verwaltungsrechtliche Durchsetzung) be-

949

¹⁸⁵³ Was unter dem alten Recht auch zutraf mit Ausnahme der seltenen Ausnahmekonstellation des «Tag Heuer»-Falls.

¹⁸⁵⁴ IFFLAND/VAISY, 130.

¹⁸⁵⁵ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 123 f.; RÜEDI, 55 f.

¹⁸⁵⁶ REUTTER, 23.

¹⁸⁵⁷ Siehe statt vieler etwa JOSEPHANS, Übernahmekollisionsrecht, 271 ff.; WINKELMANN, 76; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 227 ff., m. w. H.

¹⁸⁵⁸ Siehe zur Regelung in Deutschland sogleich [N 969 ff.](#)

fasst.¹⁸⁵⁹ Eine Betrachtung der kollisionsrechtlichen Dimension dieser Problematik erfolgte nur am Rande. Diese wenigen Äusserungen sollen nachfolgend kurz dargestellt werden.

- 950 Kollisionsrechtliche Ausführungen zum Übernahmeaufsichtsrecht und zur Problematik der Spaltung nach Rechtsnatur sind vorwiegend im Zusammenhang mit dem *Squeeze-out* zu finden.¹⁸⁶⁰ Die Lehre spricht sich dafür aus, dass trotz grundsätzlicher Anwendbarkeit der Übernahmeregeln nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG die Regelung von Art. 137 FinfraG nicht anwendbar sei, wenn eine Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland gegeben ist.¹⁸⁶¹ Mithin sei die Anwendbarkeit der Bestimmung zum Kraftloserklärungsverfahren auf den Fall von Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG beschränkt bzw. falle bei der Konstellation von lit. b die Anwendbarkeit weg, obschon das gesamte Kapitel von Art. 125 ff. FinfraG ansonsten anwendbar wäre.¹⁸⁶² Stattdessen müsse für den *Squeeze-out* das anwendbare Recht nach Art. 154 IPRG bestimmt werden, d. h. das Recht des Inkorporationsstaates sei massgebend.¹⁸⁶³ Dies wird mit der privatrechtlichen Natur der Regelung bzw. der Nähe zum Gesellschaftsstatut und mit der zivilgerichtlichen Zuständigkeit begründet.¹⁸⁶⁴ Damit ist gemäss h. L. mindestens für den Fall der Kraftloserklärung eine Ausnahme von der einheitlichen Anknüpfung des gesamten Übernahmeaufsichtsrechts auszumachen.
- 951 LEHMANN äussert sich soweit zur kollisionsrechtlichen Problematik des Anwendungsbereichs der Schweizer Übernahmeregeln, als er ausführt, dass unter Art. 125 Abs. 2 FinfraG eine Aufsichtsbehörde sowohl die Anwendbarkeit öffentlich-rechtlicher als auch zivilrechtlicher Regelungen festlege und so auch das anzuwendende Recht in Streitigkeiten vor Zivilgerichten mindestens mittelbar bestimme.¹⁸⁶⁵ Dies ist so zu verstehen, dass er die Normen von Art. 125 ff. FinfraG einheitlich anknüpfen möchte und explizit auch die rein privatrechtlichen Übernahmeregeln in einem Zivilprozess über Art. 125 FinfraG mitberufen werden.

¹⁸⁵⁹ Ausführlich etwa HÖHN/LANG/ROELLI, 445 ff.

¹⁸⁶⁰ Siehe zu dieser Problematik ausführlicher [N 1017 ff.](#)

¹⁸⁶¹ SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.; SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; TSCHÄNI/DIEM/GABERHÜEL, 422; eher ablehnend auch BSK FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 7.

¹⁸⁶² SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10.

¹⁸⁶³ SCHENKER, Übernahmerecht, 397.

¹⁸⁶⁴ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 82; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125-141 FinfraG N 6; SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; siehe ausführlicher hinten [N 1017](#).

¹⁸⁶⁵ Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-LEHMANN, § 1 N 109 f.

Ausführlich mit der Frage nach einer Spaltung des Übernahmerechts im Zusammenhang mit dem Anwendungsbereich der aktuellen Übernahmeregeln hat sich TEDJANI befasst.¹⁸⁶⁶ Auch er verortet unter den Übernahmeregeln sowohl börsen- bzw. finanzmarktrechtliche als auch gesellschaftsrechtliche Normen und prüft die Rechtsnatur der einzelnen übernahmerechtlichen Pflichten.¹⁸⁶⁷ Im Anschluss prüft TEDJANI für die einzelnen Übernahmeregeln, ob eine Anwendbarkeit auf Gesellschaften mit Sitz im Ausland (i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG) ohne Weiteres möglich ist oder nicht bzw. nur mit Komplikationen.¹⁸⁶⁸ Er stellt fest, dass die Mehrheit der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen auch bei einer Anknüpfung ausschliesslich an der Hauptkotierung nach lit. b bei ausländischen Gesellschaften angewandt werden kann.¹⁸⁶⁹ Probleme sieht er hingegen bei den Regeln zu den Abwehrmassnahmen, zur Gleichbehandlung konkurrierender Angebote, beim Rücktrittsrecht der Verkäufer bei Untersagung des Angebots, beim Rücktrittsrecht im Falle von konkurrierenden Angeboten, beim Squeeze-out sowie bei der Stimmrechtssuspendierung und dem Zukaufsverbot.¹⁸⁷⁰ Schwierigkeiten seien damit in erster Linie bei denjenigen übernahmerechtlichen Regeln zu finden, welche in die Organisation der Zielgesellschaft eingreifen, insbesondere durch Eingriff in die Kompetenzen der Organe der Gesellschaft, durch Zwang der Aktionäre zum Verkauf der Aktien gegen ihren Willen oder durch die Suspendierung der Stimmrechte des Aktionärs.¹⁸⁷¹ Damit verortet er bei grundlegenden übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen Anwendungsprobleme, wenn die Anknüpfung nur über das Kriterium der Hauptkotierung erfolgt und die Gesellschaften ihren Sitz im Ausland haben.¹⁸⁷² TEDJANI kommt für die Gesellschaften mit Sitz im Ausland zur Schlussfolgerung, dass bei den Übernahmeregeln zwischen «Normen der zweiten Notwendigkeit»¹⁸⁷³ und den «unabdingbaren Normen»¹⁸⁷⁴ zu unterscheiden sei: Unter Normen der zweiten Notwendigkeit versteht er Normen, die zwar im Idealfall anwendbar wären, deren Anwendbarkeit jedoch für die Durchsetzung der Schweizer Übernahmeregeln nicht zwingend notwendig

¹⁸⁶⁶ TEDJANI, 218 ff.

¹⁸⁶⁷ TEDJANI, 218 ff.

¹⁸⁶⁸ TEDJANI, 258 ff.

¹⁸⁶⁹ TEDJANI, 259.

¹⁸⁷⁰ TEDJANI, 266 ff.

¹⁸⁷¹ TEDJANI, 273.

¹⁸⁷² TEDJANI, 274.

¹⁸⁷³ Bzw. «normes de seconde nécessité», TEDJANI, 284.

¹⁸⁷⁴ Bzw. «normes indispensables», TEDJANI, 286.

ist.¹⁸⁷⁵ Als für das Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht unabdingbare Normen hingegen erachtet er die Regelungen zum Verbot von Abwehrmassnahmen und zum Rücktrittsrecht des Verkäufers.¹⁸⁷⁶

953 Damit «spaltet» TEDJANI die Übernahmeaufsichtsnormen ebenfalls in gewisser Weise, indem er für die Anwendbarkeit der Übernahmeregeln zwischen den Konstellationen von lit. a und b von Art. 125 Abs. 1 FinfraG (bzw. Art. 22 Abs. 1 aBEHG (2013)) unterscheidet. Interessanterweise ist die von ihm vorgenommene «Aufspaltung» der Übernahmeregeln nicht deckungsgleich mit seiner Qualifizierung der Normen als gesellschafts- oder finanzmarktrechtlich.¹⁸⁷⁷ Er verfolgt einen nicht primär kollisionsrechtlichen Ansatz, sondern vielmehr eine ergebnis- bzw. konfliktorientierte Vorgehensweise, indem er untersucht, welche Normen praktisch angewandt bzw. international durchgesetzt werden können und wo Schwierigkeiten entstehen. Dabei stehen aber nicht Normenkonflikte im Vordergrund, sondern die Problematik der praktischen Durchsetzbarkeit. Erweist sich bei dieser Vorgehensweise eine Norm als rein gesellschaftsrechtlicher Natur und werden praktische Probleme bei der Anwendbarkeit auf ausländische Gesellschaften festgestellt, so wird nicht versucht, diesem Umstand kollisionsrechtlich zu begegnen, sondern die Anwendbarkeit ist grundsätzlich gegeben, jedoch kann sich die Durchsetzung als unmöglich erweisen. Damit zeigt TEDJANI deutlich die praktischen Schwierigkeiten bei einer einheitlichen Anknüpfung der Übernahmeregeln auf. Er sucht jedoch keine kollisionsrechtliche Lösung auf der Anknüpfungsebene, sondern in der Aufsichtskoordination.¹⁸⁷⁸ Anders als der geschilderte von BRÜGGER/DUBS vertretene Ansatz möchte er also nicht die Übernahmeregeln auf der Anknüpfungsebene aufspalten und nur die kapitalmarktrechtlichen Normen über Art. 125 FinfraG berufen, sondern weist auf die Durchsetzungsprobleme bei ausländischen Gesellschaften bei einer einheitlichen Anknüpfung der gesamten Übernahmeregeln hin.

954 Aus der *neueren Literatur* lässt sich für die aktuelle Regelung des Anwendungsbereichs des FinfraG das Folgende ableiten: Die Unterscheidung von Art. 125 Abs. 1 lit. a und b FinfraG ist für die Frage nach der einheitlichen An-

¹⁸⁷⁵ TEDJANI, 284 ff.

¹⁸⁷⁶ TEDJANI, 286 f.

¹⁸⁷⁷ So qualifiziert er bspw. die Angebotspflicht als gesellschaftsrechtlich, sieht aber keine Probleme bei der Anwendbarkeit auf ausländische Gesellschaften, siehe TEDJANI, 219 ff. und 259 f.

¹⁸⁷⁸ TEDJANI sucht die Lösung über eine Koordination der Aufsichtsverfahren, wofür jedoch die Rechtsgrundlage fehle, TEDJANI, 287 ff.

knüpfung von entscheidender Bedeutung. Hat die Zielgesellschaft ihren statutarischen Sitz in der Schweiz (lit. a), so ist neben dem Übernahmeaufsichtsrecht gemäss IPRG Schweizer Gesellschaftsrecht anwendbar. Auch wenn die Regelungen von Art. 125 ff. FinfraG teilweise (rein) gesellschaftsrechtlicher Natur sind, führt dies nicht weiter zu Schwierigkeiten, da das Verhältnis zwischen Schweizer Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht zwar auch Fragen aufwerfen kann, die jedoch nicht kollisionsrechtlicher Art sind. Unter der Konstellation von lit. b hingegen ist auf die ausländische Gesellschaft gemäss IPRG ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar, während ebenfalls das Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts mit seinen gesellschaftsrechtlichen Aspekten zur Anwendung kommt. Die Berufung dieser privatrechtlich geprägten Normen des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts kann bei ausländischen Gesellschaften zu diversen praktischen Schwierigkeiten führen, in besonderer Weise beim Squeeze-out. Deshalb wird in der neueren Lehre diskutiert, gewisse Normen von Art. 125 ff. FinfraG im Fall der Konstellation von lit. b nicht anzuwenden. Die genannten Autoren befassen sich aber – anders als die ältere Literatur im Nachgang an den «Tag Heuer»-Entscheid – nicht explizit mit der Frage nach der kollisionsrechtlichen Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts nach der Rechtsnatur der einzelnen Normen, sondern wollen aufgrund von praktischen Schwierigkeiten bei einer einheitlichen Anknüpfung auf die Anwendung einzelner Normen verzichten bzw. qualifizieren sie als praktisch undurchsetzbar. Die dogmatische Verortung aus kollisionsrechtlicher Perspektive bleibt dabei offen.

1.3. Aufsichtspraxis

Die Frage nach der kollisionsrechtlichen Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts müsste sich auch in der Aufsichtspraxis stellen. Die UEK bzw. die FINMA haben sich jedoch – soweit ersichtlich – nie eingehend zur Problematik der einheitlichen Anknüpfung geäußert. Ihrer Praxis lassen sich aber bruchstückhafte Aussagen entnehmen, die immerhin gewisse Rückschlüsse zu ihrem Umgang mit der Problematik zulassen.

955

Zur Frage der *Rechtsnatur* hielt die UEK in einer Empfehlung fest, dass die Übernahmeregeln sowohl öffentlich-rechtliche Normen, Doppelnormen als auch rein privatrechtliche Normen enthalten würden.¹⁸⁷⁹ Die Regelung des

956

¹⁸⁷⁹ Empfehlung II 0161/02 der UEK vom 11.6.2003 i. S. InCentive Capital AG, E. 5.4.1, siehe schon vorne [N 87](#).

Squeeze-out qualifizierte sie – wie die Lehre – als rein privatrechtlicher Natur,¹⁸⁸⁰ ohne dabei aber weiter auf die Konsequenzen im internationalen Verhältnis einzugehen.

- 957 In einer neueren Verfügung ordnete die UEK im Zusammenhang mit einer im Ausland inkorporierten Zielgesellschaft eine Stimmrechtssuspendierung an.¹⁸⁸¹ Die Frage der Stimmrechtssuspendierung ist zweifellos eng mit dem Gesellschaftsrecht verbunden und im Verfahren wurde dargelegt, dass die Frage der Berücksichtigung der Stimmrechte grundsätzlich nach ausländischem Recht zu beurteilen sei.¹⁸⁸² Die UEK führte denn auch aus, dass diese Massnahme (auch) dem Schutz der Minderheitsaktionäre diene.¹⁸⁸³ Streitpunkt war in diesem Zusammenhang auch die extraterritoriale Wirkung der Stimmrechtssuspendierung gegenüber der ausländischen Zielgesellschaft und wie bzw. ob sie im Ausland überhaupt durchgesetzt werden könne.¹⁸⁸⁴ Die UEK sah jedoch keine Schwierigkeiten in der Anordnung der Stimmrechtssuspendierung bei der ausländischen Gesellschaft.¹⁸⁸⁵ Im Beschwerdeverfahren vor der FINMA wurde diese Problematik nochmals aufgenommen, da von Parteiseite bestritten wurde, dass die UEK bzw. die FINMA bei einer ausländischen Zielgesellschaft hinsichtlich Suspendierung der Stimmrechte überhaupt zuständig seien.¹⁸⁸⁶ Die FINMA führte aus, dass «die Unterstellung unter schweizerisches Übernahmerecht und damit die extraterritoriale Geltung aus prozessualer Sicht bereits anerkannt» sei.¹⁸⁸⁷ Damit ist die FINMA – mit m. E. nicht nachvollziehbarer Argumentation –¹⁸⁸⁸ der Frage des anwendbaren Rechts aus dem Weg gegangen. Trotzdem äusserte sie sich in einer Art *obiter dictum* weiter, indem sie festhielt, dass nach den allgemeinen völkerrechtlichen Regeln ein hinreichender sachlicher Anknüpfungspunkt für eine extraterritoriale Wirkung bzw. Durchsetzung der Stimmrechtssuspendierung im Ausland gegeben

¹⁸⁸⁰ Empfehlung II 0161/02 der UEK vom 11.6.2003 i. S. InCentive Capital AG, E. 5.4.1.

¹⁸⁸¹ Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3 Rz. 21.

¹⁸⁸² Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 4 Rz. 29.

¹⁸⁸³ Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3 Rz. 21.

¹⁸⁸⁴ Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 4 Rz. 29 ff.

¹⁸⁸⁵ Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 4 Rz. 31.

¹⁸⁸⁶ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1 Rz. 66 ff.

¹⁸⁸⁷ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1 Rz. 66.

¹⁸⁸⁸ Es werden hier die Frage nach der Zuständigkeit und dem anwendbaren Recht vermischt. Eine Einlassung hat grundsätzlich keine (direkte) Wirkung auf das anwendbare (materielle) Recht, insb. nicht im Bereich der zwingenden öffentlich-rechtlichen Bestimmungen.

sei.¹⁸⁸⁹ Die Hauptkotierung in der Schweiz habe gemäss Art. 125 Abs. 1 Bst. b FinfraG zu einer Unterstellung der ausländischen Gesellschaft und ihrer Investoren unter das Schweizer Übernahmerecht geführt und somit auch unter die Regelung zur Stimmrechtssuspendierung.¹⁸⁹⁰

Auch wenn die Aufsichtsbehörden dies nicht explizit festhalten, scheinen sie *nicht* von einer Notwendigkeit der Spaltung der Übernahmeregeln auszugehen, weder aufgrund der privatrechtlichen Bezüge einer Regelung noch im Falle von praktischen Schwierigkeiten bei der Anwendung auf eine ausländische Gesellschaft. Im Gegenteil erachten sie eine extraterritoriale Anwendung von übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen selbst bei starken gesellschaftsrechtlichen Bezügen und gleichzeitiger grundsätzlicher Geltung ausländischen Gesellschaftsrechts für unproblematisch.

958

Um die praktischen Probleme im Zusammenhang mit der Anwendung der Schweizer Übernahmeregeln zu umgehen, hat die UEK allerdings die Mechanismen des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG sowie der Gewährung von Ausnahmen von der Angebotspflicht nach Art. 136 FinfraG bei ausländischen Gesellschaften vermehrt genutzt.¹⁸⁹¹ Insofern hat sie zumindest mittelbar zu erkennen gegeben, dass eine einheitliche Anknüpfung und Durchsetzung bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland auch bei grundsätzlicher Anwendbarkeit nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG nicht in jedem Fall möglich bzw. sinnvoll ist.

959

1.4. Würdigung

Die Diskussion in der älteren Lehre zeigt, dass es aufgrund der privatrechtlichen Natur gewisser Normen des Übernahmeaufsichtsrechts Bedenken gibt, die Übernahmeregeln ohne Weiteres einheitlich bzw. ausnahmslos nach Art. 125 FinfraG zu berufen. Eine grundlegende *Spaltung* des Übernahmeaufsichtsrechts bei der Anknüpfung gemäss der Rechtsnatur der einzelnen Normen wird jedoch mehrheitlich *abgelehnt*. In der neueren Literatur wird grund-

960

¹⁸⁸⁹ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1 Rz. 66.

¹⁸⁹⁰ Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1 Rz. 66.

¹⁸⁹¹ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3; Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3; Verfügung 547/01 der UEK vom 23.9.2013 i. S. International Minerals Corporation, E. 4; Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG, E. 1 f.

sätzlich ebenfalls von einer einheitlichen Anknüpfung des Übernahmeaufsichtsrechts ausgegangen, *einzelnen Normen* wird aber trotzdem im internationalen Bezug die *Anwendung versagt*. Insbesondere bei ausländischen Zielgesellschaften ist Skepsis gegenüber der Anwendung von diversen übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen auszumachen. Die Aufsichtsbehörden knüpfen die Übernahmeregeln bedenkenlos einheitlich an, selbst wenn ein wesentlicher Bezug der übernahmeaufsichtsrechtlichen Norm zum Gesellschaftsrecht gegeben ist.

- 961 Dass die Literatur die Anwendbarkeit einzelner Normen von Art. 125 ff. FinfraG bei ausländischen Zielgesellschaften verneint, auch wenn die Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 1 FinfraG erfüllt sind, zeigt deutlich, dass zumindest bei der Konstellation von lit. b nicht ohne Weiteres von einer einheitlichen Anknüpfung ausgegangen werden kann. Die Thematik der Anwendbarkeit übernahmeaufsichtsrechtlicher Normen (insb. privatrechtlicher Natur) auf ausländische Zielgesellschaften ist deshalb einer eingehenden Untersuchung zu unterziehen. Hierfür hilft vorab ein rechtsvergleichender Blick ins nahe Ausland, da dort dieser Thematik sowohl in der Literatur als auch in der Praxis eine viel grössere Rolle zugemessen wird.

2. Rechtsvergleichende Betrachtung

- 962 Eine *rechtsvergleichende Betrachtung* drängt sich im vorliegenden Zusammenhang geradezu auf, zumal der Frage nach der *Spaltung* des Übernahmeaufsichtsrechts bei Auseinanderfallen von Sitz- und Kotierungsstaat im Recht der Europäischen Union zentrale Bedeutung zukommt. Es lässt sich dort sowie in den nationalen Umsetzungen (insb. in Deutschland) eine viel detailliertere Regelung – und entsprechend eine umfassende Kommentierung in der Literatur – finden. Entsprechend wurde in der Schweiz schon länger eine Revision auf Basis des europäischen Rechts gefordert.¹⁸⁹² Deshalb soll im Folgenden ein Blick ins europäische und deutsche Recht geworfen werden mit dem Ziel, die dort durch die vertiefte Befassung mit der Thematik von der Literatur und Praxis gewonnenen Erkenntnisse nach Möglichkeit auf das Schweizer Recht zu übertragen.¹⁸⁹³

¹⁸⁹² THÉVENOZ, 37 f.

¹⁸⁹³ Dass der nachfolgende Rechtsvergleich auf die EU fokussiert ist – neben der Vergleichbarkeit der zu diskutierenden Probleme – auch damit zu begründen, dass die europäischen Staaten (angeführt von Deutschland) aus ökonomischer Sicht bei Übernahmen für die Schweiz zentral sind (siehe vorne [N 4](#)).

Im Allgemeinen kann auf die umfassende Literatur zum europäischen und deutschen Übernahmekollisionsrecht verwiesen werden,¹⁸⁹⁴ sodass sich die nachfolgende Darstellung weitgehend isoliert auf die Problematik der Aufspaltung des Rechts in der kollisionsrechtlichen Dimension konzentrieren kann. 963

2.1. Vorgaben der Übernahmerichtlinie

Die Übernahmerichtlinie der Europäischen Union (nachfolgend ÜRL)¹⁸⁹⁵ soll 964 einen Rechtssicherheit bietenden Rechtsrahmen für Übernahmen schaffen sowie ein diesbezüglich EU-weites adäquates Schutzniveau garantieren.¹⁸⁹⁶ Sie legt Mindestvorgaben für die Abwicklung von Übernahmeangeboten fest, die einen – auch Transparenz und Rechtssicherheit bei grenzüberschreitenden Übernahmen währenden – Schutz für die Wertpapierinhaber gewährleisten sollen.¹⁸⁹⁷ Die ÜRL richtete sich an die Mitgliedstaaten und ist somit umsetzungsbedürftig, wobei gewisse Umsetzungs- und Definitionsfreiräume belassen wurden.¹⁸⁹⁸

Die ÜRL enthält in Art. 4 Abs. 2 eine *komplexe, ausführliche Regelung* zur Zuständigkeit sowie zum *anwendbaren Recht*.¹⁸⁹⁹ Da der Gesetzgebungsprozess von heftigen Kontroversen in Bezug auf die Zuständigkeitsverteilung und die Bestimmung des anwendbaren Rechts geprägt war, musste eine Kompromiss- 965

¹⁸⁹⁴ Siehe zur Übernahmerichtlinie der EU etwa ACKERMANN, 36 ff., 269 ff.; EKKENGA/KUNTZ, 2427 ff.; HILMER, 1 ff.; HOPT, 14 ff.; JOSENHANS, 206 ff.; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 269 ff.; STEINRÖTTER, 298 ff.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 213 ff.; WINKELMANN, 81 ff.; Zetzsche/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 470 ff.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 731 ff.; für eine allgemein rechtsvergleichende Darstellung der Übernahmerichtlinie der EU und des Schweizer Übernahmerechts siehe NOBEL, Rechtsvergleich Übernahmerichtlinie, 29 ff.; zur Regelung in Deutschland etwa ACKERMANN, 48 ff., 288 ff.; Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 ff.; Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 ff.; HILMER, 50 ff.; Hölter, Handbuch Unternehmenskauf-MÜLLER-MICHAELS, Kapitel 13 N 13.4 ff.; JOSENHANS, 216 ff.; MüKo AktG-WACKERBARTH, § 1 ff. WpÜG; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 1 ff. und 67 ff.; WINKELMANN, 211 ff.

¹⁸⁹⁵ Die Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (Übernahmerichtlinie).

¹⁸⁹⁶ HILMER, 3. Siehe die Erwägungsgründe in der ÜRL.

¹⁸⁹⁷ Siehe Erwägungsgrund (25) der ÜRL; dazu etwa HILMER, 19.

¹⁸⁹⁸ HOLLAND, 32; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 269 ff.

¹⁸⁹⁹ Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 10.

lösung gefunden werden,¹⁹⁰⁰ weshalb ein komplexes Anknüpfungssystem resultierte, das als «sicherlich kein Musterstück an Übersichtlichkeit und juristischer Eleganz» betitelt wurde.¹⁹⁰¹

- 966 Ähnlich der Schweizer Regelung *kombiniert* Art. 4 Abs. 2 ÜRL grundsätzlich eine *kapitalmarktrechtliche* und eine *gesellschaftsrechtliche Anknüpfung* und verbindet das Statut der Zielgesellschaft und Marktordnungsrecht.¹⁹⁰² Nach der *Regelanknüpfung* gemäss Art. 4 Abs. 2 lit. a ÜRL ist die Aufsichtsstelle des Staates zuständig, in dem die Zielgesellschaft ihren Sitz hat *und* in dem zugleich ihre Wertpapiere zum Handel zugelassen sind.¹⁹⁰³ Aufgrund des Gleichlaufprinzips – als allgemeinem Grundsatz der ÜRL – wird mit der Zuständigkeit ebenfalls das anwendbare Recht bestimmt.¹⁹⁰⁴ Dabei werden bei der Regelanknüpfung gleichermassen gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Normen berufen.¹⁹⁰⁵ Das Übernahmeaufsichtsrecht ist in diesem Falle nicht gespalten.
- 967 Fallen hingegen Sitz- und Marktstaat auseinander, so kommt es gemäss Art. 4 Abs. 2 lit. b–e ÜRL zu einer *Aufspaltung* zwischen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Übernahmevorschriften.¹⁹⁰⁶ Für die *kapitalmarktrechtlichen Fragen*, wozu gemäss Auflistung in lit. e solche zum Angebotsverfahren (insb. die Bekanntmachung, der Inhalt der Angebotsunterlage etc.) sowie zur angebotenen Gegenleistung (insb. zum Preis) gehören, gilt das Recht am Wertpapierzulassungsort.¹⁹⁰⁷ Für *gesellschaftsrechtliche Fragen* hingegen gilt das Recht des Zielgesellschaftssitzstaates, wobei – wiederum nach der Auflistung in lit. e – insbesondere Fragen betreffend den Anteil an kontrollbegründenden Stimmrechten, Ausnahmen von der Angebotspflicht sowie zu Vereitelungsmassnahmen der Zielgesellschaft zum Gesellschaftsrecht zu rechnen sind.¹⁹⁰⁸ Vereinfachend zusammengefasst erfolgt die Spaltung nach dem Grundsatz

¹⁹⁰⁰ JOSENHANS, 213.

¹⁹⁰¹ VON HEIN, Kodifikation, 563.

¹⁹⁰² Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 473; HILMER, 38 f.

¹⁹⁰³ JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 271.

¹⁹⁰⁴ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 469.

¹⁹⁰⁵ JOSENHANS, 206.

¹⁹⁰⁶ HILMER, 42 ff.; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 271.

¹⁹⁰⁷ Art. 4 Abs. 2 lit. b i. V. m. Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 215; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 738 ff.

¹⁹⁰⁸ Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL; Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 12; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 469; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 271.

«Angebotsverfahren ist Marktrecht, Gesellschaftsrecht ist Heimatrecht».¹⁹⁰⁹ Die gesellschaftsrechtliche Anknüpfung wird als allseitige Verweisungsnorm aufgefasst, die auf dem üblichen gesellschaftsrechtlichen Anknüpfungsmoment des Sitzes beruht.¹⁹¹⁰ Für Mehrfachkotierungen besteht wiederum eine differenzierte Regelung.¹⁹¹¹

Die ÜRL sieht für den Fall des Auseinanderfallens von Sitz- und Kotierungsstaat somit eine *Aufspaltung* des Übernahmestatus in ein Übernahmeangebots- bzw. *Übernahmeverfahrensstatut* und ein *Übernahmegesellschaftsstatut* vor. Diese geht einher mit einer Aufspaltung der Aufsichtszuständigkeit (Kompetenz-*dépeçage*).¹⁹¹² Damit lässt sich festhalten, dass nach der ÜRL – anders als nach dem FinfraG – bei Auseinanderfallen des Sitz- und Kotierungsortes eine grundlegende Spaltung sowohl der Zuständigkeit als auch des anwendbaren Rechts vorgenommen wird.

968

2.2. Umsetzung am Beispiel des WpÜG

Die kollisionsrechtlichen Vorgaben der ÜRL sind im *deutschen Recht* im WpÜG¹⁹¹³ umgesetzt, primär in § 1 (i. V. m. § 2 Abs. 3 und § 7 WpÜG), der den internationalen Anwendungsbereich vorgibt.¹⁹¹⁴ Das WpÜG regelt gesellschafts- sowie kapitalmarktrechtliche Rechtsfragen eines Übernahmeangebots.¹⁹¹⁵ Entsprechend den europäischen Vorgaben sieht das WpÜG eine kombinierte Anknüpfung an den Zielgesellschaftssitz sowie den Marktzu-

969

¹⁹⁰⁹ Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 10.

¹⁹¹⁰ ACKERMANN, 273; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 473; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 232. Zum umstrittenen Verständnis des Sitzbegriffes siehe ausführlich MüKo AktG-WACKERBARTH, § 1 N 14 ff. mit einer Darstellung der verschiedenen Lehrmeinungen und Argumente.

¹⁹¹¹ Zu unterscheiden sind namentlich gleichzeitige und sukzessive Mehrfachzulassungen; siehe Art. 4 Abs. 2. lit. b und c ÜRL; dazu etwa JOSENHANS, 215; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 215 f.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 739.

¹⁹¹² VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 229; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 740.

¹⁹¹³ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz der Bundesrepublik Deutschland vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822).

¹⁹¹⁴ HILMER, 50 ff.; SETHE/LEHMANN, 716.

¹⁹¹⁵ JOSENHANS, 216.

sungsort vor.¹⁹¹⁶ Befinden sich Sitz und Zulassung in verschiedenen Staates des EWR, so kommt es – wiederum gemäss den Vorgaben in der ÜRL – zu einer *gespaltenen Rechtsanwendung*.¹⁹¹⁷

- 970 Dabei ist insbesondere zwischen zwei Konstellationen zu unterscheiden: Im Falle einer Zielgesellschaft mit Sitz *im Inland* und einer *Börsenzulassung* in einem *anderen EWR-Staat* sind nach § 1 Abs. 2 WpÜG die Vorschriften des Gesetzes nur insoweit anwendbar, als sie gesellschaftsrechtliche (sowie arbeitsrechtliche) Fragen betreffen.¹⁹¹⁸ Mithin ist der Anwendungsbereich des WpÜG bei solchen Zielgesellschaften mit ausländischer Kotierung eingeschränkt bzw. aufgespalten.¹⁹¹⁹ Hat die Zielgesellschaft hingegen ihren Sitz in einem *anderen EWR-Staat* und eine *Börsenzulassung im Inland*, so ist nach § 1 Abs. 3 WpÜG das Gesetz nur anwendbar, «soweit es Fragen der Gegenleistung, des Inhalts der Angebotsunterlage und des Angebotsverfahrens regelt». ¹⁹²⁰ § 1 WpÜG ist als einseitige Kollisionsnorm ausgestaltet, es wird weder direkt auf fremdes Gesellschafts- noch Kapitalmarktrecht verwiesen, sondern bloss das entsprechende eigene Recht nicht angewandt, um nicht in Konflikt mit dem ausländischen Recht zu kommen.¹⁹²¹
- 971 Die Spaltung des WpÜG in gesellschaftsrechtliche Vorschriften und kapitalmarktrechtliche Vorschriften wurden in der *WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung*¹⁹²² konkretisiert, indem eine aufzählende Zuweisung der einzelnen Normen im Falle einer Spaltung erfolgt.¹⁹²³ Dem Gesellschaftsrecht werden insbesondere die Vorschriften im WpÜG betreffend die Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft, das Verhinderungsverbot und die Durchbrechungsregelung, die meisten der speziell auf das Pflichtangebot zugeschnittenen Regelungen sowie schliesslich Ausschluss- und Andienungsrechte

¹⁹¹⁶ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 422 ff.; JOSEPHANS, 219.

¹⁹¹⁷ Siehe § 1 Abs. 2 und 3 WpÜG; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 430.

¹⁹¹⁸ Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 40; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 68 ff.; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 430 f.

¹⁹¹⁹ Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 95.

¹⁹²⁰ Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 107; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 430 f.; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 86 ff.;

¹⁹²¹ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 431.

¹⁹²² Verordnung der Bundesrepublik Deutschland über die Anwendbarkeit von Vorschriften betreffend Angebote im Sinne des § 1 Abs. 2 und 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes vom 17.7.2006 (BGBl. I S. 1698).

¹⁹²³ Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 40.

zugewiesen (§ 1 Ziff. 1–22 WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung).¹⁹²⁴ Bezüge zum Kapitalmarktrecht bieten hingegen gemäss dieser Zweiteilung des WpÜG u. a. die Normen zu Informations- und Publizitätspflichten, zum Angebotsverfahren, zum Inhalt der Angebotsunterlagen und zur Gegenleistung (§ 2 Ziff. 1–11 WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung).¹⁹²⁵

Gemäss Lehrmeinungen ist die Aufzählung der Vorschriften in der WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung insoweit zu kritisieren und einzuschränken, als die Zuweisung der Normen als unvollständig und teilweise inkonsistent bzw. gar unrichtig zu beurteilen sei.¹⁹²⁶ Mit der Anwendbarkeitsverordnung wurde der Versuch gewagt, jede übernahmerechtliche Vorschrift eindeutig dem Gesellschafts- oder aber dem Kapitalmarktrecht zuzuordnen, was sich jedoch als schwierig bis undurchführbar erwiesen hat. Dass verschiedene Autoren die Zuweisung einzelner Vorschriften in Abweichung voneinander und in Abweichung zum Ordnungsgeber vornehmen, zeigt, dass eine trennscharfe Abgrenzung in vielen Fällen nicht eindeutig möglich ist, wenn die Norm sowohl gesellschafts- als auch kapitalmarktrechtliche Elemente aufweist und keine Aspekte eindeutig als überwiegend taxiert werden können.¹⁹²⁷ Damit bleibt trotz des Versuchs der ausdrücklichen Festlegung durch den Gesetzgeber eine gewisse Unsicherheit, welche Vorschriften gesellschaftsrechtlicher Natur sind und welche kapitalmarktrechtlicher.¹⁹²⁸

972

2.3. Vergleichende Würdigung

Das durch die ÜRL vorgegebene und im WpÜG und der WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung umgesetzte System der gespaltenen Rechtsanwendung spaltet das Übernahmerecht im internationalen Verhältnis *grundlegend*, sofern Sitz- und Kotierungsort in verschiedenen Staaten liegen. Während dies für die Schweiz von der Literatur mehrheitlich klar abgelehnt wird, hat sich auf europäischer Ebene demnach eine nach Rechtsnatur differenzierende Betrachtung durchgesetzt.

973

¹⁹²⁴ ACKERMANN, 64 f.; Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 105 f.; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 69.

¹⁹²⁵ ACKERMANN, 65; WINKELMANN, 240 ff.

¹⁹²⁶ Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 100 ff.; Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG-Pötzsch/Favoccia, § 1 N 32 ff.; JOSEPHANS, Übernahmekollisionsrecht, 279 f.; Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 70 ff. und N 88 ff.; WINKELMANN, 241 f.

¹⁹²⁷ Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-GRASSL, § 5 N 72 ff.

¹⁹²⁸ So WINKELMANN, 241 f., 248.

- 974 Allerdings steht auch das deutsche *Schrifttum* zu nicht kleinen Teilen der Spaltung des anwendbaren Rechts kritisch gegenüber: Einerseits wird festgehalten, dass die Aufteilung in Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht – die sich schon in Deutschland als schwierig erweist – in den Staaten unterschiedlich vorgenommen wird, was zu Normenkonflikten führen würde.¹⁹²⁹ Eine Spaltung vermöge nicht zu überzeugen, da sie die bekannten Probleme der positiven und negativen Normenkonflikte im Übernahmerecht auf die Ebene des Sachrechts verlagere.¹⁹³⁰ Allgemein führe die Anwendbarkeit zweier Rechtsordnungen und die Aufsplitterung der Zuständigkeit zu einer nicht unerheblichen Komplizierung des Übernahmeverfahrens und zu Abgrenzungsproblemen, weshalb dieses Anknüpfungssystem als «Verlegenheitslösung» qualifiziert werden müsse.¹⁹³¹ Stark in der Kritik steht vor allem die Spaltung der Aufsichtszuständigkeit: Das strenge Festhalten am Grundsatz des Gleichlaufs und die damit zwingend resultierende Spaltung der Aufsicht wird kritisiert, da alternativ die Zuständigkeit einer einzigen Aufsichtsbehörde denkbar wäre, indem diese ausländisches (Gesellschafts-)Recht anwende, was die Trennung des Verfahrens durch Kompetenz-*dépeçage* verhindern könnte.¹⁹³²
- 975 Teilweise wurde die Schaffung der EU-weiten Kollisionsnorm für den Bereich des Übernahmerechts aber auch insgesamt als *positiv* bewertet und ihre Ausgestaltung als grundsätzlich geeignet, das auf eine Übernahme anwendbare Recht zu koordinieren und so Normenkonflikte zu verhindern.¹⁹³³ Eine Aufspaltung des Übernahmerechts sei unvermeidbar und während eine einheitliche Anknüpfung zu massiven Normenausfällen führen würde, sei die Gefahr von Normenkollisionen durch getrennte Anknüpfungen gering einzuschätzen.¹⁹³⁴
- 976 Ohne vertiefte Befassung mit der Regelung in der ÜRL und der WpÜG soll hier keine eigene Beurteilung des Anknüpfungssystems gewagt werden. Fest-

¹⁹²⁹ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 229 f.; nach Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG-PÖTZSCH/FAVOCCIA, § 1 N 22, ist deshalb die Interaktion von deutschem und fremden Recht sorgfältig zu prüfen auf divergierende Normen; siehe auch JOSENHANS, 217.

¹⁹³⁰ WINKELMANN, 290.

¹⁹³¹ ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 742 f.; siehe zur Zersplitterung auch NOBEL, Rechtsvergleich Übernahmerichtlinie, 38.

¹⁹³² JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 281; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 230.

¹⁹³³ VON HEIN, Kodifikation, 563; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 753.

¹⁹³⁴ JOSENHANS, 228 ff., 231.

gehalten werden kann, dass sich die Spaltung durch die Vorgaben der ÜRL europaweit etabliert hat, sie jedoch in der Lehre kritisiert wird, da sie sich nicht – zumindest nicht unstrittig – trennscharf vornehmen lasse.

In Bezug zur Schweiz ist zudem anzumerken, dass das Anknüpfungssystem der ÜRL und des WpÜG zwar in sich abgestimmt und ausbalanciert sein mag, jedoch in Bezug zu Drittstaaten – d. h. insbesondere zur Schweiz – erhebliche Lücken festzustellen sind, da Transaktionen mit Drittstaaten grundsätzlich nicht erfasst werden.¹⁹³⁵ So fallen weder Zielgesellschaften mit Sitz in einem Drittstaat und Kotierung in Deutschland noch Zielgesellschaften mit Sitz in Deutschland und ausschliesslicher Kotierung in einem Drittstaat unter das WpÜG, wohingegen es auf andere Transaktionen bei Mehrfachkotierungen kumulativ mit dem Drittstaatrecht anwendbar sein und so zu positiven Normenkonflikten führen kann.¹⁹³⁶ Zielgesellschaften mit Sitz in der Schweiz und Kotierung in Deutschland fallen deshalb nicht unter den Anwendungsbereich des WpÜG, sodass negative Kompetenzkonflikte drohen.

977

Vor dem dargestellten rechtlichen Hintergrund gilt es, einen Vergleich mit dem Schweizer Recht vorzunehmen. Vorab ist festzuhalten, dass das Anknüpfungssystem nach der ÜRL und dem WpÜG grundsätzlich ähnlich ausgestaltet ist wie gemäss dem FinfraG. Es handelt sich um autonom-kollisionsrechtliche Lösungen, welche kombiniert an Sitz und Börsenort anknüpfen.¹⁹³⁷ Beachtet werden muss aber, dass die ÜRL für die entsprechenden Rechtsordnungen eine gewisse *Sachrechtsharmonisierung* gebracht hat, sodass innerhalb dieser Rechtsordnungen – anders als in Bezug zur Schweiz – die Gefahr von Normenkonflikten kleiner ist.¹⁹³⁸ Praktische Unstimmigkeiten und Normenwidersprüche als Folge der Spaltung des anwendbaren Rechts und des Verfahrens sind deshalb weniger zu erwarten als aus Sicht des (nicht vereinheitlichten) Schweizer Rechts. Inhaltlich koordiniertes Sachrecht kann widerspruchsgespaltener werden. Dies kann nicht ohne Weiteres für das Schweizer Recht übernommen werden, was es sich im Folgenden vor Augen zu halten gilt.

978

Ein augenscheinlicher Unterschied in den Kollisionsnormen bildet die grundlegende sowie *feinere Differenzierung* nach verschiedenen *Konstellationen* (Sitz- und Börsenzulassung im selben Staat; Auseinanderfallen von Sitz und

979

¹⁹³⁵ TORKA, 284 f.

¹⁹³⁶ MüKo AktG-WACKERBARTH, § 1 N 1 N 36; VON HEIN, Kodifikation, 558 ff.; ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 737.

¹⁹³⁷ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-KRONKE/HAUBOLD, Teil L N 473.

¹⁹³⁸ VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 229.

Börsenzulassung; Mehrfachbörsenzulassungen etc.) nach der ÜRL (und entsprechend dem WpÜG), die sich auch entscheidend auf das anwendbare Recht und die Aufsichtszuständigkeit auswirkt. Nach dem FinfraG wird zwar formell ebenfalls zwischen den zwei Konstellationen von Art. 125 Abs. 1 lit. a und b FinfraG unterschieden. Diese Unterteilung hat jedoch auf der Rechtsfolgenseite keinen weiteren Einfluss auf das anwendbare Recht: Bei beiden Konstellationen wird das gesamte Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht berufen, sobald die Voraussetzungen erfüllt sind. Es kommt in keiner Konstellation zu einer Spaltung des anwendbaren Rechts. Auch bei der Konstellation nach lit. b, bei der zwar ein Auseinanderfallen von Sitz und Zulassungsort gegeben ist, werden nichtsdestotrotz (jedenfalls nach dem Wortlaut) Art. 125 ff. FinfraG insgesamt berufen (was es jedoch nachfolgend zu verifizieren gilt).

- 980 Der Konstellation von Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG (*Sitz im Ausland, Kotierung in der Schweiz*) entspricht die Regelung in § 1 Abs. 3 WpÜG, wonach nur die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften des WpÜG zur Anwendung gelangen.¹⁹³⁹ Eine entsprechende Einschränkung wird im Schweizer Recht vergeblich gesucht, indem das gesamte Übernahmeaufsichtsrecht für anwendbar erklärt wird. Art. 4 Abs. 2 lit. e Satz 2 ÜRL verweist bei dieser Konstellation für gesellschaftsrechtliche Fragen auf das Recht des Sitzstaates. Dies entspricht der dargestellten Meinung von BRÜGGER/DUBS, gemäss welcher die gesellschaftsrechtlichen Fragen des Übernahmeaufsichtsrechts separat anzuknüpfen sind.¹⁹⁴⁰ So wären – auf die aktuelle Regelung bezogen – bei Kotierung in der Schweiz und Sitz im Ausland nur die Kapitalmarktaspekte des FinfraG anwendbar, während für die gesellschaftsrechtlichen Aspekte das ausländische Recht relevant wäre. Konkret würden bei dieser Lesart – trotz grundsätzlicher Anwendung von Art. 125 ff. FinfraG – Vorschriften wie Art. 132 Abs. 2 FinfraG (Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft) und Art. 137 FinfraG (Squeeze-out) nicht berufen, sondern diese Thematiken würden dem ausländischen Gesellschaftsrecht unterstehen.
- 981 Die rechtsvergleichende Betrachtung zeigt, dass sich die in der Schweiz mehrheitlich verworfene Meinung in Europa durchgesetzt hat. Während die ÜRL direkt auf das Recht des Sitzstaates verweist, geschieht dies nach dem WpÜG über die *Nichtanwendbarkeit* entsprechender eigener Vorschriften. Der Me-

¹⁹³⁹ Zumindest wenn die Zielgesellschaft ausschliesslich in der Schweiz kotiert ist. Ist sie hingegen auch im Sitzstaat kotiert, so kann zwar Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG erfüllt sein, ohne der Konstellation von § 1 Abs. 3 WpÜG zu entsprechen.

¹⁹⁴⁰ Dies je nach (statutarischem oder faktischem) Sitz der Zielgesellschaft und Kotierungsort; siehe BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76 f. und dazu vorne [N 940 f.](#)

chanismus der Nichtanwendbarkeit zur Vermeidung von Normenkonflikten ist dem Schweizer Recht mit Art. 125 Abs. 2 FinfraG bekannt. Ein Vergleich mit dem WpÜG legt deshalb nahe, die Spaltungsthematik allenfalls über den *Anwendungsverzicht* zu lösen: Sofern bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierung eine Spaltung der Regeln des FinfraG in gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Fragen vorgenommen werden soll, könnte dies über den Mechanismus des Anwendungsverzichts nach Abs. 2 begründet werden.¹⁹⁴¹

Die Regelung im WpÜG unterscheidet auch deshalb mehr Konstellationen als das FinfraG, weil sie – nach den Vorgaben der ÜRL – *weniger aus einseitig eigener Optik* ausgestaltet ist: Während Art. 125 Abs. 1 FinfraG das Auseinanderfallen von Sitz und Kotierung nur in der Konstellation des ausländischen Sitzes und der inländischen (Haupt-)Kotierung überhaupt kennt (was § 1 Abs. 3 WpÜG entspricht), sucht man die umgekehrte Konstellation im Schweizer Recht vergeblich (entsprechend § 1 Abs. 2 WpÜG). Die Adaptierung von § 1 Abs. 2 WpÜG auf das Schweizer Recht würde bedeuten, dass auf eine *inländische Zielgesellschaft* mit *Kotierung* ausschliesslich *im Ausland* nur die gesellschaftsrechtlichen Vorschriften des FinfraG zur Anwendung gebracht würden. Konkret würde dies bedeuten, dass bspw. ein Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG bei einer Zielgesellschaft mit Sitz in der Schweiz und Kotierung im Ausland möglich wäre. Dass die Möglichkeit eines Squeeze-out nach FinfraG offen stünde, wäre wünschenswert, zumal die internationale Zuständigkeit für ein Kraftloserklärungsverfahren am Sitz der Zielgesellschaft (d. h. in der Schweiz) gegeben ist.¹⁹⁴² Entsprechend der eurointernationalen Regelung müsste das in der Schweiz angerufene Zivilgericht die Vorschrift von Art. 137 FinfraG anwenden können, obwohl es (gemäss Wortlaut von Art. 125 Abs. 1 FinfraG) generell nicht anwendbar wäre (auch der Mechanismus des Anwendungsverzichts hilft hier nicht weiter).¹⁹⁴³ Die vergleichende Betrachtung zeigt den Bedarf, gewisse gesellschaftsrechtliche Vorschriften des FinfraG auch bei grundsätzlicher Nichtanwendbarkeit dieses Gesetzes anwenden zu können. Mithin ist ein Nor-

982

¹⁹⁴¹ Siehe ausführlich hinten [N 1053 ff.](#)

¹⁹⁴² Dies nicht bloss aus schweizerischer Sicht, sondern in der Regel auch aus eurointernationaler, siehe hierzu [N 1031](#); ob das ausländische Recht in solchen Fällen eine Zuständigkeit und Möglichkeit eines Squeeze-out eröffnen würde, ist fraglich.

¹⁹⁴³ Bzw. einzig im Falle, dass eine inländische Inkorporation gegeben ist sowie eine in- und ausländische Kotierung; in diesem Fall könnte grundsätzlich auf die Anwendbarkeit des FinfraG verzichtet werden (i. S. v. Art. 125 Abs. 2 FinfraG), dies aber nur im Rahmen eines partiellen Anwendungsverzichts, sodass einzelne gesellschaftsrechtliche Normen des FinfraG trotzdem angewandt werden.

menmangel auszumachen. Der Anwendungsbereich für die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG ist aus einer rechtsvergleichenden Sicht in diesen Fällen zu eng.

983 Ebenfalls keine Differenzierung wird im FinfraG zwischen *ausschliesslichen Kotierungen* und *Mehrfachkotierungen* sowie verschiedenen Arten von Mehrfachkotierungen vorgenommen. Sobald eine (Haupt-)Kotierung in der Schweiz gegeben ist, zeigt sich das eigene Recht für anwendbar, unabhängig davon, ob eine zusätzliche Kotierung gegeben ist (und allenfalls gar eine Kotierung im ausländischen Sitzstaat, sodass insgesamt ein viel stärkerer Bezug zum ausländischen Recht zu finden ist). Das europäische und deutsche Recht hingegen unterscheidet zwischen verschiedensten Konstellationen (ausschliessliche oder mehrfache Kotierung; gleichzeitige oder sukzessive Mehrfachkotierung etc.).¹⁹⁴⁴ Vor diesem Hintergrund springt insbesondere der Unterschied ins Auge, dass die klare Regelanknüpfung der ÜRL (bei Sitz und Kotierung im selben Staat ist dessen Recht ausschliesslich relevant) aus Sicht des Schweizer Rechts nur einseitig (d. h. bei Sitz und Kotierung in der Schweiz) respektiert wird. Bei einem Sitz und einer Kotierung der Zielgesellschaft im selben ausländischen Staat hingegen kann sich das Schweizer Recht trotzdem für anwendbar erklären.¹⁹⁴⁵ Auch sonst nehmen die feineren Differenzierungen der ÜRL eine allseitige Optik ein und versuchen so stärker, das Recht mit dem engsten Bezug zu berufen, und verhindern so gerade bei Mehrfachkotierungen eine kumulative Anwendung viel eher. So erlaubt etwa die Unterscheidung von sukzessiven und gleichzeitigen Mehrfachzulassung nur ein Recht zur Anwendung zu bringen (Prioritätsprinzip),¹⁹⁴⁶ was nach dem FinfraG nicht vorgesehen ist.¹⁹⁴⁷

984 Eine rechtsvergleichende Betrachtung zeigt demnach m. E. für die Regelung von Art. 125 FinfraG, dass diese einerseits aus einer *zu einseitigen* Optik agiert, während sie auch zu wenig fein zwischen den verschiedenen *Konstellationen* von Sitz, Kotierung und Kotierungsarten unterscheidet.

¹⁹⁴⁴ Siehe etwa die tabellarischen Darstellungen der verschiedenen Konstellationen bei VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 217 f.

¹⁹⁴⁵ Siehe zu den extraterritorialen Tendenzen dieser Regelung vorne [N 926](#).

¹⁹⁴⁶ Siehe Art. 4 Abs. 2 lit. b Satz 2 sowie Art. 4 Abs. 2 lit. c Satz 2 ÜRL; dazu etwa JOSENHANS, 215.

¹⁹⁴⁷ Bzw. nur unter dem Titel des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG.

2.4. Erkenntnisse für die Problematik im Schweizer Recht

Der Vergleich mit der Regelung in der ÜRL und dem WpÜG zeigt klar, dass nicht ohne Weiteres von einer einheitlichen Anknüpfung des Übernahmeaufsichtsrechts ausgegangen werden kann. Insbesondere wenn der Sitz der Zielgesellschaft und der *Kotierungsort* in *verschiedenen Staaten* liegen, sprechen Gründe für eine Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts in gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte. Die vergleichende Betrachtung zeigt, dass dieser *Konstellation* zumindest eine spezielle Rolle zukommen muss und sie besonders zu behandeln ist: Schon die vorgehende Darstellung der Schweizer Literatur und Aufsichtspraxis zeigte, dass bei einem Sitz der Zielgesellschaft im Ausland und einer Kotierung in der Schweiz diverse praktische Probleme und Durchsetzungsschwierigkeiten auftauchen können, die eine Sonderbehandlung nahelegen. Die explizite kollisionsrechtliche Regelung dieser Konstellation nach den Vorgaben der ÜRL überrascht vor diesem Hintergrund nicht. Die Anwendung aller Bestimmungen von Art. 125 ff. FinfraG bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland (Konstellation von Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG) ist deshalb nachfolgend kritisch zu betrachten. Es gilt zu verifizieren, ob bei diesen Zielgesellschaften die gesellschaftsrechtlichen Vorschriften des Übernahmeaufsichtsrechts tatsächlich alle anzuwenden sind. Wenn die Konstellation von lit. b seit der Revision schon explizit und separat erfasst wird, so ist zu fragen, ob sie auf Rechtsfolgenseite entsprechende Auswirkungen zeigt, indem sie sich auf die anwendbaren Vorschriften auswirkt.

985

Wie die vergleichende Betrachtung gezeigt hat, ist es essenziell, bei der Anknüpfung allgemein und im Zusammenhang mit der vorliegenden Problematik im Besonderen zwischen den verschiedenen *Zielgesellschaftskonstellationen* zu unterscheiden, was Sitz und Kotierung anbelangt. Dies wird bezüglich des Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatus insbesondere relevant sein, wenn nach Möglichkeiten gesucht wird, die Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts bzw. die Nichtanwendbarkeit einzelner Normen allenfalls zu begründen:

986

Ist der Sitz der Zielgesellschaft sowie die Kotierung im selben ausländischen Staat gegeben, so zeigt der Rechtsvergleich, dass ein *Verzicht* auf die Anwendung *sämtlichen eigenen Übernahmeaufsichtsrechts* trotz inländischer Kotierung möglich sein muss. Ein solcher wird sich in der Regel auch über den Mechanismus des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG begründen lassen. Die Erkenntnis, dass der Anwendungsanspruch von Art. 125 Abs. 1 Fin-

987

fraG im Vergleich zu den Vorgaben der ÜRL besonders bei dieser Konstellation sehr weit geht, liefert ein weiteres Argument dafür, die Anforderungen an die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts nicht zu hoch anzusetzen.¹⁹⁴⁸

- 988 Bei der Konstellation, dass die Zielgesellschaft ihren Sitz im Ausland hat, aber eine Kotierung in der Schweiz gegeben ist, wäre nach der ÜRL das ausländische Gesellschaftsrecht massgebend bzw. würde nach dem WpÜG auf die Anwendung der eigenen gesellschaftsrechtlichen Normen verzichtet werden. Für die Schweiz wäre ein allfälliger Verzicht auf die Anwendung der gesellschaftsrechtlichen Normen des Übernahmeaufsichtsrechts wiederum über Art. 125 Abs. 2 FinfraG begründbar (in Form eines partiellen Anwendungsverzichts).¹⁹⁴⁹
- 989 Auf die Konstellation des inländischen Sitzes bei einer Kotierung ausschliesslich im Ausland zeigt sich das FinfraG gar nicht anwendbar, während nach ÜRL und WpÜG die gesellschaftsrechtlichen Übernahmeregeln des eigenen Rechts zum Zuge kämen. Wie gesehen bestünde auch unter dem FinfraG ein entsprechender Bedarf nach der Anwendung einzelner gesellschaftsrechtlicher Vorschriften des FinfraG. Dieser dürfte sich jedoch schwieriger begründen lassen, da Art. 125 FinfraG diesbezüglich eigentlich keinen Spielraum belässt, wenn die Voraussetzungen der Anwendbarkeit generell nicht erfüllt sind. Zur Begründung müssten Möglichkeiten des internationalen Privatrechts geprüft werden.
- 990 Der Rechtsvergleich zeigt aber auch, dass sich eine trennscharfe Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts und Zuweisung jeder einzelnen Norm zu Gesellschafts- oder Kapitalmarktrecht schwierig gestaltet. Die Normen von Art. 125 ff. FinfraG im Sinne der WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung einzeln einem Rechtsgebiet zuweisen zu wollen, gilt es nach Möglichkeit zu vermeiden, da sich eine unumstrittene Abgrenzung im Einzelnen als nicht möglich erweisen würde, was wiederum eine erhebliche Rechtsunsicherheit nach sich ziehen würde. Sollte die Notwendigkeit der Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts aber bejaht werden, so hilft ein rechtsvergleichender Blick auf das europäische und deutsche Recht für die Zuweisung der einzelnen Normen zum Gesellschafts- oder Kapitalmarktrecht. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund wichtig, dass eine möglichst einheitliche Zuweisung in den verschiedenen Rechtsordnungen wünschenswert wäre, da ansonsten Normenkonflikte drohen. Auf der Ebene der Auslegung ist deshalb zu berücksichtigen, wie die Zuweisung im Ausland erfolgt.

¹⁹⁴⁸ Siehe schon vorne [N 777](#).

¹⁹⁴⁹ Dazu hinten [N 835 ff.](#)

Allgemein lässt sich aus dem Rechtsvergleich mit der Europäischen Union die Erkenntnis gewinnen, dass für das schweizerische Übernahmeaufsichtsrecht eine *feinere Differenzierung* je nach Konstellationen von Sitz und Kotierung wünschenswert wäre. Gemäss der Konzeption von Art. 125 FinfraG kommt dem Anknüpfungsmerkmal der Hauptkotierung eine überragende Stellung zu,¹⁹⁵⁰ welche nicht immer zu einem wünschenswerten Ergebnis führt (insb. bei Mehrfachkotierungen), sodass dies in diversen Konstellationen mittels Anwendungsverzicht wieder korrigiert werden muss. Bei Überlegungen zum Umfang des Übernahmeaufsichtsstatus sind deshalb die verschiedenen Konstellationen immer klar auseinanderzuhalten. 991

3. Zwischenfazit: Grundzüge eines eigenen Ansatzes

Wenn im Folgenden ein eigener Ansatz für die Frage des Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatus entwickelt werden soll, so hat dies vor dem Hintergrund der dargestellten Diskussion in der Lehre und den rechtsvergleichen Überlegungen zu geschehen. 992

3.1. Regelanknüpfung: Übereinstimmung von Übernahmeaufsichts- und Gesellschaftsstatut

Sofern Übernahmeaufsichts- und Gesellschaftsstatut bei einer Transaktion *übereinstimmen*, stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit der Spaltung aus praktischer Sicht nicht. Wenn nach Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG eine Zielgesellschaft mit Sitz in der Schweiz und (ausschliesslicher) Kotierung in der Schweiz gegeben ist, so stimmen anwendbares Übernahmeaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht überein. Eine kollisionsrechtliche Spaltung nach der Rechtsnatur ist nicht notwendig, da ohnehin Schweizer Recht anwendbar ist und kaum Normenkonflikte drohen.¹⁹⁵¹ Die gesellschaftsrechtlichen Aspekte der übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorschriften richten sich nach Schweizer Recht, 993

¹⁹⁵⁰ Siehe ausführlich vorne [N 729 ff.](#)

¹⁹⁵¹ Eine Spaltung ist höchstens bei Fragen nach der zivil- oder aufsichtsrechtlichen Zuständigkeit zu prüfen. Normenkonflikte können u. U. auch im Verhältnis zum amerikanischen Recht und anderen ähnlichen Rechtsordnungen drohen, welche sich strikt nach dem Auswirkungsprinzip anwendbar zeigen.

unabhängig davon, ob sie kollisionsrechtsmethodisch über Art. 125 FinfraG oder Art. 154 IPRG berufen werden. Der *Regelanknüpfung* nach dem System von Art. 125 FinfraG steht nichts entgegen.¹⁹⁵²

- 994 Eine *Ausnahme* ist unter Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG höchstens dann zu machen, wenn eine *Mehrfachkotierung* der Zielgesellschaft gegeben ist und sich gleichzeitig ausländisches Übernahmeaufsichtsrecht für anwendbar erklärt. Wenn die UEK dann nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG auf die Anwendung der eigenen Vorschriften verzichtet, kommt es zu einem Auseinanderfallen von Übernahmeaufsichtsstatut und Gesellschaftsstatut. In diesen Fällen stellt sich wiederum die Frage nach der Spaltung des Übernahmeaufsichtsstatuts.

3.2. Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort

a *Ablehnung einer konsequent einheitlichen Anknüpfung*

- 995 Eine *konsequent einheitliche Anknüpfung* des gesamten Übernahmeaufsichtsrechts nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG bietet sich als naheliegende Vorgehensweise zuerst an, würde der Gesetzessystematik entsprechen, der Literatur zum alten Recht folgen und wäre – auf den ersten Blick – entsprechend einfach zu handhaben. Wie gesehen kann eine einheitliche Anknüpfung und die damit einhergehende Nichtbeachtung der materiellen Rechtsnatur der Normen im internationalen Verhältnis aber zahlreiche praktische Ungereimtheiten mit sich bringen.¹⁹⁵³ Die Darstellung im inländischen Schrifttum zeigt, dass betreffs einheitlicher Anknüpfung allgemein schon Diskussionsbedarf besteht und besonders den *gesellschaftsrechtlich geprägten Vorschriften* des FinfraG im Falle von ausländischen Zielgesellschaften teilweise die Anwendung versagt wird. Einzelnen Normen im internationalen Verhältnis die Anwendung zu versagen, darf m. E. jedoch nicht ohne kollisionsrechtliche Begründung geschehen. Auch aus der rechtsvergleichenden Darstellung ist die Erkenntnis zu ziehen, dass eine einheitliche Anknüpfung des Übernahmeaufsichtsrechts insbesondere bei *Auseinanderfallen von Sitz der Zielgesellschaft und Kotierungsort* nicht ohne Weiteres vorausgesetzt werden kann, sondern eine differenzierte Betrachtung notwendig ist.

¹⁹⁵² Wenn Sitz der Zielgesellschaft und Kotierung im Ausland zu finden sind, wird (aus Sicht des Schweizer Rechts) ebenfalls keine Spaltung des anwendbaren Rechts notwendig sein, da das Schweizer Recht gar nicht von Relevanz sein wird, indem sich weder das FinfraG für anwendbar erklärt, noch über das System des internationalen Privatrechts Schweizer Gesellschaftsrecht berufen wird.

¹⁹⁵³ Siehe insb. die ausführliche Darstellung der praktischen Probleme bei TEDJANI, 258 ff.

b Ablehnung einer konsequenten Aufspaltung

Eine *konsequente Aufspaltung* der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen nach ihrer Rechtsnatur im Sinne der Minderheitsmeinung in der Literatur zum Schweizer Recht und nach dem europäischen bzw. deutschen System auf der anderen Seite ist ebenfalls kritisch zu beurteilen: Anders als nach den diesbezüglich ausdrücklichen Vorgaben der ÜRL und nach dem WpÜG ist dem FinfraG eine ausdrückliche Anordnung der Spaltung fremd, weshalb die Lehre eine solche für das Schweizer Recht auch überwiegend ablehnt. Art. 125 FinfraG als zentrale Kollisionsnorm des Schweizer Übernahmearbeitsrechts differenziert in keiner Weise nach der Rechtsnatur der Bestimmungen, sondern knüpft einheitlich an. Aufgrund der *fehlenden gesetzlichen Grundlage* ist deshalb Zurückhaltung dabei geboten, eine dem europäischen Recht entsprechende grundlegende Spaltung in das Anknüpfungssystem von Art. 125 FinfraG hineinzulesen. Sodann fehlt der Regelung des FinfraG – anders als in der Europäischen Union nach den Vorgaben der ÜRL – die Sachrechtsharmonisierung, sodass eine Spaltung des Verfahrens in ein übernahme- und ein gesellschaftsrechtliches Verfahren mangels gleicher Zuteilung und Vorgaben zu höheren Reibungsverlusten führen würde. Wie die deutsche Regelung zeigt, ist eine *trennscharfe Spaltung* der einzelnen übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorschriften nach ihrer gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Rechtsnatur ebenfalls problembehaftet. Jede Norm von Art. 125 ff. FinfraG einzeln nach ihrer Rechtsnatur zu qualifizieren würde sich als *wenig praktikabel* erweisen, zumal ein Grossteil der Normen sich aufgrund der hybriden Natur nicht eindeutig einem Rechtsgebiet zuweisen lässt. Wie die Literatur zum Schweizer Recht berechtigterweise anführt, wäre die praktische Handhabung der Aufgliederung mit Schwierigkeiten verbunden und würde deshalb entsprechende Rechtsunsicherheit sowie Normenkonflikte nach sich ziehen.¹⁹⁵⁴ Auch eine trennscharfe Aufspaltung nach der privat- oder öffentlich-rechtlichen Natur einer Übernahmeregelung kann daher in diesem Zusammenhang nicht massgebend sein. Für die hier vorzunehmende Qualifikation ist allgemein nur von untergeordneter Bedeutung, ob es sich um öffentliches oder privates Recht handelt.¹⁹⁵⁵ Da das Wirtschaftsrecht allgemein nicht der Grenze zwischen Pri-

996

¹⁹⁵⁴ So MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 123 f.; RÜEDI, 55 f.; siehe vorne [N 942 ff.](#)

¹⁹⁵⁵ Vgl. JOSEPHANS, 270.

vatrecht und öffentlichem Recht folgt, verläuft auch die Grenze zwischen internationalem Privatrecht und Wertschankskollisionsrecht nicht zwingend parallel zu dieser Grenze.¹⁹⁵⁶

- 997 Eine konsequente Spaltung der übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorschriften in gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Normen ist aus diesen Gründen ebenfalls abzulehnen.

c *Eigener Ansatz*

- 998 Weder die einheitliche Anknüpfung noch die konsequente Spaltung nach der Rechtsnatur erweisen sich als kollisionsrechtsdogmatisch sauber oder praktisch reibungsfrei durchführbar. Es ist nach einer möglichen *Zwischenlösung* zu suchen. Diese hat sich einerseits der rechtsvergleichenden Erkenntnis zu bedienen, dass eine feinere Differenzierung im Anknüpfungssystem des Art. 125 FinfraG wünschenswert wäre. Andererseits ist für den kollisionsrechtlichen *Umgang* mit den *gesellschaftsrechtlichen Normen* des FinfraG nach spezifischen Instrumenten des Schweizer Rechts zu suchen.
- 999 Als Ausgangspunkt sollen deshalb die Übernahmeregeln des FinfraG grundsätzlich einheitlich angeknüpft werden, gleichzeitig soll aber nach kollisionsrechtlichen Möglichkeiten zum Umgang mit der Besonderheit der gesellschaftsrechtlichen Aspekte gesucht werden. Eine Möglichkeit der Handhabung einer gewissen «Spaltung» des Übernahmeaufsichtsrechts bzw. einer Beschränkung des Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatuts wird mit dem Anwendungsverzicht von Art. 125 Abs. 2 FinfraG gewährt. Ansonsten sind international-privatrechtliche Überlegungen einzubeziehen.

III. Kollisionsrechtlicher Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten des FinfraG

- 1000 Das FinfraG regelt den kollisionsrechtlichen Umgang mit seinen gesellschaftsrechtlichen bzw. gesellschaftsrechtlich geprägten Normen nicht explizit. Wie gesehen führt die einheitliche Anknüpfung des gesamten Übernahmerechts inkl. seiner gesellschaftsrechtlichen Aspekte jedoch bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland zu praktischen Schwierigkeiten. Um den Umfang des Über-

¹⁹⁵⁶ Auch Doppelnormen ziehen Schwierigkeiten bei der Frage nach der kollisionsrechtlichen Methodik bei ihrer Erfassung nach sich; im Folgenden konzentrieren sich die Ausführungen deshalb auf die Einordnung als gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlich.

nahmeaufsichtsrechts festzustellen, ist deshalb im Folgenden der Umgang mit den gesellschaftsrechtlichen Aspekten aus kollisionsrechtlicher Sicht vertieft zu betrachten.

1. Qualifikationskriterien zur Unterscheidung der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Natur

Um der Frage nachzugehen, wieweit die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen gesellschaftsrechtlicher Natur sind, muss zuerst erarbeitet werden, nach welchen *Qualifikationskriterien* die Unterscheidung überhaupt vorzunehmen ist. 1001

Gesellschaftsrecht ist das Recht der privatrechtlichen Zweckverbände; es ist Organisationsrecht, dessen Normen in erster Linie das Innen- und Aussenverhältnis von Gesellschaften regeln.¹⁹⁵⁷ *Kapitalmarktrecht* hat den Kapitalmarkt zum Regelungsobjekt und versucht den Individualschutz der Anleger und den Funktionenschutz von Markt und Wirtschaft zu gewährleisten.¹⁹⁵⁸ 1002

Soll eine einzelne Vorschrift auf ihre gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Bezüge überprüft werden, so werden – allgemein und im Zusammenhang mit vorliegender Abgrenzungsproblematik – verschiedene Kriterien herbeigezogen: 1003

Als *gesellschaftsrechtliche Wesensmerkmale* werden angeführt, wenn eine Norm verbandsbezogen bzw. *mitgliedschaftlich* orientiert ist, d. h. die Grundlage der Vorschrift in der Mitgliedschaft zu finden ist und sie die (Treue-) Verhältnisse zwischen Gesellschaftern untereinander oder zur Leitung zu gestalten sucht, wenn sie am Ausgleich privater Interessen zwischen Gesellschaftern, Verwaltung und Gläubigern ausgerichtet ist oder wenn sie den Schutz der Aktionäre ins Auge fasst, wobei sie den Aktionär als Verbandsmitglied – und nicht als Anleger – schützen will.¹⁹⁵⁹ 1004

Als *kapitalmarktrechtliche Merkmale* werden hingegen aufgelistet, wenn Vorschriften *marktbezogen* sind und sie die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und die dort agierenden Anleger schützen wollen, wenn sie primär Vorgänge am Markt zum Gegenstand haben, indem sie das Marktverfahren ordnen wol- 1005

¹⁹⁵⁷ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, 5; JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI, 31; KUNZ, 3; SCHMIDT, 3 ff.

¹⁹⁵⁸ STRAZZER, 27; ZOBL/KRAMER S., 11.

¹⁹⁵⁹ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 45; JOSENHANS, 268; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 279; KUNZ, 4; VON DER CRONE, Angebotspflicht, 44 f.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 219.

len und für eine effiziente Allokation der Mittel besorgt sind, was sie mittels Schaffung eines *level playing fields*, Vertrauen in den Markt, Transparenz, Gleichbehandlung der Anleger und Lauterkeit erreichen wollen.¹⁹⁶⁰ Kapitalmarktrechtliche Vorschriften sind durch diesen doppelten ordnungsrechtlichen Schutzzweck gekennzeichnet, wobei schon die individualschützende Dimension nicht spezifische Aktionäre, sondern auch potenzielle Anleger schützen will,¹⁹⁶¹ sodass sich kapitalmarktrechtliche Normen schon vom Ansatz her breiter orientieren als gesellschaftsrechtliche.¹⁹⁶² Von untergeordneter Bedeutung für die Bestimmung der gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Charakteristik ist die Zuordnung zum öffentlichen und privaten Recht.¹⁹⁶³

- 1006 Für eine nachfolgende Qualifikation von übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorschriften sollen die genannten Kriterien verwendet werden. Grob vereinfacht sind gesellschaftsrechtliche Normen *gesellschaftszentriert*,¹⁹⁶⁴ kapitalmarktrechtliche Vorschriften hingegen *marktbezogen*.¹⁹⁶⁵
- 1007 Ein Teil der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen kann mit den genannten Kriterien eindeutig qualifiziert werden. Bei diversen Normen wird aber eine *eindeutige Qualifikation* aufgrund der engen Verknüpfungen und Wechselwirkungen nicht möglich sein.¹⁹⁶⁶ Teilweise überlagern sich schon die Qualifikationskriterien, indem bspw. der Aktionärs- und Anlegerschutz kaum sauber getrennt werden können. Sodann haben übernahmerechtliche Normen teilweise mehrere Regelungsziele und -gehalte. Die Qualifizierung könnte in diesen Schnittbereichen zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht deshalb höchstens nach der *überwiegenden Charakteristik* bzw. der primären Schutzfunktion der Norm geschehen.¹⁹⁶⁷ So müsste bspw. im überschneidenden Bereich des Anleger- bzw. Aktionärsschutzes gefragt werden, ob die Norm *primär* die Aktionäre im Blickfeld hat oder den Gesamtmarkt (d. h. auch die Anleger bzw. potenziellen Aktionäre) respektive, ob individuelle oder kollektive

¹⁹⁶⁰ JOSENHANS, 268; JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 279; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 1 ff.; VON DER CRONE, Angebotspflicht, 44 f.; VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 219; vgl. BGE 133 II 233 E. 3.1.

¹⁹⁶¹ JOSENHANS, 268.

¹⁹⁶² KUNZ, 3.

¹⁹⁶³ JOSENHANS, 270.

¹⁹⁶⁴ KUNZ, 3.

¹⁹⁶⁵ ZOBL/KRAMER S., 11.

¹⁹⁶⁶ Vgl. JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 279.

¹⁹⁶⁷ Auch hier sind wiederum verschiedene Kriterien denkbar, für die Massgeblichkeit der primären Schutzfunktion JOSENHANS, Übernahmekollisionsrecht, 279.

Interessen im Vordergrund stehen.¹⁹⁶⁸ Wie der Rechtsvergleich gezeigt hat, werden die einzelnen Vorschriften in der deutschen Literatur jedoch je nach Gewichtung unterschiedlich qualifiziert. Eine ausschliessliche Zuweisung ist im Falle eines solchen Mischcharakters m. E. deshalb nicht möglich bzw. nicht sinnvoll, da das Ergebnis je nach Gewichtung der Kriterien im Einzelfall gänzlich anders ausfallen kann. Eine leicht andere Gewichtung würde in diesen Fällen eine grundlegend andere methodische Erfassung nach sich ziehen. Wenn deshalb Unsicherheit über die Qualifikation besteht, bringt dies insgesamt eine erhebliche Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Anwendbarkeit mit sich. Eine Qualifizierung nach dem überwiegenden Charakter ist deshalb nach Möglichkeit ebenfalls abzulehnen und stattdessen kollisionsrechtlich mit dem Mischcharakter der Norm umzugehen.

2. Die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG

Die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG wurden bereits verschiedentlich angesprochen. Wenn der kollisionsrechtliche Umgang mit ihnen geklärt werden soll, müssen diese aber einer genaueren Betrachtung unterzogen werden. Die Bestimmung der Rechtsnatur wurde von verschiedenen Autoren schon vertieft für die einzelnen Normen des Übernahmearbeitsrechts vorgenommen, da sie allgemein für die Durchsetzungsthematik von grundlegender Bedeutung ist.¹⁹⁶⁹ Damit wird auch die Frage nach den gesellschaftsrechtlichen Aspekten mitbeantwortet. 1008

Da es sich bei der Bestimmung der Rechtsnatur nicht um eine eigentlich kollisionsrechtliche Problematik handelt, kann sie auch nicht zentraler Bestandteil vorliegender Untersuchung sein. Daher soll nachfolgend nicht jede Norm einzeln und im Detail betrachtet werden. Zuerst soll eine Kategorisierung in *rein gesellschaftsrechtliche Normen* und *Normen mit Mischcharakter* sowie *rein kapitalmarktrechtliche Normen* vorgenommen werden. Unter Normen mit Mischcharakter zu verstehen sind Normen, welche sowohl gesellschafts- als auch kapitalmarktrechtliche Aspekte aufweisen. Die rein kapitalmarktrechtlichen Normen bedürfen in diesem Zusammenhang keiner besonderen Behand- 1009

¹⁹⁶⁸ Vgl. VON DER CRONE, *Angebotspflicht*, 45.

¹⁹⁶⁹ Siehe etwa HÖHN/LANG/ROELLI, 445 ff., welche sich vertieft mit der Durchsetzung der Übernahmeregeln befassen und dabei einleitend für jede übernahmerechtliche Pflicht deren Rechtsnatur bestimmen. Sodann TEDJANI, 215 ff. ausführlich zur Eruierung der kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Elemente des Übernahmearbeitsrechts.

lung, da sie ohne Weiteres nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG ordentlich anzuknüpfen sind. Im Anschluss an die Kategorisierung sind einzelne (zentrale) Normen herauszugreifen und näher zu betrachten.

2.1. Normen rein gesellschaftsrechtlicher Natur

- 1010 Die Lehre qualifiziert einzelne Normen von Art. 125 ff. FinfraG als gesellschaftsrechtlicher Natur. Die einzelnen Autoren qualifizieren dabei unterschiedliche Vorschriften als (rein) gesellschaftsrechtlich. So werden etwa folgende Vorschriften vereinzelt als ausschliesslich oder zumindest überwiegend gesellschaftsrechtlich qualifiziert: die Regelung der Angebotspflicht (Art. 135 FinfraG)¹⁹⁷⁰ und des Opting-out (Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG),¹⁹⁷¹ die Regelung der Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft (Art. 132 FinfraG),¹⁹⁷² die Regeln zu den Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft (Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 36 UEV)¹⁹⁷³ bzw. nur zu den offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzenden Abwehrmassnahmen (Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV)¹⁹⁷⁴ und die Regelung des Squeeze-out (Art. 137 FinfraG)¹⁹⁷⁵.
- 1011 Dabei lässt sich in Bezug auf kaum eine Norm hinsichtlich der Qualifikation eine Übereinstimmung der Lehrmeinungen finden:
- 1012 Zur Regelung der *Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft* finden sich diametral entgegenstehende Lehrmeinungen, indem sie teilweise als gesellschaftsrechtlich qualifiziert wird, da sie das Kompetenzgefüge von Generalversammlung und Verwaltungsrat regle,¹⁹⁷⁶ während andere Autoren die Vorschrift als primär marktfunktionsschützende Norm öffentlich-rechtlicher Natur qualifizieren.¹⁹⁷⁷ In einem breiteren Kontext ist schon die Qualifikation der *Pflichten*

¹⁹⁷⁰ TEDJANI, 222.

¹⁹⁷¹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7; TEDJANI, 226.

¹⁹⁷² BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7.

¹⁹⁷³ BRÜGGER/DUBS, Anwendbarkeit Übernahmerecht, 45; TEDJANI, 226 ff.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 397.

¹⁹⁷⁴ HÖHN/LANG/ROELLI, 482; TEDJANI, 226 ff.

¹⁹⁷⁵ Siehe die zahlreichen Nachweise hinten [N 1017](#).

¹⁹⁷⁶ Nach TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 397, entspreche dies der «überwiegenden Auffassung», was aber nur in Bezug auf den Eingriff ins Kompetenzgefüge der Gesellschaft zutrifft, nicht aber die Qualifizierung der Regelung als gesellschaftsrechtlich. Zum Eingriff ins Kompetenzgefüge siehe BAUMANN, 4; BERNET, 276; BERTSCHINGER, 331; BLAAS/PETER/ROOS, 185; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 49; FRAUENFELDER, 125; NOBEL, Querbezüge, 466; WERLEN St., Rechtsstellung Zielgesellschaft, 226.

¹⁹⁷⁷ HÖHN/LANG/ROELLI, 480.

der Zielgesellschaft umstritten: Während diese teilweise insgesamt als gesellschaftsrechtlich qualifiziert werden,¹⁹⁷⁸ sehen andere sie als kapitalmarktrechtliche bzw. öffentlich-rechtliche Norm, da sie als kapitalmarktrechtliche Informationspflicht dem Funktionenschutz diene (Art. 132 Abs. 1 FinfraG) bzw. die Funktionsfähigkeit des Unternehmenskontrollmarktes sichern wolle (Art. 132 Abs. 2 FinfraG).¹⁹⁷⁹ Bei den Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft kann zwischen den einzelnen Pflichten differenziert werden. Zu diesen Pflichten werden insbesondere die *Berichterstattungspflicht*, das *Fairnessgebot*, die *Gleichbehandlungspflicht* und die Pflichten in Bezug auf Abwehrmassnahmen gerechnet, wobei sich diese teilweise überschneiden und ergänzen.¹⁹⁸⁰ Deshalb ist ohnehin fraglich, ob die Bestimmung der Rechtsnatur oder von Regelungs- und Schutzzweck für eine einzelne Pflicht getrennt überhaupt sinnvoll ist.

Die Anwendung der dargelegten *Qualifikationskriterien* auf die verschiedenen Pflichten der Zielgesellschaft kann jedenfalls keine Qualifizierung als *rein* gesellschaftsrechtlich unterstützen: Die Pflichten des Verwaltungsrats weisen durchaus organisationsrechtliche Aspekte auf und beschlagen innergesellschaftsrechtliche Thematiken. Die Gleichbehandlung hat mindestens auch eine mitgliedschaftliche Dimension, während etwa die Regelung der Abwehrmassnahmen für das interne Kompetenzgefüge der Organe relevant ist.¹⁹⁸¹ Sie weisen somit zweifellos gesellschaftsrechtliche Charakteristiken auf. Jedoch weisen sie auch starke marktorientierte Aspekte auf, indem sie insgesamt die Funktionsfähigkeit des Marktes schützen und mittels Transparenz- bzw. Informationspflichten Anlegerschutzgedanken Rechnung tragen. Dies gilt für alle Pflichten des Verwaltungsrats: Während die Berichterstattungspflicht primär der Markttransparenz dient, soll die Gleichbehandlungspflicht (bei konkurrierenden Angeboten) faire Rahmenbedingungen für den Unternehmenskontrollmarkt schaffen.¹⁹⁸² Das Fairnessgebot ist in seinen konkreten Ausprägungen mehrschichtig (eine Neutralitätspflicht besteht m. E. im

¹⁹⁷⁸ So BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7.

¹⁹⁷⁹ FRAUENFELDER, 71 ff. und 103 ff.; HÖHN/LANG/ROELLI, 477 und 480.

¹⁹⁸⁰ Siehe statt vieler BÖCKLI, § 7 N 164 ff.; HOCH, 362 ff.

¹⁹⁸¹ ZOBL/KRAMER S., 116.

¹⁹⁸² BGE 133 II 232 E. 3.1.2.

schweizerischen Recht nicht),¹⁹⁸³ soll aber insgesamt Fairness im Übernahmeverfahren garantieren und ein level playing field ohne jede Verzerrung schaffen.¹⁹⁸⁴ Auch bei den Abwehrmassnahmen steht die Sicherstellung eines fairen Auktionsverfahrens im Vordergrund (durch Entschärfung des Prinzipal-Agent-Konflikts).¹⁹⁸⁵ Das gilt selbst für die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzenden Abwehrmassnahmen (Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV).¹⁹⁸⁶ Damit weisen sie auch kapitalmarktrechtliche Charakteristiken auf. Meines Erachtens ist deshalb eine Qualifikation als rein gesellschaftsrechtlich für alle Pflichten des Verwaltungsrats und damit auch für das Verbot der Abwehrmassnahmen klar zu verwerfen.¹⁹⁸⁷

- 1014 Dasselbe gilt für die *Angebotspflicht*. Der Grundgedanke der Angebotspflicht ist zweifellos mitgliedschaftlicher Natur, indem es um das Verhältnis der Aktionäre zueinander (Minderheitsaktionär zu kontrollierendem Aktionär) sowie um den Schutz der Minderheitsaktionäre als Verbandsmitglieder geht.¹⁹⁸⁸ Damit weist die Angebotspflicht zentrale gesellschaftsrechtliche Aspekte auf. Daneben ist aber auch anerkannt, dass der Regelung ebenfalls der kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz sowie der Vertrauens- und Erwartungsschutz zugunsten der Anleger sowie das Funktionieren des Aktienmarktes zugrunde liegen.¹⁹⁸⁹ Insofern stelle die Angebotspflicht als Kontrahierungszwang eine besondere Marktverhaltensregel dar.¹⁹⁹⁰ Damit sind der Angebotspflicht auch kapitalmarktrechtliche Merkmale zu attestieren,¹⁹⁹¹ sodass

¹⁹⁸³ Die Frage, ob das FinfraG eine Neutralitätspflicht des Verwaltungsrats schafft, ist in der Lehre umstritten. Während ein Teil der Lehre dies bejaht (etwa ausführlich BÜHLER, Neutralitätspflicht, 21 ff.), ist m. E. der ablehnenden Ansicht zuzustimmen, wonach schon die Pflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zur Stellungnahme zum Angebot nach Art. 132 Abs. 1 FinfraG zeigt, dass den Verwaltungsrat keine Neutralitätspflicht trifft, so JENTSCH, 92, ebenso ablehnend BÖCKLI § 7 N 184; HOCH, 364; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 528; SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 133 N 14.

¹⁹⁸⁴ BÖCKLI, § 7 N 187; HOCH, 364; MÜLLER/LIPP/PLÜSS, 528.

¹⁹⁸⁵ BÖCKLI, § 7 N 189 ff.; JENTSCH, 484 f.

¹⁹⁸⁶ Dabei handelt es sich ohnehin um eine prozedurale Verweismassnahme, welcher der UEK erlaubt, eine gesellschaftsrechtliche Frage zu beurteilen, siehe sogleich [N 1016](#).

¹⁹⁸⁷ Siehe zum Mischcharakter ausführlicher hinten [N 1021](#).

¹⁹⁸⁸ BGE 130 II 530 E. 5.3.1; VON DER CRONE, Angebotspflicht, 45 f.

¹⁹⁸⁹ BLAAS, 21; BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 7 ff.; HÖHN/LANG/ROELLI, 457 f.; VON DER CRONE, Angebotspflicht, 49; ebenfalls die Sicht des Kapitalmarkts mindestens berücksichtigend BGE 130 II 530 E. 5.3.1.

¹⁹⁹⁰ BÖCKLI, Börsengesetz von 1995, 259.

¹⁹⁹¹ BLAAS, 14; siehe ausführlich zu den kapitalmarktrechtlichen Aspekten der Angebotspflicht für Deutschland EGGERS, 9 ff.

auch hier eine Qualifizierung als rein gesellschaftsrechtlich fehlschlägt. Das Pflichtangebot bildet gar das «funktionale Bindeglied» zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, indem sich die beiden Rechtsgebiete in ihrer minderheitenschützenden Zielrichtung überlappen.¹⁹⁹²

Zur Thematik der Angebotspflicht ist auch das *Opting-out* nach Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG zu rechnen. Obwohl das *Opting-out* teilweise separat als gesellschaftsrechtlich qualifiziert wird,¹⁹⁹³ ist m. E. eine isolierte Betrachtung abzulehnen. Die Befreiungsmöglichkeit mittels Gesellschafterbeschluss und Statutenänderung stellt zwar augenscheinlich eine gesellschaftsrechtliche Thematik dar. Das *Opting-out* kann aber – als Möglichkeit zur Befreiung von der Angebotspflicht – nicht losgelöst von den weiteren Normen zur Angebotspflicht betrachtet werden. Es ist Teil der Gesamtregelung der Angebotspflicht, welche als gesetzgeberische Kompromisslösung nur insgesamt betrachtet werden kann.¹⁹⁹⁴ Anstatt des *Opting-out* kann eine Befreiung von der Angebotspflicht ebenfalls durch Verfügung der UEK geschehen (Art. 136 FinfraG i. V. m. Art. 40 f. FinfraV-FINMA), was wiederum eher die kapitalmarktrechtliche Komponente der Angebotspflicht widerspiegelt.¹⁹⁹⁵ Somit ist das *Opting-out* als gesellschaftsrechtlicher Aspekt der Angebotspflicht zu betrachten, diese ist aber insgesamt nicht rein gesellschaftsrechtlicher Natur. 1015

In diesem Zusammenhang ist ein Blick auf die *Verweise* des FinfraG auf das Gesellschaftsrecht zu werfen. In den Übernahmeregeln des FinfraG wird zweifach ausdrücklich Bezug zum Gesellschaftsrecht genommen: Im Zusammenhang mit dem (nachträglichen) *Opting-out* verweist Art. 125 Abs. 4 FinfraG auf die Benachteiligung nach Art. 706 OR als Anfechtungsgrund bei Generalversammlungsbeschlüssen. Sodann sind nach Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV Abwehrmassnahmen, die «offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen» unzulässig. Gemäss Literatur handelt es sich hierbei jedoch nicht um gesellschaftsrechtliche Normen des FinfraG, sondern bloss um *prozedurale Verweisnormen*; d. h. die materielle Regelung gilt ohnehin als Teil des Gesellschaftsrechts, der Verweis im FinfraG dient nur als Kompetenzgrundlage für 1016

¹⁹⁹² Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 1 N 16 ff. und 26.

¹⁹⁹³ So BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7; TEDJANI, 226.

¹⁹⁹⁴ Siehe dazu Fn 1535.

¹⁹⁹⁵ So erfolgt bspw. nach Art. 40 Abs. 1 lit. b FinfraV-FINMA eine Befreiung, wenn die Überschreitung des Schwellenwerts durch Banken oder Effektenhändler im Rahmen einer Festübernahme geschieht, wobei die kapitalmarktrechtlichen Gegebenheiten im Vordergrund stehen.

das Eingreifen der UEK.¹⁹⁹⁶ Dieser Kompetenzerweiterung wird ein Anleger-schutzgedanke zugrunde gelegt, indem bei Übernahmen ein rasches Ein-greifen durch die UEK ermöglicht werden soll.¹⁹⁹⁷ Die Verweisnorm könnte insofern gar als kapitalmarktrechtlicher Art qualifiziert werden.¹⁹⁹⁸ Aus kollision-rechtlicher Sicht kann die Verweisnorm insofern als allseitig verstanden werden (d. h. ein Verweis auf ausländisches Recht ist möglich). Allerdings han-delt es sich nicht um eine eigentliche Kollisionsnorm, da sie eben nur prozedu-ral verweist.

- 1017 Einzig die Regelung des *Squeeze-out* nach Art. 137 FinfraG wird von der Lehre übereinstimmend materiell als *rein gesellschaftsrechtlicher Natur* qualifi-ziert.¹⁹⁹⁹ Der Lehre hat sich auch die UEK insofern angeschlossen, als sie die Regelung als rein privatrechtlich qualifiziert.²⁰⁰⁰ Die Vorschriften über die Kraftloserklärung werden als äusserst eng mit dem Gesellschaftsrecht ver-bunden eingeordnet, da Beteiligungsrechte an der Gesellschaft für kraftlos er-klärt und neu ausgegeben werden.²⁰⁰¹ Die Kraftloserklärung betreffe das Ver-hältnis zwischen Gesellschaft und Aktionär und somit Kernfragen des Gesellschaftsrechts.²⁰⁰² Da sich die Problematik des Ausschlusses von Minder-heitsaktionären auch ausserhalb des Übernahmerechts stelle, führe auch eine funktionale Betrachtung zur Qualifikation als gesamtgesellschaftsrechtliche

¹⁹⁹⁶ Für den Verweis beim Opting-out siehe THÉVENOZ/ROOS, 40; der Literatur folgt auch die UEK, siehe Verfügung 594/01 der UEK vom 5.3.2015 i. S. Sika AG, E. 1.2.2.; die Praxis der UEK wird in der Literatur teilweise kritisiert, siehe etwa BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 22 ff.; für den Verweis im Zusammen-hang mit den Abwehrmassnahmen siehe HÖHN/LANG/ROELLI, 482; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 37 N 2; ZOBL/KRAMER S., 118.

¹⁹⁹⁷ SCHENKER, Übernahmerecht, 622.

¹⁹⁹⁸ Zum Umgang mit Verweisen auf das Schweizer Gesellschaftsrecht im Falle einer ausländi-schen Zielgesellschaft siehe hinten [N 1050](#).

¹⁹⁹⁹ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 82; BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Vor Art. 125-141 FinfraG N 6; HÖHN/LANG/ROELLI, 449 f.; SCHENKER, Übernahmerecht, 397; TEDJANI, 234; TSCHÄNI, Squeeze-out, 41; ZOBL/KRAMER S., 51; zumindest von einer engen Verbundenheit mit dem Gesellschaftsrecht sprechend SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; a. A. CR CO II-BAHAR, Art. 137 LIMF N 7. Für eine Einordnung des Squeeze-out als gesellschaftsrechtlich in Deutschland siehe VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisi-onsrecht, 230.

²⁰⁰⁰ Empfehlung II 0161/02 der UEK vom 11.6.2003 i. S. InCentive Capital AG, E. 5.4.1.

²⁰⁰¹ SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; TSCHÄNI, Squeeze-out, 41.

²⁰⁰² SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.

Problematik.²⁰⁰³ Auch der zivilrechtliche Klageweg sowie der Schutz primär individueller Interessen liessen auf eine privatrechtliche Zuordnung schliessen.²⁰⁰⁴

Meines Erachtens ist diesen Ausführungen bei Überprüfung mit den eigenen 1018 Qualifikationsmerkmalen zuzustimmen: Die Kraftloserklärung und die Neuausgabe der Beteiligungspapiere treffen zweifellos Kernfragen des Verhältnisses zwischen Gesellschaft und Aktionären und somit eine mitgliedschaftliche Thematik. Sie wirkt sich unmittelbar und entscheidend auf die Gesellschaftserstellung und die Mitgliederstruktur aus und beschlägt damit offensichtlich eine aktienrechtliche Grundthematik.²⁰⁰⁵ Gemäss Gesetzgeber liegt dem Squeeze-out die Abwägung privater Interessen des Mehrheitsaktionärs gegenüber den Minderheitsaktionären zugrunde.²⁰⁰⁶ Während der Schutz individueller Interessen des (Mehrheits-)Aktionärs im Zentrum steht, wird der potenzielle Anleger hingegen nicht geschützt. Die Norm ist nicht am Markt orientiert, sondern mitgliedschaftlich, indem sie auf den Interessenausgleich zwischen Mehr- und Minderheitsaktionären fokussiert.²⁰⁰⁷ Damit weist sie klar gesellschaftsrechtliche Züge auf. Auch der zivilrechtliche Klageweg bestätigt, dass der Gesetzgeber wohl von einer privatrechtlichen Qualifikation ausging. Ein Marktbezug der Regelung ist hingegen nicht auszumachen, sondern der Schutzzweck ist einseitig an gesellschaftsrechtlichen Überlegungen orientiert.

Obwohl systematisch im Übernahmearbeitsrecht eingeordnet, handelt es sich bei Art. 137 FinfraG demnach m. E. materiell um eine *rein gesellschaftsrechtliche* Norm. Neben den gesellschaftsrechtlichen Charakteristiken der Regelung sprechen auch praktische Gründe für eine Qualifizierung des Squeeze-out als privatrechtlich.²⁰⁰⁸ 1019

Bei der Suche nach rein gesellschaftsrechtlichen Normen ist folgendes Zwischenfazit zu ziehen: Unter den diversen Vorschriften, deren Rechtsnatur in der Literatur als gesellschaftsrechtlicher Art diskutiert werden, weisen diverse 1020

²⁰⁰³ So VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 230, und VON HEIN, Kodifikation, 555, für Deutschland, wobei diese Aussage für die Schweizer Rechtsordnung ebenfalls gilt, was sich in der Regelung des Squeeze-out gemäss FusG zeigt, siehe vorne [N 494 ff.](#)

²⁰⁰⁴ Vgl. SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 45; SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.

²⁰⁰⁵ Vgl. BSK FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 1 ff.

²⁰⁰⁶ Botschaft BEHG 1993, 1419.

²⁰⁰⁷ Das Interesse des Mehrheitsaktionärs an einer 100% Beteiligung ist umso grösser, je näher seine Quote zum Alleineigentum rückt, während die letzten 2% der Aktien es nicht mehr erlauben, eine sinnvolle Rolle als Minderheitsaktionär zu spielen, so BÖCKLI, § 7 N 236a.

²⁰⁰⁸ Siehe sogleich [N 1030 ff.](#)

Regelungen zwar (teils zentrale) gesellschaftsrechtliche Bezüge auf. Jedoch lassen sich bei diesen jeweils auch kapitalmarktrechtliche Aspekte finden, was die uneinheitliche Qualifizierung in der Literatur zur Folge hat. Auf diese gemischten Normen wird weiter einzugehen sein. Als rein *gesellschaftsrechtlicher Natur* ist – sowohl nach h. L. als auch gemäss der eigenen Untersuchung – *einzig der Squeeze-out* zu identifizieren.²⁰⁰⁹ Die kollisionsrechtliche Konsequenz dieser Verortung ist näher zu betrachten.

2.2. Kapitalmarktrechtliche Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten

- 1021 Wie vorne dargelegt, ist eine trennscharfe ausschliessliche Zuweisung von Normen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Natur im FinfraG m. E. nicht abschliessend möglich. Ein Grossteil der Normen weist sowohl kapitalmarktrechts- als auch gesellschaftsrechtstypische Züge auf. Damit einher geht – teilweise, jedoch nicht zwingend – die Qualifikation als Doppelnormen, d. h. als Normen, die zugleich privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Vorschriften darstellen und deren Durchsetzung gespalten sein kann.²⁰¹⁰
- 1022 Neben dem Mischcharakter der eben dargestellten Vorschriften, welche erhebliche gesellschaftsrechtliche Charakteristiken aufweisen, sind die weiteren Vorschriften kurz zu betrachten. Diesen wird in der Lehre teilweise *insgesamt* eine kapitalmarktrechtliche Natur attestiert.²⁰¹¹ Aufgrund der rechtsgebietsübergreifenden Natur des Kapitalmarktrechts *allgemein*²⁰¹² schliesst diese Einordnung aber noch nicht aus, dass gesellschaftsrechtstypische Aspekte gefunden werden können. Deshalb wird in der Literatur vereinzelt eine weitere Unterteilung in gemischte Normen und rein börsen- bzw. kapitalmarktrechtliche Normen vorgenommen.²⁰¹³
- 1023 Soll nicht jede Norm einzeln qualifiziert werden, sondern nur eine Grobübersicht über die Übernahmeregeln gegeben werden, so zeigt sich ein gemischtes Bild: Wie dargelegt weisen schon die zentralen Normen zur *Angebotspflicht* (Art. 135 FinfraG) und zu den *Pflichten der Zielgesellschaft* (Art. 132 FinfraG) neben ihrer kapitalmarktrechtlichen Dimension gleichzeitig auch gesellschafts-

²⁰⁰⁹ Wobei diese Aussage unter den Vorbehalt zu stellen ist, dass ihr keine abschliessende Betrachtung jeder einzelnen Norm zugrunde liegt, siehe [N 1009](#).

²⁰¹⁰ FRAUENFELDER, 66; HÖHN/LANG/ROELLI, 449.

²⁰¹¹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 125 FinfraG N 7.

²⁰¹² ZOBL/KRAMER S., 11.

²⁰¹³ TEDJANI, 236 ff. und 246 ff.

rechtliche Aspekte auf. Wenn organisationsrechtliche und mitgliedschaftliche Aspekte gefunden wurden, so muss ein Mischcharakter attestiert werden. In zahlreichen weiteren Normen sind ebenfalls gesellschaftsrechtliche Charakteristiken auszumachen, z. B. bei den *Gleichbehandlungspflichten* (Aktionärsgleichbehandlung, Informationsgleichbehandlung), den *Preisvorschriften* (Schutz der aussteigenden Minderheitsaktionäre) und bei der Berechnung von Stimmrechten für Schwellenwerte.²⁰¹⁴ Die gesellschaftsrechtlichen Aspekte können von ganz unterschiedlicher Ausprägung sein, indem sie bspw. äusserst stark sind (wie etwa bei der Angebotspflicht) oder sich aber nur als Reflexwirkung einer eigentlich marktschützenden Regelung ergeben (v. a. im Schnittbereich von Anleger- und Aktionärsschutz) bzw. sich vorfrageweise stellen (z. B. bei Stimmrechtsproblematiken, vgl. Art. 34 FinfraV-FINMA).

Daneben sind auch Normen des FinfraG auszumachen, die *ausschliesslich kapitalmarktrechtlicher* Natur sind. Nach den vorne dargelegten Qualifikationskriterien sind Normen dann rein kapitalmarktrechtlicher Natur, wenn sie – ohne dabei gleichzeitig Gesellschaftsrechtsbezüge aufzuweisen – rein marktbezogen den Kapitalmarkt bzw. dessen Funktionen schützen sollen. Hierzu sind etwa die übernahmerechtlichen Meldepflichten (Art. 134 FinfraG), gewisse Pflichten der Anbieterin (z. B. die Prospektpflicht) sowie die Normen zur eigentlichen Beaufsichtigung (v. a. verfahrenstechnischer Natur) zu rechnen.²⁰¹⁵ Da sich im Zusammenhang mit diesen rein kapitalmarktrechtlichen Fragen keine besondere kollisionsrechtliche Problematik ergibt, sondern sie ordentlich nach Art. 125 FinfraG berufen werden, soll nicht weiter auf sie eingegangen werden. 1024

Da vorliegend eine Einzelqualifikation jeder Norm in Art. 125 ff. FinfraG und den entsprechenden Verordnungen unterlassen wird, ist der Hinweis anzufügen, dass für die Qualifikation der übernahmeaufsichtsrechtlichen Norm zu prüfen ist, ob sie Gesellschaftsrechtsbezüge im vorne erläuterten Sinne aufweist. Sind solche zu finden, ist der einschlägigen Norm zumindest eine gemischtrechtliche Natur zu attestieren und Überlegungen zum kollisionsrechtlichen Umgang mit ihnen sind angezeigt. 1025

Aus dem Dargelegten ergibt sich, dass eine Vielzahl der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen gesellschaftsrechtliche Aspekte aufweist. Dem grössten Teil der Normen ist deshalb ein Mischcharakter zu attestieren. Als rein gesellschaftsrechtlicher Natur verbleibt aber einzig die Regelung des Squeeze-out. 1026

²⁰¹⁴ HÖHN/LANG/ROELLI, 449, 464 f.; TEDJANI, 219;

²⁰¹⁵ HÖHN/LANG/ROELLI, 469 f.; TEDJANI, 236 ff.

3. Umgang mit rein gesellschaftsrechtlichen Normen

1027 Nachdem festgestellt wurde, dass unter den Normen von Art. 125 ff. FinfraG einzig die Regelung des Squeeze-out materiell als rein gesellschaftsrechtlicher Natur zu qualifizieren ist, stellt sich die Frage, wie damit kollisionsrechtlich umzugehen ist. Es ist konkret auf die Frage nach der Spaltung der Übernahmeaufsichtsrechts zurückzukommen. Wie vorne erarbeitet, ist eine grundlegende Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts nur mit Zurückhaltung zu prüfen. Da jedoch nur eine *einzig* Norm als rein gesellschaftsrechtlich qualifiziert wurde, ist die drohende Komplexität der Abspaltung der rein gesellschaftsrechtlichen Normen offensichtlich überschaubar und ihre praktische Handhabung wenig problematisch. Deshalb kann im Folgenden die kollisionsrechtliche Abspaltung des Squeeze-out näher betrachtet werden. Dabei ist das Augenmerk insbesondere auf die Konstellation zu legen, dass Sitz und Kotierungsort der Zielgesellschaft auseinanderfallen.

3.1. Kollisionsrechtliche Konsequenz: Anknüpfung nach Art. 154 IPRG

1028 Wie vorne ausgeführt, spricht sich die Lehre dafür aus, den Squeeze-out nicht auf Zielgesellschaften mit statutarischem Sitz im Ausland anzuwenden, auch wenn sie ansonsten dem schweizerischen Übernahmeaufsichtsrecht unterstehen.²⁰¹⁶ Die Literatur äussert sich grossteils nicht weiter zur dogmatischen Herleitung dieser Feststellung, sondern begründet dies hauptsächlich mit praktischen Überlegungen. Nur vereinzelt werden in diesem Zusammenhang kollisionsrechtliche Überlegungen angestellt.

1029 So verweist SCHENKER auf die Bestimmung des anwendbaren (Gesellschafts-)Rechts nach Art. 154 IPRG.²⁰¹⁷ Nur sofern schweizerisches Gesellschaftsrecht berufen wird, sei auch Art. 137 FinfraG anwendbar. Diesem Vorgehen ist eine Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts nach der Rechtsnatur zugrunde zu legen, indem die Regelung des Squeeze-out aus dem FinfraG herausgelöst und international-privatrechtlich angeknüpft wird.

1030 Bevor eigene kollisionsrechtliche Überlegungen angestrebt werden, sind einige *praktische Überlegungen* anzustellen, da die Hervorhebung der prakti-

²⁰¹⁶ Siehe vorne [N 934](#); SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.; SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 137 N 10; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 422; TSCHÄNI, Squeeze-out, 41; zumindest kritisch BSK FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 7.

²⁰¹⁷ Vgl. SCHENKER, Übernahmerecht, 397.

schen Probleme in der Literatur nicht grundlos erfolgt. Bei einer Zielgesellschaft mit statutarischem Sitz im Ausland treten im Zusammenhang mit dem Squeeze-out tatsächlich diverse praktische Schwierigkeiten auf:

Probleme stellen sich schon ganz grundlegend auf der Ebene der *Zuständigkeit* der Gerichte bezüglich der Kraftloserklärungsklage.²⁰¹⁸ Nach Art. 137 Abs. 1 FinfraG muss der Anbieter gegen die Gesellschaft Klage auf Kraftloserklärung erheben. Da für Klagen gesellschaftsrechtlicher Art das Gericht am Sitz der Gesellschaft zuständig ist (Art. 151 Abs. 1 IPRG bzw. Art. 2 Abs. 1 LugÜ; Art. 43 Abs. 1 ZPO),²⁰¹⁹ wäre in der Schweiz gar keine Zuständigkeit eines Zivilgerichts gegeben. Folglich wird ein ausländisches Gericht zuständig sein. Das zuständige ausländische Zivilgericht würde kaum einen schweizerischen aufsichtsrechtlichen Erlass wie das FinfraG anwenden, sondern das anwendbare Gesellschaftsrecht nach den Regeln seines internationalen Privatrechts bestimmen.²⁰²⁰ Teilweise wird die Durchführung eines Squeeze-out vor einem ausländischen Gericht als nicht problematisch angesehen, da die Schweizer Regeln ohnehin als Eingriffsnormen zur Anwendung kämen.²⁰²¹ Allerdings ist stark anzuzweifeln, dass ein ausländisches Gericht tatsächlich Art. 137 FinfraG als Eingriffsnorm anwenden würde.²⁰²² 1031

²⁰¹⁸ Ebenfalls kritisch BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 82; BSK FinfraG-RAMPINI/REITER, Art. 137 FinfraG N 7 und 27; SCHENKER, Übernahmerecht, 397 f.

²⁰¹⁹ Zur Nichtanwendbarkeit von Art. 22 LugÜ siehe REUTTER, 28. Gemäss Art. 43 Abs. 1 ZPO besteht gar eine zwingende Zuständigkeit bei Kraftloserklärungsverfahren am Sitz der Gesellschaft, was auch für Squeeze-out-Verfahren gilt, siehe OFK BEHG-WEBER R., Art. 33 N 10.

²⁰²⁰ Aus der Tatsache, dass in der Schweiz keine Zuständigkeit gegeben ist, könnte auch das Argument abgeleitet werden, dass in der Praxis insofern gar kein Problem mit dem Squeeze-out bei ausländischen Zielgesellschaften gegeben ist, da Art. 137 FinfraG mangels Zuständigkeit der Schweizer Gerichte in diesen Fällen ohnehin nie zur Anwendung kommt. Diese Argumentationsweise wäre aber insofern unbefriedigend, als sie die der Frage zugrundeliegende Problematik ignoriert und die dogmatische Auseinandersetzung mit ihr meidet.

²⁰²¹ So CR CO II-BAHAR, Art. 137 LIMF N 24.

²⁰²² Das ausländische Gericht würde das anwendbare Recht gemäss seinem eigenen internationalen Privatrecht bestimmen und dabei vermutlich (gemäss Sitz- oder Inkorporationsprinzip) das eigene Gesellschaftsrecht berufen, welches die Problematik des Squeeze-out entweder regelt oder bewusst nicht vorsieht. Es ist hingegen nicht davon auszugehen, dass es eine (aus seiner Perspektive) ausländische Norm privatrechtlicher Natur als ausländische Eingriffsnorm zur Anwendung bringt.

- 1032 Auch bei einer (*hypothetischen*) *Zuständigkeit* eines Schweizer Gerichts würden weitere praktische Probleme bei der Durchführung des Squeeze-out bei einer ausländischen Gesellschaft auftreten. Das angerufene Zivilgericht muss über die Kraftloserklärung und Neuausgabe von Mitgliedschaftsrechten entscheiden. Den Entscheid über den Squeeze-out nach Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht vorzunehmen, wenn die Gesellschaft – und damit die Thematik der Gesellschaftserstellung, des Aktionärs- und Minderheitenschutzes etc. – ausländischem Gesellschaftsrecht untersteht, würde auch aus praktischer Sicht wenig Sinn machen. Das Schweizer Gericht müsste berechnen, ob 98 Prozent der Stimmrechte erreicht sind und mit Gestaltungsurteil die Beteiligungspapiere für kraftlos erklären sowie die Gesellschaft anweisen, neue Aktien auszugeben. Für diese gesellschaftsrechtlichen Fragen ist eine Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts über das System des internationalen Privatrechts ohnehin unumgänglich. Dazu käme die Problematik der *internationalen Durchsetzung* des rechtsgestaltenden Entscheids des Schweizer Gerichts. Aus diesen Gründen kann m. E. den Lehrmeinungen, wonach Art. 137 FinfraG bei ausländischen Zielgesellschaften nicht angewandt werden könne, im Ergebnis zugestimmt werden. Es gilt zu prüfen, ob dieses Ergebnis auch kollisionsrechtlich gestützt werden kann.
- 1033 Der Nichtanwendbarkeit der Squeeze-out-Regelung bei ausländischen Zielgesellschaften können folgende kollisionsrechtliche Überlegungen zugrunde gelegt werden:
- 1034 Bei der Qualifizierung einer Norm als rein gesellschaftsrechtlich ist aus Sicht des internationalen Privatrechts die *naheliegende Konsequenz*, diese wie das «gewöhnliche» Gesellschaftsrecht» nach den Bestimmungen des IPRG direkt (d. h. nicht über den Weg einer Eingriffsnorm bzw. Art. 125 FinfraG) über das allseitige System des internationalen Privatrechts zu berufen. Für die Regelung des Squeeze-out bedeutet die Qualifikation als gesellschaftsrechtlich demzufolge, dass die diesbezüglichen Vorschriften (Art. 137 FinfraG und Art. 120 f. FinfraV) zusammen mit dem allgemeinen Gesellschaftsrecht nach Art. 154 f. IPRG berufen werden. Der Squeeze-out kann unter die interne Beziehung zwischen Gesellschaft und Gesellschaftern i. S. v. Art. 155 lit. f IPRG subsumiert werden.²⁰²³
- 1035 Eine solche international-privatrechtliche Vorgehensweise verfolgen im Ansatz auch BRÜGGER/DUBS mit ihrer dargestellten Lehrmeinung, indem sie

²⁰²³ Deshalb ist entgegen BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76 f., nicht von der gewöhnlichen Bestimmung des Gesellschaftsstutats abzuweichen.

übernahmeaufsichtsrechtliche Normen, welche ihrem materiellen Gehalt zufolge Gesellschaftsrecht darstellen, international-privatrechtlich handhaben wollen.²⁰²⁴ Allerdings wollen sie dabei – aufgrund der Besonderheiten des Kapitalmarktbezugs – die Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts in Abweichung von Art. 154 IPRG nach besonderen Anknüpfungsprinzipien und Methoden vornehmen.²⁰²⁵

Auch ein *rechtsvergleichender Blick* spricht für eine international-privatrechtliche Vorgehensweise: Wie gesehen wird nach der ÜRL bei einer Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts u. U. auf das ausländische Gesellschaftsrecht verwiesen, während das WpÜG die Anwendbarkeit der eigenen gesellschaftsrechtlichen Normen zurückerhält. Die Regelung im WpÜG zum Squeeze-out wird bei Zielgesellschaften mit Sitz im Ausland für nicht anwendbar erklärt,²⁰²⁶ sodass das Gesellschaftsrecht des Sitz- bzw. Inkorporationsstaates zur Anwendung kommt. Die Kollisionsnorm des WpÜG ist diesbezüglich im Sinne einer international-privatrechtlichen Verweisung auszulegen.²⁰²⁷ Die Anknüpfung gesellschaftsrechtlicher Normen kann demnach – trotz Einordnung in einem übernahmeaufsichtsrechtlichen Erlass – nach dem System des internationalen Privatrechts vorgenommen werden. 1036

Das bedeutet gleichzeitig, dass kollisionsrechtlich *keine* Unterscheidung zwischen allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Fragen und übernahmegesellschaftsrechtlichen Fragen zu machen ist.²⁰²⁸ Adaptiert auf das Schweizer Recht zeigt dies, dass zwischen Art. 137 FinfraG und dem Gesellschaftsrecht des OR kollisionsrechtlich bzw. anknüpfungstechnisch keine Unterscheidung gemacht werden muss. 1037

Der gegenteilige Ansatz wäre, auch bei materiell gesellschaftsrechtlicher Natur einer Regelung des FinfraG, diese entsprechend ihrer formellen Einordnung wirtschaftskollisionsrechtlich mit dem allgemeinen Anwendungsbereich des FinfraG zu erfassen. Die Anknüpfung würde mittels *wirtschaftskollisionsrechtlicher Methodik* erfolgen, d. h. unabhängig von den international-privatrechtlichen Verweisungsnormen. Wie gesehen würde eine einheitliche Rege- 1038

²⁰²⁴ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 75 f., die aber zahlreiche weitere Normen des Übernahmeaufsichtsrechts dem Gesellschaftsstatut zuweisen wollen.

²⁰²⁵ BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 76 f.

²⁰²⁶ So ist gemäss § 1 Abs. 2 und 3 WpÜG i. V. m. § 1 Ziff. 18 und 19 und § 2 WpÜG-Anwendbarkeitsverordnung und § 39a WpÜG sowie § 39b WpÜG die Regelung des Squeeze-out nur bei Zielgesellschaften mit Sitz in Deutschland anwendbar.

²⁰²⁷ ACKERMANN, 289.

²⁰²⁸ JOSEPH, 260.

lanknüpfung nach Art. 125 FinfraG jedoch die rein gesellschaftsrechtliche Natur des Squeeze-out ignorieren, die Koordination mit dem internationalen Privatrecht vernachlässigen und die aufgezeigten praktischen Schwierigkeiten mit sich bringen. Ein wirtschaftskollisionsrechtlicher Ansatz würde allerdings nicht ausschliessen, die Besonderheiten der gesellschaftsrechtlichen Natur im Rahmen der wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen zu berücksichtigen. Konkret hiesse das, dass für die Regelung des Squeeze-out nach FinfraG eigenständige Kollisionsregeln gesucht würden.²⁰²⁹

- 1039 Bei einer solchen Vorgehensweise würde kollisionsrechtlich zwischen gewöhnlichen gesellschaftsrechtlichen Fragen und übernahmegesellschaftsrechtlichen Fragen (konkret dem Squeeze-out) differenziert werden.²⁰³⁰ Diese Vorgehensweise ist m. E. aus zwei Gründen abzulehnen: Erstens würde diese «innergesellschaftsrechtliche» Unterscheidung zu zusätzlichen Qualifikationsfragen bei der Abgrenzung führen,²⁰³¹ da die Regelung des Squeeze-out mit anderen gesellschaftsrechtlichen Fragen untrennbar verbunden ist. Zweitens wird die Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts ja vor dem Hintergrund diskutiert, die für gesellschaftsrechtliche Fragen «sachnähere» Rechtsordnung zu finden. Diese Vorgehensweise ist jedoch den wirtschaftskollisionsrechtlichen Kollisionsnormen weitgehend fremd; hingegen hätten die international-privatrechtlichen Normen gerade dies zum Ziel. Sodann wurde im Rahmen der Ausführungen zum Übernahmegesellschaftsstatut der Grundsatz der einheitlichen Anknüpfung im Gesellschaftsrecht dargelegt.²⁰³² Es ist demnach wünschenswert, die Regelung des Squeeze-out konsequent in Übereinstimmung mit dem allgemeinen Gesellschaftsrecht zu berufen. Ein solcher – sich vom international-privatrechtlichen Vorgehen abgrenzender – Ansatz ist deshalb zu verwerfen, sofern sich die – m. E. dogmatisch richtige – international-privatrechtliche Vorgehensweise praktisch handhaben lässt.

²⁰²⁹ In der Schweiz stimmen das FinfraG und das IPRG immerhin dahingehend überein, als der statutarische Sitz der Gesellschaft massgebend ist und somit wirtschaftskollisionsrechtlich und international-privatrechtlich im Ausgangspunkt dieselben Anknüpfungsprinzipien dominieren. Während sich im deutschen Recht der Sitzbegriff nach dem WpÜG (Inkorporationstheorie) vom allgemeinen Sitzverständnis (Sitztheorie) unterscheidet, siehe ACKERMANN, 288 f.

²⁰³⁰ So JOSENHANS, 260, der diese Differenzierung aber ablehnt.

²⁰³¹ JOSENHANS, 260.

²⁰³² Siehe vorne [N. 543](#).

Die *Konsequenzen* einer Berufung der Squeeze-out-Regelung über Art. 154 IPRG sind näher zu prüfen. Es liegt eine allseitige Verweisungsnorm vor, weshalb die verschiedenen *Konstellationen* anzuschauen sind: 1040

Hat die Zielgesellschaft ihren *statutarischen Sitz in der Schweiz*, so wird gemäss IPRG Schweizer Gesellschaftsrecht berufen und damit wäre auch Art. 137 FinfraG anwendbar. Dies gilt unabhängig von der Anwendbarkeit der Übernahmeregeln nach Art. 125 FinfraG, d. h. auch bei Gesellschaften, welche ausschliesslich im Ausland kotiert sind und deshalb den schweizerischen Übernahmeregeln nicht unterstehen. Demzufolge wäre ein übernahmerechtlicher Squeeze-out nach Schweizer Recht möglich, auch wenn die Übernahme nach ausländischem (Übernahmeaufsichts-)Recht erfolgt. Grössere praktische Probleme hierfür sind nicht ersichtlich. Es dürfte eine Zuständigkeit in der Schweiz gegeben sein und das Zivilgericht kann das Kraftloserklärungsverfahren nach Art. 137 FinfraG und Art. 120 f. FinfraV (insb. Berechnung der Stimmrechte, Kraftloserklärung, Neuausgabe der Beteiligungsrechte und Veröffentlichung im Amtsblatt) problemlos nach dem Schweizer Gesellschaftsrecht durchführen. Die Regelung lässt gar einen gewissen Spielraum, um auf die Besonderheiten bei einer ausländischen Kotierung einzugehen.²⁰³³ Sollte in einem besonderen Fall gleichzeitig anwendbares ausländisches Börsenrecht dem Squeeze-out nach FinfraG entgegenstehen, so müsste dies über die Eingriffsnormenthematik gelöst werden.²⁰³⁴ Würde der Squeeze-out hingegen nicht international-privatrechtlich, sondern über Art. 125 FinfraG angeknüpft, so käme eine Anwendung unter der genannten Konstellation gar nicht in Frage, obwohl Bedarf für eine Durchführung des Squeeze-out bestehen kann. 1041

Hat die *Zielgesellschaft ihren Sitz im Ausland* und eine Kotierung in der Schweiz, so wäre nach Art. 154 IPRG ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar. Somit entfällt auch die Anwendung der Squeeze-out-Regelung nach Art. 137 FinfraG, trotz grundsätzlicher Anwendbarkeit des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts. Das entspricht der Forderung in der Literatur, den 1042

²⁰³³ So kann etwa das Gericht nach Art. 121 Abs. 2 FinfraV anstelle der Veröffentlichung im Amtsblatt in besonderen Fällen noch in anderer Weise für angemessene Veröffentlichung sorgen, sodass es bei einer ausländischen Kotierung etwa die Publikation im Ausland veranlassen kann.

²⁰³⁴ Insbesondere ist es m. E. kein unauflösbares Problem, wenn das ausländische Recht ebenfalls die Möglichkeit eines Squeeze-out vorsieht. In diesem Fall könnte die Übernehmerin alternativ das Vorgehen nach dem Schweizer oder ausländischen Recht wählen. Bei einem Vorgehen nach dem ausländischen Recht würden die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen über Art. 19 IPRG ins schweizerische Gesellschaftsrecht «eingreifen».

Squeeze-out bei ausländischen Zielgesellschaften nicht anzuwenden, und deckt sich mit der ohnehin fehlenden Zuständigkeit in der Schweiz. Bei beiden Konstellationen zeigt die international-privatrechtliche Anknüpfung demnach ein wünschenswertes Ergebnis.

- 1043 Die Regelung des Squeeze-out lässt sich m. E. kollisionsrechtlich reibungslos aus dem FinfraG lösen, weil sie mehrere Besonderheiten aufweist: Neben der rein gesellschafts- und privatrechtlichen Rechtsnatur handelt es sich auch um eine relativ *isolierte Regelung*, indem sie ein eigenständiges Verfahren im Nachgang an die Übernahme ermöglicht. Dieses Verfahren lässt sich auch nach dem Schweizer Recht durchführen, wenn die eigentliche Übernahme ausländischem Recht unterstellt war, ohne dass besondere Schwierigkeiten zu erwarten sind. Auch die allgemeinen Bedenken, die kollisionsrechtliche Abspaltung einzelner Normen würde die konzeptionelle Einheit des Übernahmerechts zerreissen,²⁰³⁵ gelten deshalb m. E. hinsichtlich des Squeeze-out nicht. Dazu kommt die Sonderstellung, welche durch die zivilrechtliche Zuständigkeit geschaffen wird: Die Anknüpfung über Art. 154 IPRG beim Squeeze-out wird faktisch auch durch die zivilrechtliche Zuständigkeit unterstützt, indem ein Zivilgericht als Ausgangspunkt ohnehin über das IPRG das anwendbare Recht bestimmen wird, während eine Aufsichtsbehörde diesbezüglich wohl grössere Zurückhaltung zeigen würde.
- 1044 Damit erweist sich die *kollisionsrechtliche Konsequenz* der Qualifikation des Squeeze-out als rein gesellschaftsrechtlich – die Erfassung über die Methodik des internationalen Privatrechts – als durchführbar. Die im Allgemeinen gegen eine Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts vorgebrachten praktischen und dogmatischen Bedenken sind beim Squeeze-out nicht angezeigt. Während die praktische Handhabung der Aufgliederung im Allgemeinen mit guten Argumenten angezweifelt werden kann,²⁰³⁶ muss in Bezug auf die Herauslösung des Squeeze-out im Gegenteil der Schluss gezogen werden, dass diese erhebliche praktische Schwierigkeiten verhindert. Auch die bei Anwendung von Art. 137 FinfraG auf ausländische Gesellschaften drohenden Normenkonflikte²⁰³⁷ lassen sich durch die international-privatrechtliche Anknüpfung vermeiden. Sprechen Wortlaut und Konzeption von Art. 125 FinfraG zwar auf den ersten Blick gegen eine kollisionsrechtliche Abspaltung von Art. 137 FinfraG, so stützen vertiefte international-privatrechtliche Überlegungen diese m. E. hingegen.

²⁰³⁵ MEIER-SCHATZ/GASSER, Anwendungsbereich, 121 f.

²⁰³⁶ RÜEDI, 55 f.

²⁰³⁷ Auf diese weisen etwa IFFLAND/VAISY, 130, berechtigterweise hin.

Die kollisionsrechtliche Herauslösung des Squeeze-out – als rein gesellschaftsrechtliche Regelung – aus dem FinfraG lässt sich deshalb einerseits mit der international-privatrechtlichen Dogmatik begründen und wird darüber hinaus im Ergebnis auch durch praktische Erwägungen gestützt. Die Regelung des Squeeze-out ist deshalb anknüpfungstechnisch aus dem FinfraG zu lösen und gestützt auf Art. 154 IPRG anzuknüpfen. 1045

3.2. Exkurs: Anwendung von (ausländischem) Gesellschaftsrecht durch die Übernahmekommission

Im Zusammenhang mit dem Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Normen stellt sich in der Praxis die Frage, wie weit die UEK als Aufsichtsbehörde überhaupt gesellschaftsrechtliche Fragen behandeln kann. Literatur und Rechtsprechung haben sich mit der umstrittenen Frage der Anwendung von Schweizer Gesellschaftsrecht durch die UEK befasst,²⁰³⁸ während die Anwendung von *ausländischem* Gesellschaftsrecht noch nicht Gegenstand von Diskussionen bildete. 1046

Die Frage nach der Kompetenz der UEK zur Prüfung von gesellschaftsrechtlichen Fragen ist umstritten, da die Lehrmeinungen,²⁰³⁹ die Praxis der UEK²⁰⁴⁰ und die Rechtsprechung des Bundesgerichts²⁰⁴¹ nicht übereinstimmen. Gemäss *Bundesgericht* kann die UEK gesellschaftsrechtliche Fragen *vorfrageweise* überprüfen, soweit dies für ihre übernahmeaufsichtsrechtliche Entscheidung *notwendig* ist.²⁰⁴² Die UEK hat ihre Kompetenz unterschiedlich weit festgelegt, indem sie teilweise von einer Zuständigkeit für «jede Frage [...], die sich aus der Anwendung der Übernahmeregeln ergibt» ausging,²⁰⁴³ während sie teilweise nur von einer Vorfragekompetenz ausging²⁰⁴⁴ oder sich die allgemeine Kompetenz zum Eingreifen bei offensichtlichen Gesellschaftsrechtsverletzungen zusprach.²⁰⁴⁵ In der *Literatur* wird weitgehend der Rechtsprechung des Bundesgerichts zugestimmt und eine über die vorfrageweise 1047

²⁰³⁸ Siehe die Nachweise sogleich.

²⁰³⁹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 138 FinfraG N 3, m. w. H.

²⁰⁴⁰ Etwa Empfehlung 0165/01 der UEK vom 2.6.2003 i. S. Sika AG, E. 2; Verfügung 408/01 der UEK vom 2.4.2009 i. S. Partners Group Holding AG, E. 2; Verfügung 610/01 der UEK vom 21.7.2015 i. S. Schindler Holding AG, E. 2.

²⁰⁴¹ Insb. Urteil 2A.394/2000 des BGer vom 2.7.2001, E. 5c.

²⁰⁴² Urteil 2A.394/2000 des BGer vom 2.7.2001, E. 5c.

²⁰⁴³ Verfügung 610/01 der UEK vom 21.7.2015 i. S. Schindler Holding AG, E. 2.

²⁰⁴⁴ Empfehlung 0165/01 der UEK vom 2.6.2003 i. S. Sika AG, E. 2.

²⁰⁴⁵ Verfügung 408/01 der UEK vom 2.4.2008 i. S. Partners Group Holding AG, E. 2.

Befassung hinausgehende Kompetenz der UEK kritisch beurteilt, insbesondere aufgrund der Gefahr von widersprüchlichen Entscheiden durch Zivilgericht und Aufsichtsbehörde.²⁰⁴⁶ Eine besondere Ausgangslage besteht aufgrund der gesetzlichen Kompetenzzuweisungen in Bezug auf Abwehrmassnahmen und das Opting-out.²⁰⁴⁷ Im Rahmen der vorfrageweisen Befassung kann die UEK frei entscheiden, d. h. ohne Beschränkung der Kognition auf offensichtliche Verletzungen des Gesellschaftsrechts.²⁰⁴⁸

- 1048 Unbestritten und höchstrichterlich bestätigt ist demnach die Kompetenz der UEK, die notwendigen gesellschaftsrechtlichen Fragen vorfrageweise zu klären. Im vorliegenden Zusammenhang stellt sich die Frage, ob dies nur für Schweizer Gesellschaftsrecht gilt, oder – im Falle einer Zielgesellschaft i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG – auch bei der Anwendbarkeit von *ausländischem Gesellschaftsrecht*. Meines Erachtens ist Letzteres zu bejahen. Eine vorfrageweise Behandlung gesellschaftsrechtlicher Probleme muss auch bei ausländischen Zielgesellschaften möglich sein. Im internationalen Privatrecht allgemein werden Vorfragen überwiegend *selbständig angeknüpft*.²⁰⁴⁹ Das muss auch hier gelten. Stellt sich der UEK vorfrageweise eine gesellschaftsrechtliche Problematik, so hat sie zuerst das anwendbare Privatrecht nach dem IPRG zu bestimmen und dann die Vorfrage nach dem berufenen Recht zu klären. Muss die UEK bspw. vorfrageweise die Gültigkeit eines Generalversammlungsbeschlusses prüfen, so muss sie diese Frage klären können, unabhängig davon, ob sie ausländischem oder schweizerischem Recht untersteht.
- 1049 Auch dürfte die Anwendung des ausländischen Rechts *praktisch* keine unüberwindbaren Probleme bieten. Da auch Zivilgerichte über ausländisches Recht befinden müssen, kann dies auch einer Aufsichtsbehörde zugemutet werden. Die Notwendigkeit des raschen Handelns im Übernahmeverfahren kann diesbezüglich eine gewisse Herausforderung darstellen. Eine zeitgerechte Klärung

²⁰⁴⁶ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 138 FinfraG N 3 f.; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 37 N 31 f.; SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 126 N 15; SK FinfraG-NIKITINE/SCHULTHESS, Art. 138 N 6; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 122 f.

²⁰⁴⁷ SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, Art. 126 N 14; siehe dazu vorne [N 1016](#).

²⁰⁴⁸ Ausser die Kognition ist speziell beschränkt, so nach Art. 37 UEV; siehe BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 138 FinfraG N 4; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 37 N 17; zur vorfrageweisen Rechtsanwendung durch Verwaltungsbehörden im Allgemeinen siehe HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, 385 ff.

²⁰⁴⁹ Siehe etwa KREN KOSTKIEWICZ, 196 f. Für ein Beispiel der Prüfung von Vorfragen nach ausländischem Recht siehe BGE 141 III 229 E. 3.2.5.

von Fragen zum ausländischen Recht sollte jedoch mit der praktischen Möglichkeit der Mitwirkung der Parteien mittels Legal Opinion gewährt werden können.

Von der vorfrageweisen Befassung gesondert zu betrachten ist der Umgang mit den besonderen *Kompetenzzuweisungen* bei offensichtlich gesellschaftswidrigen Abwehrmassnahmen und Opting-out-Beschlüssen. Hier gilt die materielle Regelung ohnehin als Teil des anwendbaren Gesellschaftsrechts, der Verweis im FinfraG dient aber als Kompetenzgrundlage für das Eingreifen der UEK.²⁰⁵⁰ So stellt sich die Frage, ob diese Kompetenzerweiterung auch im Falle von anwendbarem ausländischem Gesellschaftsrecht gelten soll. Dies ist grundsätzlich ebenfalls wünschenswert, da im Übernahmeverfahren ein schnelles Eingreifen durch die Aufsichtsbehörde auch bei Fragen nach ausländischem Recht angezeigt sein kann. Allerdings würde dies die Anwendung von ausländischem Privatrecht durch eine Aufsichtsbehörde bedeuten (und zwar hier nicht nur vorfrageweise). Die Berufung von fremden Sachnormen ist zwar im öffentlichen Recht allgemein selten, dennoch spricht aus völkerrechtlicher Sicht nichts dagegen.²⁰⁵¹ Jedoch ist hier m. E. eine gewisse Zurückhaltung geboten, da die Zuständigkeit der UEK mit derjenigen eines ausländischen Zivilgerichts in Konkurrenz steht. Die Frage der Zuständigkeit bzw. des Konkurrenzverhältnisses von Zivilgericht und UEK ist schon auf nationaler Ebene umstritten,²⁰⁵² daher dürfte dies international noch problematischer sein. Einerseits tritt die Ebene der Anerkennung und Durchsetzung der (verwaltungsrechtlichen) Entscheide hinzu und andererseits dürfte die Gefahr von widersprüchlichen Entscheiden noch grösser sein, da es international an einer Bindungswirkung fehlen wird. Die UEK sollte sich deshalb m. E. bei der eingreifenden Anwendung von ausländischem Gesellschaftsrecht Zurückhaltung auferlegen, auch wenn eine solche grundsätzlich möglich sein muss.

²⁰⁵⁰ Siehe zu den prozeduralen Verweisnormen vorne [N 1016](#).

²⁰⁵¹ Siehe zur Problematik im verwaltungsrechtlichen Kontext KMENT, 239 f.

²⁰⁵² Siehe BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 136 ff. mit einer Darstellung der von ihnen kritisierten Praxis der UEK.

4. Umgang mit gemischten Normen

4.1. Problematik im Allgemeinen

- 1051 Der Umgang mit gemischten Normen²⁰⁵³ gestaltet sich schon deshalb komplex, weil hier eine breitere Vielfalt an Normen auszumachen ist. Wie gesehen erweisen sich weder eine konsequent einheitliche (d. h. undifferenzierte) Anknüpfung noch eine grundlegende Spaltung nach der Rechtsnatur als befriedigend. Zwar ist eine Differenzierung bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort wünschenswert, eine saubere Herauslösung auf Ebene der Anknüpfung gestaltet sich bei gemischten Normen jedoch schwierig, da sich ein trennscharfes Auseinanderhalten als nicht möglich erwies. Aufgrund der grundsätzlich (zumindest auch) kapitalmarktrechtlichen Natur der Normen des FinfraG hat eine differenzierende Zwischenlösung von der Regelanknüpfung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG auszugehen, bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort sind jedoch die Besonderheiten der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einzelner Übernahmeregeln zu berücksichtigen. Dabei steht – im Falle von drohenden Normenkonflikten – das Instrument des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG zur Verfügung sowie allgemein die international-privatrechtliche Methodik.
- 1052 Werden gemischte Normen im Ausgangspunkt einheitlich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG berufen, so sind die Konsequenzen zu betrachten: Es resultiert eine *gleichzeitige Anwendbarkeit* der kapitalmarktrechtlichen Normen mit (auch) gesellschaftsrechtlichen Aspekten und der allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Normen. Im Schnittbereich von FinfraG und OR (bzw. den entsprechenden ausländischen Erlassen) resultiert eine *kumulative Anwendung* von gesellschaftsrechtlichen Regelungen. Sofern kumulativ das FinfraG und Schweizer Gesellschaftsrecht anwendbar sind (d. h. insb. bei inländischen Zielgesellschaften gemäss Art. 125 Abs. 1 lit. a FinfraG), stellen allfällige Problematiken im Zusammenhang mit dem Zusammenspiel keine kollisionsrechtliche, sondern eine innerstaatliche Thematik dar.²⁰⁵⁴ Fallen anwendbares Gesellschaftsrecht und Übernahmeaufsichtsrecht hingegen international auseinander, so stellt sich die Frage nach dem Verhältnis der kumulativ anwendbaren (auch) gesellschaftsrechtlichen Normen zueinander. Dies ist einerseits unter der Konstel-

²⁰⁵³ Der Begriff «gemischte Normen» wird hier synonym verwendet als verkürzte Form des Begriffs der «kapitalmarktrechtlichen Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten».

²⁰⁵⁴ Siehe zur Diskussion einer Reflexwirkung des Übernahmerechts auf das Aktienrecht etwa FRAUENFELDER, 151 ff.; NOBEL, Querbezüge, 463; WATTER, Pflichten, 17.

lation von Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG (ausländische Zielgesellschaft mit Hauptkotierung in der Schweiz) möglich, aber auch im umgekehrten Fall (inländische Zielgesellschaft, Kotierung (auch) im Ausland). Bei dieser kumulativen Anwendung besteht im gesellschaftsrechtlichen Schnittbereich eine besondere Gefahr von Normenkonflikten. Deshalb ist dem Umgang mit gemischten Normen bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort der Zielgesellschaft besondere Beachtung zu schenken. Meines Erachtens ist dieser Gefahr soweit möglich mit *kollisionsrechtlicher Methodik* zu begegnen, zumal es sich um eine typische Normenkonfliktproblematik handelt. Erst sind wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen anzustellen, anschliessend auch international-privatrechtliche.

4.2. «Spaltung» durch (partiellen) Anwendungsverzicht

Eine wirtschaftskollisionsrechtliche Möglichkeit im Umgang mit gemischten Normen bietet der vorne dargestellte *Mechanismus des Anwendungsverzichts* nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG. Mittels partiellem Anwendungsverzicht kann auch nur einzelnen Normen die Anwendung versagt werden.²⁰⁵⁵ Normen des FinfraG mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten, welche mit Normen des ausländischen Gesellschaftsrechts in Konflikt zu geraten drohen, können durch Anwendungsverzicht zurückgestellt werden. Der Anwendungsverzicht kann für nur eine einzelne gesellschaftsrechtliche Norm oder einen einzelnen Rechtsfragenbereich vorgenommen werden, um einen konkreten Normenkonflikt zu vermeiden. Oder aber der Verzicht wird auf sämtliche Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten ausgedehnt, um die kumulative Anwendung im gesellschaftsrechtlichen Schnittbereich generell zu verhindern. In diesem Fall lässt sich – trotz grundsätzlich einheitlicher Anknüpfung der gesamten Übernahmeregeln des FinfraG – eine gewisse «Spaltung» durch Anwendungsverzicht erzielen. Hier wird mittels Anwendungsverzicht (statt Verweis) den anwendbaren ausländischen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zum (alleinigen) Durchbruch verholfen. Die Spaltung durch Anwendungsverzicht führt indirekt zu einem ähnlichen Ergebnis wie die Herauslösung der gesellschaftsrechtlichen Normen auf der Anknüpfungsebene und Berufung nach dem IPRG. Werden auf diese Weise alle Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten von der Anwendung ausgenommen, so resultiert ebenfalls eine weitgehende Spaltung des FinfraG nach der Rechtsnatur.

²⁰⁵⁵ Dazu im Allgemeinen vorne [N 835](#).

- 1054 Bei einem *umfassenden Verzicht* auf die Anwendung der gesellschaftsrechtlich geprägten Vorschriften ist m. E. aber Vorsicht geboten: So stellt sich wiederum das Problem, dass sich die gesellschaftsrechtlichen Aspekte nicht trennscharf herauslösen lassen. Sodann wäre auch auf diesem Wege eine umfassende Spaltung der Übernahmeaufsicht in zwei Verfahren im In- und Ausland kaum ohne Komplikationen denkbar. Eine grundsätzliche Aufspaltung in ein gesellschaftsrechtliches Verfahren nach einer Rechtsordnung und ein kapitalmarktrechtliches Verfahren nach der anderen Rechtsordnung mag nach dem System der ÜRL möglich sein, da dort eine gewisse Sachrechtsharmonisierung gegeben ist. Mit Bezug zur Schweiz fehlt es jedoch an dieser Ausgangslage, sodass bei einer derartigen Zweiteilung des Übernahmeverfahrens Unstimmigkeiten und Doppelungen nicht auszuschliessen sind (noch stärker im Verhältnis der Schweiz zu aussereuropäischen Rechtsordnungen). Andererseits kann – im Unterschied zur Spaltung nach der Rechtsnatur auf der Anknüpfungsebene – hier aber im Einzelfall und konkret in Bezug auf die betroffene Rechtsordnung entschieden werden, ob ein Verzicht überhaupt angezeigt bzw. notwendig ist oder ob ein Verzicht auf nur eine einzelne (konfliktverursachende) Komponente genügt. Es ist hier *mehr Flexibilität* im Einzelfall auszumachen, da der Verzicht auf die einschlägige Rechtsordnung *zugeschnitten* vorgenommen werden kann – während bei einer allgemeinen Spaltung nach der Rechtsnatur auf Anknüpfungsebene dies einseitig und allgemein aus Sicht der Schweizer Rechtsordnung geschieht.
- 1055 Die «Spaltung» durch Anwendungsverzicht bildet deshalb m. E. insbesondere eine Möglichkeit, die eigene Aufsicht umfassend wahrzunehmen, aber punktuell gewisse gesellschaftsrechtliche Thematiken zur Normenkonfliktvermeidung dem ausländischen Recht zu überlassen. Oder umgekehrt kann grundsätzlich die ausländische Aufsicht über das Übernahmeverfahren akzeptiert und weitgehend auf die Anwendung der eigenen Übernahmeregeln verzichtet werden, während nur eine punktuelle Ergänzung durch Anwendung einzelner inländischer Normen mit engem Bezug zum Gesellschaftsrecht erfolgt.
- 1056 Diese Vorgehensweise kennt mehrere *Einschränkungen*: Erstens steht sie vor der Hürde der Anwendungsvoraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG (Vorliegen eines Normenkonflikts und gleichwertiger Anlegerschutz durch das ausländische Recht).²⁰⁵⁶ Wenn – wie vorne vertreten – die Anforderungen an diese Voraussetzungen (insb. das Vorliegen des Normenkonflikts) eher tief angesetzt werden, dürfte dies in vielen Fällen aber möglich sein. Wie eine Analyse der Praxis der UEK gezeigt hat, kann auch ein ausländisches *Gesell-*

²⁰⁵⁶ Siehe ausführlich vorne [N 767 ff.](#)

schaftsrecht als anlegerschutzäquivalent eingestuft werden.²⁰⁵⁷ In diesem Zusammenhang sind aber die Voraussetzungen an die Äquivalenz für den partiellen Anwendungsverzicht zu adaptieren, indem – wenn bloss auf einzelne gesellschaftsrechtlich geprägte Normen des FinfraG verzichtet würde –, zu prüfen ist, ob der entsprechende Ausfall (hinsichtlich Anlegerschutz) durch das ausländische Recht kompensiert würde.²⁰⁵⁸ Zweitens steht das Instrument des Anwendungsverzichts nur den Aufsichtsbehörden zur Verfügung. Stellt sich die Problematik hingegen im Rahmen eines Zivilprozesses, so geht diese Möglichkeit fehl. Drittens ist wiederum eine einseitige Lösung gegeben, so dass nicht bei allen Konstellationen das gewünschte Ergebnis erzielt werden kann, sofern das ausländische Recht nicht einen ähnlichen Mechanismus kennt.

Bei dieser «Spaltung» nach der Rechtsnatur durch Anwendungsverzicht sind wiederum die *verschiedenen Konstellationen* zu unterscheiden und näher zu betrachten: 1057

In der Konstellation von Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG (Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland und Hauptkotierung in der Schweiz) besteht im Rahmen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG ein grosser Spielraum: Wird die Anwendung des FinfraG allgemein als nicht notwendig erachtet, da das ausländische Recht die Transaktion in genügendem Masse erfasst, kann ein Anwendungsverzicht für das FinfraG insgesamt vorgenommen werden, da der Bezug zur ausländischen Rechtsordnung regelmässig eng sein wird (v. a. wenn die Zielgesellschaft im Ausland ebenfalls kotiert ist). Damit wird verhindert, dass Gesellschafts- und Kapitalmarktstatut auseinanderfallen. Soll das FinfraG zwar grundsätzlich angewandt werden, sollen aber der ausländischen Rechtsordnung die gesellschaftsrechtlichen Problematiken überlassen werden, so kann eine Abspaltung durch Anwendungsverzicht für alle oder einzelne (gesellschaftsrechtlich geprägte) Normen des FinfraG vorgenommen werden. 1058

In der Konstellation, dass die Zielgesellschaft ihren Sitz und eine (Teil- oder Zweit-)Kotierung in der Schweiz hat und eine Kotierung im Ausland, sodass grundsätzlich Schweizer Gesellschaftsrecht sowie das FinfraG anwendbar sind, aber u. U. ebenfalls ausländisches Kapitalmarktrecht, ist die Ausgangslage anders. Hier wäre wiederum ein Anwendungsverzicht insgesamt für alle Vorschriften des FinfraG zwar denkbar. Aufgrund des starken Bezugs der Ziel- 1059

²⁰⁵⁷ So das italienische Gesellschaftsrecht in Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.2; siehe vorne [N 798](#).

²⁰⁵⁸ Anstelle eines Vergleichs der Übernahmeregeln insgesamt, siehe vorne [N 804](#).

gesellschaft zur Schweiz wird dieser aber u. U. keine Option darstellen. Soweit aber eine ausländische Beaufsichtigung nur die kapitalmarktrechtlichen Aspekte der Übernahme abdeckt (etwa i. S. v. Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL), könnte der Bedarf bestehen, die gesellschaftsrechtlich geprägten Vorschriften des FinfraG zur Anwendung zu bringen (während die kapitalmarktrechtlichen Aspekte der ausländischen Rechtsordnung überlassen werden). Dies ist ebenfalls gestützt auf Art. 125 Abs. 2 FinfraG möglich, indem ein weitgehender (und trotzdem noch partieller) Anwendungsverzicht vorgenommen wird, einzelne gesellschaftsrechtlich geprägte Normen (etwa der Regelungskomplex der Abwehrmassnahmen) aber trotzdem zur Anwendung gebracht werden. Diese Vorgehensweise steht unter der Einschränkung, dass hier die Zuständigkeit in gesellschaftsrechtlichen Fragen nur teilweise bei der UEK liegt, im Allgemeinen aber bei den Zivilgerichten. Eine eigentliche umfassende Beaufsichtigung der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einer Übernahme (wiederum i. S. v. Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL) bei einer Rechtsanwendungsinstanz ist deshalb ohnehin nicht gegeben. In besonderen Fällen kann jedoch eine isolierte Überprüfung einer gesellschaftsrechtlich geprägten Problematik durch die UEK sinnvoll sein, etwa eine Durchsetzung des Verbots von Abwehrmassnahmen, wenn das ausländische Recht keine Handhabe hierfür kennt bzw. diese dem Sitzstaat überlässt.

- 1060 Mittels des Instruments des Anwendungsverzichts kann somit m. E. – im Einzelfall und soweit notwendig – eine gewisse «Abspaltung» der gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG vorgenommen werden. Damit lassen sich v. a. bei ausländischen Zielgesellschaften trotz grundsätzlicher Anwendbarkeit der Übernahmeregeln des FinfraG Überschneidungen mit einem ausländischen Gesellschaftsrecht vermeiden bzw. stark reduzieren.

4.3. Verhältnis zu kollidierenden gesellschaftsrechtlichen Normen

- 1061 Wenn übernahmeaufsichtsrechtliche Normen, die gesellschaftsrechtliche Aspekte aufweisen, mit *allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Normen* kollidieren, muss deren Verhältnis und der Umgang mit der kumulativen Anwendbarkeit aus international-privatrechtlicher Sicht betrachtet werden.

a Eingriffsnormen

- 1062 Für das Verhältnis bzw. den Umgang mit gemischten Normen des FinfraG und deren «Abspaltung» ist zuerst auf die *Eingriffsnormenthematik* zurückzukom-

men.²⁰⁵⁹ Bei einer *kumulativen Anwendbarkeit* von gewöhnlichem Gesellschaftsrecht und gesellschaftsrechtlich geprägten Übernahmeaufsichtsregeln kann die Wirkung als Eingriffsnorm wichtig werden. Wie gesehen sind die Normen des Schweizer Gesellschaftsrechts grundsätzlich *nicht* zu den Eingriffsnormen zu zählen, während in- und ausländische Übernahmeaufsichtsrechtliche Vorschriften in der Regel Eingriffsnormen darstellen und ausländisches Gesellschaftsrecht im Einzelfall (v. a. bei einem sozialpolitischen Hintergrund) auf seinen Eingriffsnormcharakter zu überprüfen ist.²⁰⁶⁰

Art. 18 IPRG erlaubt die Anwendung von zwingenden Normen des FinfraG, auch wenn grundsätzlich international-privatrechtlich ein fremdes Recht berufen wird. Bei Anwendbarkeit von ausländischem Gesellschaftsrecht kann dieses folglich – aus international-privatrechtlicher Sicht eines Zivilgerichts in der Schweiz – im Umfang des Schnittbereichs durch Normen des FinfraG verdrängt werden. Dies gilt insbesondere bei ausländischen Zielgesellschaften nach Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG. Mit anderen Worten verdrängen die Normen des Übernahmeaufsichtsrechts mit gesellschaftsrechtlichem Charakter die allgemeinen gesellschafts- bzw. privatrechtlichen Normen. Über Art. 19 IPRG können (qualifiziert zwingende) übernahme- oder gesellschaftsrechtliche Normen des ausländischen Rechts angewandt werden, unabhängig vom allgemein anwendbaren Recht. Bei einer schweizerischen Zielgesellschaft kann deshalb das anwendbare Schweizer Gesellschaftsrecht durch ausländische Übernahmeregeln verdrängt werden, sofern die – hohen – Voraussetzungen der ausländischen Eingriffsnorm gegeben sind. 1063

Im Einzelfall besteht deshalb mit Art. 18 und 19 IPRG (oder Art. 13 IPRG) für Gerichte (und Aufsichtsbehörden) die Möglichkeit, im Schnittbereich von Gesellschaftsrecht und Übernahmegesellschaftsrecht mit Normenkonflikten umzugehen und mittels *Überlagerung durch die Eingriffsnorm* ebenfalls eine gewisse (beschränkte) *kollisionsrechtliche «Spaltung»* nach der Rechtsnatur vorzunehmen. Die Möglichkeiten sind hier für die verschiedenen Konstellationen der Zielgesellschaft auszumachen, allerdings dürften die von der Lehre allgemein aufgestellten Voraussetzungen des qualifiziert zwingenden Charakters der Eingriffsnorm nicht leicht zu erfüllen sein, besonders bei wesentlichen privatrechtlichen Bezügen der Norm. 1064

²⁰⁵⁹ Siehe allgemein vorne [N 164 ff.](#), sodann ausführlicher hinten [N 1168 ff.](#)

²⁰⁶⁰ Siehe vorne [N 173](#) und [N 184](#).

b Überlagerungs- und Differenzierungslehre

- 1065 Während das FinfraG über die Mechanik des Anwendungsverzichts gegenüber ausländischem Gesellschaftsrecht zurücktreten kann, sind auch von Seiten des Gesellschaftsrechts grundsätzlich Abweichungen von einer starren Anwendbarkeit nach dem Inkorporationsprinzip denkbar. Dies könnte gestützt auf Überlegungen im Sinne der *Überlagerungs- und Differenzierungstheorie*²⁰⁶¹ geschehen, welche gerade im vorliegenden Zusammenhang der Kollision von gesellschaftsrechtlichen Normen und gesellschaftsrechtlich geprägtem Übernahmeaufsichtsrecht behilflich sein könnten.²⁰⁶²
- 1066 Während nach der *Überlagerungstheorie* zwar grundsätzlich das Recht des Gründungsstaates gilt, kann dieses jedoch durch zwingende Bestimmungen des Sitzstaates «überlagert» werden, wobei die Entscheidung für das anwendbare Recht je nach der Interessenlage der zu regelnden Rechtsbeziehung gefällt wird.²⁰⁶³ Im vorliegenden Kontext wäre für die Überlagerung anstelle des tatsächlichen Sitzes der Gesellschaft deren Kotierungsort entscheidend. Die Überlagerungstheorie ist in diesem Zusammenhang m. E. nur als Ausformung der Eingriffsnormthematik zu sehen. Das IPRG kennt eine explizite Regelung hierzu, sodass eine solche nicht auf dem Wege der Auslegung in die gesellschaftsrechtliche Verweisungsnorm gelesen werden muss. Sie spricht aber m. E. dafür, im Bereich des Gesellschaftsrechts – entgegen dem generellen Verständnis – die Hürden für eine «Überlagerung» bzw. den «Eingriff» nicht zu hoch anzusetzen, da bei Gesellschaften ein Bedarf des Abweichens vom Inkorporationsprinzip allgemein anerkannt ist.
- 1067 Die *Differenzierungstheorie* hingegen unterscheidet für die Bestimmung des anwendbaren Rechts zwischen den Innen- und Aussenbeziehungen der Gesellschaft, wobei die Innenbeziehungen am Gründungsort und die Aussenbeziehungen am Vornahme-, Wirkungs- bzw. Organisationsort anknüpfen.²⁰⁶⁴ Hinsichtlich Aussenbeziehungen der Gesellschaft spricht demnach die Differenzierungslehre für eine Anknüpfung an den Kotierungsort (als Organisationsort). Die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen mit gesellschaftsrechtli-

²⁰⁶¹ Siehe dazu vorne [N 457 ff.](#)

²⁰⁶² Gemäss BRÜGGER/DUBS können diese Theorien im Kontext der Übernahme u. U. zu einem zielführenderen Ergebnis weisen, siehe BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 83.

²⁰⁶³ NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 49; ZK IPRG II-VISCHER F./WEIBEL, Art. 154 N 9; die Überlagerungstheorie ist namentlich von SANDROCK entwickelt bzw. für Europa weiterentwickelt worden, siehe SANDROCK, 669 ff.

²⁰⁶⁴ BSK IPRG-EBERHARD/VON PLANTA, Art. 154 N 5.

chen Zügen zielen teilweise eher auf das Innenverhältnis (Aktionärs- gleichbehandlung; Stimmrechtsberechnung, Pflichten des Verwaltungsrats), während sie stückweise auch das Aussenverhältnis (Anbietergleichbehandlung; Angebotspflicht; Abwehrmassnahmen) zum Gegenstande haben, wobei eine klare Zuweisung wiederum kaum möglich ist. In Anlehnung an die Differenzierungstheorie könnte demzufolge u. U. für gewissen Fragen, welche dem Aussenverhältnis der Gesellschaft zugerechnet werden, eine Abweichung vom Inkorporationsprinzip begründet werden. Bspw. könnte die Frage nach der Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen nach dem Gesellschaftsrecht des Kotierungsorts beantwortet werden anstatt nach dem Recht am Inkorporationsort. So könnte eine Übereinstimmung mit dem Übernahmeaufsichtsstatut erzielt werden, sodass die Abwehrmassnahmenproblematik in ihrer gesellschafts- sowie aufsichtsrechtlichen Dimension derselben Rechtsordnung untersteht.

Die Überlagerungs- und Differenzierungstheorie des internationalen Gesellschaftsrechts können zumindest argumentativ (im Rahmen der Auslegung) dafür genutzt werden, insofern von der starren Anknüpfung an die Inkorporation abzuweichen, als Eingriffsnormenvoraussetzungen besonders gehandhabt werden. 1068

c *Anpassung und Ausstrahlung*

Zur Lösung von kollisionsrechtlichen Schwierigkeiten im Zusammenhang mit Normen mit Mischcharakter könnte möglicherweise auch das internationalprivatrechtliche Institut der *Anpassung* beigezogen werden: Bei einer kumulativen Anwendung von Normen besteht ein erhöhtes Bedürfnis nach Anpassung der Normen zur Konfliktvermeidung. So ist anerkannt, dass bei grenzüberschreitenden Umstrukturierungen aufgrund des Kumulationsprinzips ein erhöhtes Bedürfnis nach Anpassungsüberlegungen besteht.²⁰⁶⁵ 1069

Im Rahmen der Anpassung kann eine Modifizierung im Allgemeinen auf Ebene der Kollisionsnorm oder der materiellen Norm vorgenommen werden.²⁰⁶⁶ Da die Kollisions- und Sachnormen im Bereich des Übernahmeaufsichtsrechts – als logische Konsequenz der sachrechtsbezogenen Anknüpfungsmethodik des Wirtschaftskollisionsrechts – vermischt sind, liefert eine Differenzierung dieser Methoden wenig Mehrwert. Wenn im Zusammenhang mit gemischten Normen regelmässig eine kumulative Anwendbarkeit von Normenbereichen 1070

²⁰⁶⁵ Siehe vorne [N.528](#).

²⁰⁶⁶ Siehe vorne [N.157](#).

resultiert und damit insbesondere positive Normenkonflikte drohen, ist zu fragen, welche konkreten Modifizierungsmöglichkeiten sich mit dem Institut der Anpassung begründen lassen. Zur Vermeidung von Normenkonflikten an den Kollisions- sowie Sachnormen lassen sich durch *Auslegung*, *Ergänzung*, *Nichtanwendung* und *Ersetzung* Modifikationen begründen, sofern diese zu einer Lösung des Widerspruchs bzw. Normenkonflikts führen.²⁰⁶⁷ Im Zusammenhang mit der vorliegenden Problematik der positiven Normenkonflikte dürften die Nichtanwendung einzelner Sachnormen sowie die Ersetzung im Vordergrund stehen.

- 1071 Konkret lassen sich international-privatrechtlich im Einzelfall am FinfraG «Anpassungen» vornehmen, indem entweder das Anknüpfungssystem von Art. 125 FinfraG im Einzelfall modifiziert wird oder aber einzelne Sachnormen in Art. 125 ff. FinfraG geändert bzw. nicht angewandt werden. Beim Anknüpfungssystem ist der Spielraum für «Anpassungen» jedoch als gering zu verorten, zumal im Zusammenhang mit der Vermeidung von kumulativen Rechtsanwendungen bereits das Institut des Anwendungsverzichts von Art. 125 Abs. 2 FinfraG existiert. Gestützt auf die Anpassung liesse sich überlegen, ob der Anwendungsverzicht von Abs. 2 «modifiziert» werden kann, indem die Voraussetzungen für den Verzicht – im Angesicht eines konkret resultierenden Normenkonflikts – herabgesetzt werden. Allerdings muss hier kritisch gefragt werden, ob tatsächlich auf das *allgemeine* Institut der Anpassung zurückgegriffen werden darf, um das *spezifischere* Institut des Anwendungsverzichts von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu modifizieren, welches ebenfalls ausdrücklich zur Verhinderung von Normenkonflikten geschaffen wurde. Hier ist m. E. in Bezug auf grundlegende Modifikationen klar Zurückhaltung geboten, hat doch der Gesetzgeber unter Einbezug von kollisionsrechtlichen Überlegungen konkrete Voraussetzungen für den Anwendungsverzicht aufgestellt (insb. die Wahrung des Anlegerschutzes), die sich nicht über die allgemeine international-privatrechtliche Methodik aushebeln lassen dürfen. Wenn auch Anwendungsvoraussetzungen mit dieser Begründung nicht ganz fallen gelassen werden dürfen, spricht immerhin das Institut der Anpassung ebenfalls für eine nicht zu strenge Handhabung der Voraussetzungen des Anwendungsverzichts, da die Anpassung – verstanden als spezifische kollisionsrechtliche Auslegungsmethode – hier weitergehenden Raum eröffnet.
- 1072 Besteht auf der Ebene der Anknüpfung wenig Raum für «Anpassungen», so bleibt noch die *Ebene der Sachnormen*. Führt die starre Anwendung einzelner

²⁰⁶⁷ SCHWANDER, IPR, 200; siehe vorne [N 157 ff.](#)

gemischter Normen des FinfraG im Einzelfall zu einem Normenkonflikt mit dem Gesellschaftsrecht, liesse sich eine Nichtanwendung oder eine modifizierte Anwendung über die Anpassungsdogmatik begründen.

Wenn es um die Kollision von gesellschaftsrechtlichen *Pflichten* und übernahmeaufsichtsrechtlichen Pflichten mit gesellschaftsrechtlichen Bezügen geht, kann zur Vermeidung von Normenkonflikten zudem die *Ausstrahlungstheorie* genutzt werden, welche die Anpassung konkretisiert.²⁰⁶⁸ Besonders weil im Gesellschaftsrecht allgemeine Pflichten eine bedeutende Stellung einnehmen, welche allenfalls durch die spezifischeren übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen konkretisiert werden, lässt sich mittels Anerkennung einer Ausstrahlungswirkung eine konfliktfreie Übereinstimmung erzielen. 1073

Damit ist bei der – sich aus der gemischten Rechtsnatur ergebenden – kumulativen Anwendung von Übernahmeaufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht den im Schnittbereich drohenden Normenkonflikten *primär* mit dem *Anwendungsverzicht* zu begegnen. Allenfalls lösen sich positive Normenkonflikte u. U. ohnehin über die Funktion einer kollidierenden Norm als Eingriffsnorm, ansonsten bleibt das Institut der Anpassung. Diese Vorgehensweise ist nachfolgend anhand zweier – praktisch zentraler – Normen zu verifizieren. 1074

4.4. Beispiel der Abwehrmassnahmen

Der Umgang mit gemischten Normen soll am Beispiel der *Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft* gegen ein unfreundliches Übernahmeangebot betrachtet werden (Art. 132 Abs. 2 FinfraG i. V. m. Art. 36 UEV und Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV). Wie gesehen weist die Regelung der Abwehrmassnahmen sowohl gesellschaftsrechtliche als auch kapitalmarktorientierte Aspekte auf.²⁰⁶⁹ 1075

Nach dem Ausgeführten ist eine Anknüpfung grundsätzlich ordentlich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG vorzunehmen, auch soweit Art. 132 FinfraG gesellschaftsrechtliche Aspekte regelt. Das Verhalten des Verwaltungsrats misst sich aber gleichzeitig ständig an den anwendbaren allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen.²⁰⁷⁰ Zudem kann im Zusammenhang mit den Abwehrmassnahmen eine vorfrageweise Anwendung von Gesellschaftsrecht durch die 1076

²⁰⁶⁸ Siehe vorne [N 160 ff.](#)

²⁰⁶⁹ Siehe vorne [N 1012 f.](#)

²⁰⁷⁰ Siehe aus Sicht des Schweizer Rechts zu den gesellschaftsrechtlichen Vorgaben in Bezug auf Abwehrmassnahmen BERNET, 1 ff.; BOHRER, 1 ff.; BÜHLER, 1 ff.; DUBS, Abwehrmassnahme, 43 ff.; FRAUENFELDER, 1 ff.; GEHRER, 1 ff.; KUY, 1 ff.; siehe schon vorne [N 71.](#)

Aufsichtsbehörden wichtig werden, etwa bei der Frage nach der gesellschaftsrechtlichen Zulässigkeit eines Beschlusses (des Verwaltungsrats oder der Generalversammlung) als Grundlage der Abwehrmassnahme.²⁰⁷¹ Das gewöhnliche Gesellschaftsrecht wird wiederum international-privatrechtlich berufen, d. h. aus Sicht der Schweiz über Art. 154 IPRG. Bei einer ausländischen Zielgesellschaft unterliegen Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats deshalb neben den (auch gesellschaftsrechtlich geprägten) Normen des FinfraG auch den rein gesellschaftsrechtlichen Normen des ausländischen Rechts.

- 1077 Dies sei an einem Beispiel veranschaulicht: Der Verwaltungsrat könnte zur Abwehr einer potenziellen Übernahme für die Gesellschaft Transaktionen mit eigenen Beteiligungspapieren vornehmen (zur Beeinflussung des Börsenkurses).²⁰⁷² Gemäss Art. 36 Abs. 2 lit. e UEV sind Transaktionen mit eigenen Beteiligungspapieren in der Übernahmesituation grundsätzlich gesetzeswidrig. Gleichzeitig sieht das schweizerische Gesellschaftsrecht allgemeine Einschränkungen für den Erwerb eigener Aktien vor (Art. 659 OR). Zudem muss die Transaktion mit eigenen Beteiligungspapieren dem Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 717 Abs. 2 OR standhalten und wird am Gesellschaftsinteresse nach Art. 717 Abs. 1 OR gemessen.²⁰⁷³ Augenscheinlich sind hier Überschneidungen bei der übernahmeaufsichtsrechtlichen und der gesellschaftsrechtlichen Regelung auszumachen. Beiden Regelungen liegt insbesondere der Gedanke des Verbots der Aktionärsungleichbehandlung zugrunde. Trotzdem kommen beide Normenkomplexe kumulativ zur Anwendung. Wenn nun ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar ist, wird dieses regelmässig ähnliche Einschränkungen für Transaktionen mit eigenen Beteiligungspapieren kennen²⁰⁷⁴ bzw. die gesamte Thematik der Abwehrmassnahmen gänzlich dem Gesellschaftsrecht zuordnen, wie dies etwa die ÜRL vorgibt.²⁰⁷⁵ Das hat zur Konsequenz, dass die ausländische Rechtsordnung möglicherweise die Problematik der Abwehrmassnahmen im Detail – und spezifischer als das Schweizer Gesellschaftsrecht – regelt, sodass in diesem Fall noch grössere Überschneidungen mit dem FinfraG auszumachen sind.

²⁰⁷¹ Siehe dazu vorne [N 239](#) und [N 1046 ff.](#)

²⁰⁷² Für ein Beispiel einer solchen Abwehrmassnahme siehe die Ankündigung eines Aktienrückkaufs der Leica Geosystems Holdings AG als Reaktion auf das öffentliche Kaufangebot der Hexagon AG, Empfehlung 0243/02 der UEK vom 7.7.2005 i. S. Leica Geosystems Holdings AG, E. 9.5; siehe etwa BOHRER, 241; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 36 N 75.

²⁰⁷³ BÖCKLI, § 4 N 218; WERLEN ST., Rechtsstellung Zielgesellschaft, 102.

²⁰⁷⁴ Siehe hinsichtlich des Erwerbes eigener Aktien etwa für Deutschland § 71 AktG.

²⁰⁷⁵ Nach Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL ist die Zulässigkeit von Vereitelungsmassnahmen der Zielgesellschaft eine gesellschaftsrechtrechtliche Frage.

Der Verwaltungsrat einer *ausländischen Zielgesellschaft* i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG untersteht hinsichtlich Abwehrmassnahmen den Vorgaben des FinfraG sowie des ausländischen Gesellschaftsrechts. Weist das anwendbare ausländische Gesellschaftsrecht die Problematik der Abwehrmassnahmen dem Gesellschaftsrecht zu (so die europäischen Rechtsordnungen nach den Vorgaben in der ÜRL), so werden die Überschneidungen zur Regelung im FinfraG (bzw. der UEV) stark ausgeprägt sein, da beide Rechtsordnungen die Frage detailliert regeln. In diesen Fällen erfolgt eine *kumulative Anwendbarkeit* zweier Rechtsordnungen mit u. U. wesentlichen Überschneidungen und positive Normenkonflikte können resultieren. 1078

Die Regelung der Abwehrmassnahmen illustriert eine Problematik der Normen mit Mischcharakter: Da in der Schweiz die Zuweisung dieser Thematik zum Übernahmeaufsichtsrecht erfolgt, während in den Nachbarrechtsordnungen die Zuweisung zum Gesellschaftsrecht vorgenommen wird, resultiert ein positiver Normenkonflikt. Eine Konsequenz des Mischcharakters und der daraus folgenden unterschiedlichen Einordnung der Rechtsnatur kann also die *mangelnde Abstimmung* der Anwendbarkeit auf internationaler Ebene sein, sodass für eine Transaktion kumulativ zwei Regelungen mit demselben thematischen Inhalt berufen werden. Ganz allgemein ist eine kollisionsrechtliche Problematik des Mischcharakters einer Norm, dass bei unterschiedlicher formeller Zuweisung derselben Materie zu verschiedenen Rechtsgebieten in zwei Rechtsordnungen die Gefahr von positiven Normenkonflikten besonders hoch ist. 1079

Wenn die Vorgaben der kumulativ anwendbaren Rechtsordnungen nun nicht deckungsgleich sind oder sich gar widersprechen, ist dieser Problematik kollisionsrechtlich zu begegnen. Die Tauglichkeit der vorne betrachteten Mechanismen ist zu überprüfen: 1080

Bei drohenden *Widersprüchen*²⁰⁷⁶ kann der *Anwendungsverzicht* nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG zur Anwendung gebracht werden, sofern grundsätzlich das FinfraG sowie ausländisches Gesellschaftsrecht anwendbar sind. Die Frage nach der Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen wird folglich dem ausländischen 1081

²⁰⁷⁶ Ein Widerspruch kann etwa drohen, wenn der Verwaltungsrat ein klar schädliches, feindliches Angebot aufgrund seiner gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht aktiv bekämpfen müsste, während ihm kapitalmarktrechtlich jegliche Abwehrtätigkeit verboten wird. Da im Zusammenhang mit Abwehrmassnahmen vorwiegend Verbote bzw. Einschränkungen statuiert werden, ist das Normenkonfliktpotenzial für die kumulative Anwendbarkeit von zwei Rechtsordnungen allerdings insofern weniger problematisch, als in der Regel die Einhaltung beider Rechtsordnungen durch Beachtung der strengeren Vorgabe erfüllt werden kann.

Recht überlassen, indem – trotz grundsätzlicher Anwendbarkeit des FinfraG auf die Anwendung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG verzichtet wird. Sind die Verzichtsvoraussetzungen hingegen nicht gegeben, etwa weil das ausländische Recht keine äquivalente Regelung vorsieht, so verdrängen die Regeln des FinfraG zu den Abwehrmassnahmen (als inländische Eingriffsnormen) das ausländische Gesellschaftsrecht.

- 1082 In der umgekehrten Konstellation der Anwendbarkeit von Schweizer Gesellschaftsrecht und ausländischem Übernahmeaufsichtsrecht kann das Zweitere u. U. als ausländisches *Eingriffsrecht* nach Art. 19 IPRG das Schweizer Gesellschaftsrecht im widersprechenden Umfange verdrängen (sofern es überhaupt eine diesbezügliche Regelung kennt und die Problematik nicht dem Schweizer Gesellschaftsrecht überlässt).²⁰⁷⁷
- 1083 Insbesondere bei *offenen Normenkonflikten* sind die kollisionsrechtlichen Möglichkeiten noch breiter: Eine Übereinstimmung lässt sich möglicherweise mit dem Institut der *Anpassung* erzielen, indem diese im Einzelfall gestützt auf international-privatrechtliche Erwägungen erlauben kann, auf der Ebene der Sachnorm die notwendige Modifikation vorzunehmen. Bei bloss nicht identischen *Pflichten* hilft – bis zu einem gewissen Grade – die *Ausstrahlungstheorie*, indem durch Auslegung und Akzeptierung einer Strahlungswirkung durch das ausländische Recht ein Gleichlauf der gesellschafts- und übernahmeaufsichtsrechtlichen Vorgaben gesucht wird. Auch ein Anwendungsverzicht kommt in diesen Fällen – zumindest beim vorliegend vertretenen weiten Verständnis des Begriffs des «Normenkonflikts» i. S. v. Art. 125 Abs. 2 FinfraG – in Frage. Mitentscheidend ist hier immer die Frage, welche rechtsanwendende Instanz überhaupt gegeben ist. Während die Möglichkeit des Anwendungsverzichts den Aufsichtsbehörden vorbehalten ist, müssen sich Zivilgerichte auf die Eingriffsnormenthematik, die Anpassung sowie die Ausstrahlungstheorie beschränken.
- 1084 Im Zusammenhang mit den Abwehrmassnahmen ist aus kollisionsrechtlicher Sicht auf die Besonderheit des Eingriffs des FinfraG in die *aktienrechtliche*

²⁰⁷⁷ In diesem Fall droht allenfalls ein negativer Normenkonflikt, weil die ausländische Rechtsordnung die Regelung der Abwehrmassnahmen dem Sitz- bzw. Inkorporationsstaat überlässt, während die spezifische Regelung des FinfraG diesbezüglich u. U. (mangels Erfüllung der Anwendbarkeitsvoraussetzungen) gar nicht zur Anwendung gelangt. In diesem Fall gelten aber immerhin die allgemeinen Einschränkungen des schweizerischen Gesellschaftsrechts (ein Teil der Lehre geht ohnehin von einer gewissen Reflexwirkung des Börsen- bzw. Übernahmeaufsichtsrechts auf das Aktienrecht aus, selbst wenn dieses eigentlich nicht anwendbar ist, siehe FRAUENFELDER, 151 ff.; WATTER, Pflichten, 17).

Kompetenzordnung einzugehen. Diese ist ebenfalls Ausfluss des Mischcharakters der Regelung. Gemäss Lehre verschiebt die Regelung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG ab dem Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung eine Kompetenz vom Verwaltungsrat zur Generalversammlung.²⁰⁷⁸ Führt dieser Eingriff schon auf nationaler Ebene zu Diskussionen, so ist er bei ausländischen Zielgesellschaften i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG und der damit verbundenen Anwendbarkeit von ausländischem Gesellschaftsrecht besonders interessant. Kann das FinfraG auch in die Kompetenzordnung eines ausländischen Gesellschaftsrechts eingreifen? Diese Frage kann nur beschränkt aus Sicht des Schweizer Rechts beurteilt werden, da letztlich massgebend sein wird, wie sie durch ein ausländisches Gericht beantwortet wird.²⁰⁷⁹ Aus Sicht des Schweizer Rechts ist das FinfraG nach Art. 125 FinfraG anwendbar, während gleichzeitig ausländisches Gesellschaftsrecht nach Art. 154 IPRG berufen wird. Greift eine (auch) öffentlich-rechtliche Norm ins Privatrecht ein, so findet man sich augenscheinlich in der Thematik der Eingriffsnormen wieder. Aus Sicht der Schweiz handelt es sich um einen Fall von inländischen Eingriffsnormen i. S. v. Art. 18 IPRG. Hier stellt sich die Frage, ob Art. 132 FinfraG die Voraussetzungen der qualifiziert zwingenden Norm – d. h. international absolut zwingenden Durchsetzungswillen –²⁰⁸⁰ erfüllen kann. Was für die überwiegende Mehrheit der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen bejaht werden kann, ist auch hier zu bejahen, da die Regelung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG (auch) überindividuelle Interessen verfolgt, indem sie den Markt für die Unternehmenskontrolle schützen will, da sie ihren Anwendungsbereich (über Art. 125 FinfraG) selbständig festlegt und da sie mittels Kompetenzverschiebung gerade zwingend ins Privatrecht eingreifen will. Eine Bejahung des Eingriffsnormcharakters beantwortet auch die Frage, ob der Eingriff ins aktienrechtliche Kompetenzgefüge auch bei der Anwendbarkeit von ausländischem Gesellschaftsrecht Wirkung zeigt. Die Eingriffsnorm verdrängt das (ordentlich) anwendbare Recht im Rahmen des notwendigen.²⁰⁸¹ Die ordentliche Kompetenzordnung nach ausländischem Gesellschaftsrecht wird folglich durch Art. 132 FinfraG punktuell verändert. Im Ergebnis findet sich dieselbe Wirkung, wie wenn bei einem nationalen Sach-

²⁰⁷⁸ Siehe BAUMANN, 4; BERNET, 276; BERTSCHINGER, 331; BLAAS/PETER/ROOS, 185; BÜHLER, Neutralitätspflicht, 49; FRAUENFELDER, 125; NOBEL, Querbezüge, 466; WERLEN ST., Rechtstellung Zielgesellschaft, 226; siehe dazu auch Botschaft BEHG 1993, 1415; siehe dazu schon vorne [N 109](#).

²⁰⁷⁹ Insb. weil die zivilrechtliche Zuständigkeit in der überwiegenden Zahl der Fälle am Sitz im Ausland zu finden sein wird.

²⁰⁸⁰ Siehe ausführlich vorne [N 167](#).

²⁰⁸¹ Siehe zur Wirkung der Eingriffsnorm vorne [N 169](#).

verhält die aktienrechtliche Kompetenzordnung nur in diesem Punkt durch das FinfraG abgeändert wird. Auch dieser Aspekt erweist sich aus kollisionsrechtlicher Sicht nicht weiter problematisch. Hingegen könnte die praktische Durchsetzung der Regelung von Art. 132 FinfraG bei ausländischen Zielgesellschaften teilweise Schwierigkeiten bereiten.²⁰⁸²

- 1085 Auch der Umgang mit der Regelung zu *offensichtlich gesellschaftsrechtswidrigen Abwehrmassnahmen* (Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i. V. m. Art. 37 UEV) ist kollisionsrechtlich nicht weiter problembehaftet: Da es sich nur um einen Verweis auf das (ausländische) Gesellschaftsrecht – unter Kompetenzzuweisung an die UEK – handelt,²⁰⁸³ gilt die materielle Regelung ohnehin als Teil des anwendbaren ausländischen Gesellschaftsrechts. Ein besonderer Normenkonflikt resultiert insofern nicht. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass eine konkurrierende Zuständigkeit eröffnet wird, sodass ein Kompetenzkonflikt resultieren könnte. Jedoch wird bewusst eine zweite Zuständigkeit eröffnet, welche – in Ergänzung zur zivilrichterlichen Kompetenz – das notwendige rasche Einschreiten im Übernahmeverfahren ermöglichen soll. Diese Möglichkeit muss m. E. auch im internationalen Verhältnis erhalten werden, wenn sie dort auch zurückhaltend wahrzunehmen ist und sich wiederum die Frage nach Hürden bei der praktischen Möglichkeit der internationalen Durchsetzung stellt.²⁰⁸⁴
- 1086 Aus den obigen Ausführungen ergibt sich folgendes Bild: Bei ausländischen Zielgesellschaften wird regelmässig eine kumulative Anwendung von Normen sowohl des FinfraG als auch des ausländischen Gesellschaftsrechts resultieren, welche die Thematik der Abwehrmassnahmen beide regulieren. Der Gefahr von Normenkonflikten – soweit überhaupt Widersprüche zu erwarten sind – kann aber mit der Möglichkeit des Anwendungsverzichts sowie der Ausstrahlungstheorie, der Anpassung und der Eingriffsnormentheorie weitgehend begegnet werden. Auch wenn der Mischcharakter der Regelung von Art. 132 FinfraG zu kumulativer Rechtsanwendung mit dem ausländischen Gesellschaftsrecht führt, so genügen m. E. die vorhandenen Instrumente zur Normenkonfliktbekämpfung.

²⁰⁸² Siehe dazu TEDJANI, 266 ff.

²⁰⁸³ Siehe vorne [N 1016](#).

²⁰⁸⁴ Siehe dazu hinten [N 1121 ff.](#)

4.5. Beispiel der Angebotspflicht

Wie vorne dargelegt, weist die Regelung der Angebotspflicht einen starken Mischcharakter mit wesentlichen gesellschaftsrechtlichen Aspekten auf. Werden die Normen zur Angebotspflicht in Art. 135 f. FinfraG ordentlich über Art. 125 FinfraG für anwendbar erklärt, so gelangen auch die gewichtigen gesellschaftsrechtlich geprägten Aspekte zur Anwendung. Diese wiederum konkurrenzieren mit dem allgemein international-privatrechtlich anwendbaren Gesellschaftsrecht, dem Zielgesellschaftsstatut. Das ausländische Zielgesellschaftsstatut kann ähnliche Normen bzw. Mechanismen vorsehen, welche – wie die Regelung der Angebotspflicht des FinfraG – den Schutz der Minderheitsaktionäre als Verbandsmitglieder und das Verhältnis zwischen Mehr- und Minderheitsaktionär zum Gegenstand haben. Sind erhebliche Überschneidungen zwischen der Regelung der Angebotspflicht gemäss FinfraG und einem ausländischen Gesellschaftsrecht auszumachen, so führt diese kumulative Anwendbarkeit unweigerlich zu Normenkollisionen. 1087

Beispiele hierfür sind in der Praxis der UEK zu finden: Im UEK-Verfahren «*Telemedicine*» ging es um die Frage, ob ein «Reverse Triangular Merger» nach ausländischem Recht eine Angebotspflicht gemäss FinfraG auslöst.²⁰⁸⁵ Obwohl dies grundsätzlich bejaht wurde, wurde eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt, da das (anwendbare) ausländische Gesellschaftsrecht die Interessen der aussteigenden Minderheitsaktionäre ebenfalls in vergleichbarer Weise schütze.²⁰⁸⁶ Damit hat die UEK verhindert, dass gleichzeitig zur Dreiecksfusion nach ausländischem Recht auch ein Pflichtangebot nach Schweizer Recht durchgeführt werden musste. 1088

Im Fall «*Cosmo Pharmaceuticals*» ging es um die Konkurrenz zu einem Austrittsrecht der Aktionäre nach italienischem Gesellschaftsrecht.²⁰⁸⁷ Auch hier verzichtete die UEK auf die Anwendung des Schweizer Rechts, um Normenkonflikte zu verhindern, da das ausländische Gesellschaftsrecht gar einen weitgehenden Anlegerschutz als das FinfraG bot.²⁰⁸⁸ An diesen Fällen lässt sich erkennen, dass die Angebotspflicht nach FinfraG mit Instituten des ausländischen Gesellschaftsrechts massgebliche Überschneidungen zeigen kann und somit eine besondere Gefahr von Normenkonflikten resultiert. 1089

²⁰⁸⁵ Siehe Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 2 und 3.

²⁰⁸⁶ Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 2 f.

²⁰⁸⁷ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 2 f.

²⁰⁸⁸ Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA, E. 3.3.

- 1090 Das wirft die Frage auf, ob bei ausländischen Zielgesellschaften (i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG) eine Anwendung der Angebotspflicht *generell* zu verneinen ist, um diese Problematik zu lösen. Hierfür ist vorab zu überlegen, ob der höheren Gefahr von Normenkonflikten aus der resultierenden kumulativen Anwendbarkeit des ausländischen Gesellschaftsrechts nicht mit den vorhandenen Instrumenten begegnet werden kann. Dieser Gefahr könnte in erster Linie wiederum mit dem Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG entgegengetreten werden. Daneben tritt hier noch die spezielle Möglichkeit des Verzichts auf die Gewährung einer *Ausnahme von der Angebotspflicht* nach Art. 136 FinfraG. Die UEK hat im Fall Telemedicine diese Bestimmung zur Anwendung gebracht, um Normenkonflikte zu verhindern. Auf die Möglichkeit des allgemeinen Anwendungsverzichts ist sie nicht eingegangen – m. E. aus nicht nachvollziehbaren Gründen.²⁰⁸⁹
- 1091 Damit sind bei der Angebotspflicht weitergehende Möglichkeiten zur Vermeidung von Normenkonflikten zu verorten. Während im Allgemeinen die Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu erfüllen sind, ist hier eine Nichtanwendung (gestützt auf Art. 136 FinfraG) viel breiter möglich. Die erhöhte Gefahr von Normenkonflikten im Zusammenhang mit Pflichtangeboten wird deshalb mit einer weitergehenden Ausnahmegewährung kompensiert. Eine generelle Nichtanwendbarkeit der Angebotspflicht – als zentraler Norm der Übernahmeregeln des FinfraG – bei ausländischen Zielgesellschaften ist deshalb abzulehnen.²⁰⁹⁰ Die mit der Angebotspflicht einhergehende Möglichkeit des Opting-out ist – obwohl in der gesetzlichen Ausgestaltung primär auf inländische Gesellschaften zugeschnitten – den ausländischen Zielgesellschaften ebenfalls (sinnemäss) zu ermöglichen.²⁰⁹¹
- 1092 Kommt ein Verzicht auf die Durchsetzung der Angebotspflicht nicht in Frage, kann wiederum einerseits ein *partieller Anwendungsverzicht* geprüft werden, indem auf die Anwendung von bloss einzelnen konfliktzeugenden Normen verzichtet wird (etwa auf starre prozedurale Vorgaben wie Fristen). Sodann kann auch das Institut der *Anpassung* zur Vermeidung von Ungereimtheiten –

²⁰⁸⁹ Siehe dazu ausführlicher vorne [N 851 ff.](#); Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 1 und 3.

²⁰⁹⁰ So wurde eine Angebotspflicht nach FinfraG bei einer ausländischen Zielgesellschaft (sowie ausländischen Anbietern) in der Aufsichtspraxis der UEK auch bejaht, siehe das Verfahren 0672 i. S. SHL Telemedicine Ltd., welches eine Vielzahl an Verfügungen produziert hat, dazu kommentierend GOTSCHEV/JENNY, 424 ff.; siehe auch Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 1; BLAAS, 23 ff.; FAHRLÄNDER, § 12 N 456 und 585.

²⁰⁹¹ Siehe vorne [N 742 f.](#)

insbesondere im Zuge der Anwendung auf ausländische Gesellschaften – genutzt werden. Dies erlaubt bspw., die praktischen Schwierigkeiten eines Opting-out bei ausländischen Gesellschaften auszubebnen.²⁰⁹²

Im Zusammenhang mit der Angebotspflicht ist eine weitere Besonderheit zu betrachten. Der Angebotspflicht kommt gemäss (einem Teil der) Lehre *Doppelnormcharakter* zu, d. h. eine Durchsetzung der Angebotspflicht ist sowohl auf dem zivil- als auch verwaltungsrechtlichen Weg möglich.²⁰⁹³ Diese Doppelspurigkeit zeigt auch kollisionsrechtlich Konsequenzen, indem durch die Wahl der Vorgehensweise das anwendbare Recht in einem gewissen Mass beeinflusst werden kann. Während ein Zivilgericht nicht über den Anwendungsverzicht entscheiden kann, steht diese Möglichkeit der Aufsichtsbehörde zu.²⁰⁹⁴ Das Zivilgericht wird das anwendbare Recht über das System des internationalen Privatrechts bestimmen. Unter Umständen kommt es dabei nach dem IPRG auf ein anwendbares ausländisches Recht, sodass die Normen des FinfraG nur als Eingriffsnormen zur Anwendung kommen können und somit nur unter höheren Voraussetzungen. Damit kann die Entscheidung, ob der zivil- oder der aufsichtsrechtliche Weg beschritten wird, tatsächlich einen gewissen Einfluss auf das anwendbare Recht zeigen. Allerdings stehen dem zivilrechtlichen Weg in der Praxis ohnehin hohe praktische Hürden im Wege, sodass die Durchsetzung weitgehend bei der UEK verbleibt.²⁰⁹⁵

Damit lässt sich für die kollisionsrechtliche Betrachtung der Angebotspflicht das Folgende festhalten: Die ordentliche Anknüpfung nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG kann insbesondere bei ausländischen Zielgesellschaften i. S. v. lit. b bei der Angebotspflicht zur kumulativen Anwendbarkeit mit ähnlichen Instrumenten des ausländischen Gesellschaftsrechts führen. Dies geht mit einem besonderen Risiko für positive Normenkonflikte einher. Dieser Problematik kann aber mit dem Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG sowie der Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 136 FinfraG begegnet werden. Eine kollisionsrechtliche Abspaltung der Angebotspflicht – als

²⁰⁹² Siehe zur Problematik des Opting-out bei ausländischen Zielgesellschaften vorne [N 742 f.](#)

²⁰⁹³ VON DER CRONE, Angebotspflicht, 45; HÖHN/LANG/ROELLI, 458.

²⁰⁹⁴ Das Zivilgericht könnte immerhin bei der Frage nach der Anwendung des FinfraG über den Weg der Eingriffsnormen den Anwendungsverzicht insofern berücksichtigen, als es mit einer Verneinung des Eingriffsnormcharakters (mangels zwingendem Anwendungswille aufgrund der Möglichkeit des Anwendungsverzichts) dasselbe Ergebnis erzielen kann.

²⁰⁹⁵ Siehe zu den praktischen Hürden HÖHN/LANG/ROELLI, 459 f.

(auch) gesellschaftsrechtlicher Regelung – von der ordentlichen Anknüpfung des FinfraG ist deshalb auch bei ausländischen Gesellschaften nicht notwendig.

4.6. Zwischenfazit: Regelanknüpfung und Korrektur im Einzelfall

- 1095 Die Betrachtung von zwei praktisch zentralen Normen des FinfraG mit gemischter Rechtsnatur ergibt folgendes Bild: Tatsächlich besteht hier eine besondere Gefahr von positiven Normenkonflikten, welche aufgrund der kumulativen Anwendung von Gesellschaftsrecht der einen Rechtsordnung und gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des Kapitalmarktrechts der anderen Rechtsordnung resultiert. In diesem *Schnittbereich* ist das Auftreten von positiven Normenkonflikten zu erwarten, wenn bei ausländischen Zielgesellschaften die Regelanknüpfung nach Art. 125 FinfraG vorgenommen wird. Wie die Betrachtung des Beispiels der Abwehrmassnahmen sowie der Angebotspflicht gezeigt hat, kann dieser Gefahr jedoch in genügendem Masse begegnet werden. Primär hilft dabei das Instrument des – generellen oder partiellen – Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG (sowie bei der Angebotspflicht spezifisch Art. 136 FinfraG). Teilweise lösen sich positive Normenkonflikte ohnehin, indem eine Norm als Eingriffsnorm die kollidierende Norm verdrängt. Ist weder ein Anwendungsverzicht möglich noch eine Eingriffsnormthematik gegeben, so bleibt das Institut der Anpassung und die Anwendung der Ausstrahlungstheorie.
- 1096 Soweit der Normenkonflikt überhaupt in einem klaren Widerspruch auftaucht, wird zuerst die Möglichkeit des Anwendungsverzichts zu prüfen sein. Wenn kein klarer Widerspruch, sondern bloss nicht identische Normen oder abweichende Pflichten angetroffen werden, so sollten das Institut der Anpassung sowie die Ausstrahlungstheorie genügen, um die Divergenzen auszugleichen. Nach Verifizierung anhand der betrachteten Beispiele kann gefolgert werden, dass – auch wenn der Mischcharakter einer übernahmeaufsichtsrechtlichen Norm zu kumulativer Rechtsanwendung mit dem ausländischen Gesellschaftsrecht führt – die vorhandenen Instrumente zur Normenkonfliktbekämpfung genügen; wenn sie denn in der aufgezeigten Art und Weise genutzt werden.
- 1097 Damit erweist sich eine kollisionsrechtliche Abspaltung der auch gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG als *nicht* notwendig. Auch Normen mit Mischcharakter können grundsätzlich der Regelanknüpfung un-

terworfen werden. Im Einzelfall kann eine gewisse «Abspaltung» durch Nichtanwendung einzelner oder mehrerer Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten erfolgen, sofern und soweit ein Normenkonflikt zu befürchten ist.

5. Fazit: Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten des FinfraG

Es wurde eine *beachtliche gesellschaftsrechtliche Dimension* des Übernahmeaufsichtsrechts verortet, welche die Frage nach einer besonderen kollisionsrechtlichen Anknüpfung nahelegt. Für den kollisionsrechtlichen Umgang mit den *gesellschaftsrechtlichen Aspekten* der Übernahmeregeln des FinfraG sind folgende Schlüsse zu ziehen: 1098

Eine eindeutige Qualifikation der einzelnen Normen als gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlich ist m. E. über weite Strecken nicht möglich, da bei zahlreichen Normen Charakteristiken beider Rechtsgebiete gefunden werden. Damit ist auch keine trennscharfe Spaltung möglich bzw. sinnvoll, da die Verknüpfungen und Wechselwirkungen als zu stark zu veranschlagen sind. 1099

Als *rein gesellschaftsrechtliche* Norm in Art. 125 ff. FinfraG wurde von der Literatur und Praxis übereinstimmend einzig die Regelung des *Squeeze-out* verortet. Diese Einschätzung ist zu teilen. Auf kollisionsrechtlicher Ebene ist die Konsequenz dieser Einordnung die anknüpfungstechnische Herauslösung des *Squeeze-out* aus dem FinfraG. Dies lässt sich einerseits mit der internationalprivatrechtlichen Dogmatik begründen, wird im Ergebnis aber ebenfalls durch praktische Erwägungen gestützt. Die Regelung des *Squeeze-out* ist deshalb bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts aus dem FinfraG zu lösen und gestützt auf Art. 154 IPRG anzuknüpfen. 1100

Alle anderen Normen von Art. 125 ff. FinfraG hingegen sind *ordentlich* nach der Regelanknüpfung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG zu berufen. Dies gilt vorbehaltlos für die rein kapitalmarktrechtlichen Normen, aber – im Grundsatz – ebenfalls für diejenigen Normen, welche auch gesellschaftsrechtliche Aspekte aufweisen, d. h. die *gemischten Normen*. Insbesondere bei den ausländischen Zielgesellschaften i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG kann jedoch eine *gewisse «Abspaltung»* der gesellschaftsrechtlichen Aspekte über den Mechanismus des *Anwendungsverzichts* geschehen: Um Normenkonflikte mit dem ausländischen Gesellschaftsrecht bei kumulativer Anwendung zu vermeiden, kann im Einzelfall auf die Anwendung der eigenen gesellschaftsrechtlich geprägten Regeln des FinfraG verzichtet und die Regelung auf diese Weise dem ausländischen Gesellschaftsrecht überlassen werden. Zu diesen Regelungen mit ge- 1101

sellschaftsrechtlichen Aspekten sind insbesondere die Regelung der Angebotspflicht (Art. 135 FinfraG) und des Opting-out (Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG) und die Regelung der Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft (Art. 132 FinfraG) inkl. der Regeln zu den Abwehrmassnahmen der Zielgesellschaft (Art. 132 Abs. 2 FinfraG) zu zählen. Sodann lassen sich gesellschaftsrechtliche Charakteristiken auch in Gleichbehandlungspflichten, Preisvorschriften und Stimmrechtsschwellenwerten erkennen. Alle diese Normen sind demzufolge ordentlich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG zu berufen, im Einzelfall kann aber der hier besonders hohen Normenkonfliktgefahr mit einem Anwendungsverzicht nach Abs. 2 – für einzelne oder mehrere Normen – begegnet werden. Ist eine Anwendung der gesellschaftsrechtlich geprägten Norm des FinfraG notwendig und resultiert dadurch eine kumulative Anwendung mit dem allgemeinen Gesellschaftsrecht, so können einzelne dieser Normen mittels des Instituts der Anpassung und über die Ausstrahlungswirkung modifiziert bzw. spezifiziert werden, um sie mit dem nach Art. 154 IPRG anwendbaren Gesellschaftsrecht in Einklang zu bringen.

- 1102 Dementsprechend ist aus kollisionsrechtlicher Sicht beim Übernahmeaufsichtsrecht durchaus ein Auge auf den Umgang mit gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG zu richten, da diese ein besonderes Normenkonfliktpotential enthalten. Den möglicherweise resultierenden Normenkonflikten lässt sich aber mit den aufgezeigten Instrumenten begegnen. Die *Notwendigkeit der grundlegenden kollisionsrechtlichen Spaltung* des Übernahmeaufsichtsrechts nach der Rechtsnatur ist deshalb zu *verneinen*. Nur bei ausländischen Zielgesellschaften kann – im Einzelfall zur Vermeidung von Normenkonflikten – eine «Abspaltung» der gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG durch Anwendungsverzicht angezeigt sein.

IV. Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts

- 1103 Nachdem die Frage der Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Aufspaltung des Übernahmeaufsichtsrechts grundsätzlich verneint und der kollisionsrechtliche Umgang mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten des FinfraG dargestellt wurde, ist der Umfang bzw. die Reichweite des Übernahmeaufsichtsstatuts basierend auf den gewonnenen Erkenntnissen darzustellen.

1. Eigener Ansatz: dynamischer Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts

Vor dem dargestellten Hintergrund ist die Frage nach dem Umfang und der Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts m. E. wie folgt zu beantworten: 1104

1.1. Umfassender Umfang bei Übereinstimmung mit Gesellschaftsstatut

Sofern das *Übernahmeaufsichtsstatut* und das *Gesellschaftsstatut übereinstimmend* (und ausschliesslich) auf Schweizer Recht verweisen, kann die Regelanknüpfung nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG *umfassend* vorgenommen werden. Der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts bereitet in diesem Zusammenhang keine besonderen Schwierigkeiten. Von der Anwendung anknüpfungstechnisch auszunehmen ist einzig die rein gesellschaftsrechtliche Regelung des Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG. Sie wird jedoch in dieser Konstellation ohnehin auch über Art. 154 IPRG berufen, sodass diese Ausnahme nur theoretischer Natur ist. Damit werden hier alle Normen des FinfraG einheitlich von der Regelanknüpfung erfasst, sodass der *Umfang* als *umfassend* einzuordnen ist. 1105

1.2. Dynamischer Umfang bei Auseinanderfallen von Aufsichts- und Gesellschaftsstatut

Wenn das *Übernahmeaufsichtsstatut* und das *Zielgesellschaftsstatut auseinanderfallen*, so ist der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts m. E. nur im Einzelfall bestimmbar. Wie gesehen kann eine konsequent einheitliche Anknüpfung bei internationalen Verhältnissen zu praktischen Schwierigkeiten und Normenkonflikten führen. Da aber auch eine konsequente Aufspaltung nach der Rechtsnatur nicht kollisionsrechtsdogmatisch sauber oder praktisch reibungsfrei geschehen kann, war eine Zwischenlösung zu suchen. 1106

Hierfür ist der *Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts* im Ausgangspunkt *weit zu fassen*. Grundsätzlich werden dafür alle Übernahmeregeln des FinfraG entsprechend ihrer Einordnung im Gesetz einheitlich in vollem Umfang über Art. 125 FinfraG angeknüpft (davon ausgenommen ist wiederum einzig die Regelung des Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG). Um mit der gesellschaftsrechtlichen Dimension des FinfraG kollisionsrechtlich umzugehen, ist aber im Einzelfall eine *Beschränkung des Umfangs* des Übernahmeaufsichtsstatuts zu prüfen. Eine Handhabe hierfür wurde im Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG gefunden. Der Mechanismus des partiellen Anwendungsver- 1107

zichts erlaubt, den *Umfang* des Übernahmeaufsichtsrechts je nach Transaktion und betroffener Rechtsordnung im Einzelfall *anzupassen*. So kann der Umfang weit gefasst werden, um negative Normenkonflikte zu verhindern. Oder er wird enger gefasst, um positiven Normenkonflikten vorzubeugen. In diesem Sinne erlaubt der Anwendungsverzicht ein *dynamisches Verständnis des Umfangs* des Übernahmeaufsichtsstatuts. Dabei kann der Umfang äusserst stark variieren: Er kann sich auf einige wenige gesellschaftsrechtlich geprägte Normen beschränken oder aber es werden im Gegenteil nur einzelne Normen vom Umfang überhaupt ausgenommen.

- 1108 Eine *Reduktion des Umfangs* erfolgt – aufgrund der gesetzlichen Vorgaben zum Mechanismus des Anwendungsverzichts – nur (a) immer im Rahmen einer Einzelfallbetrachtung, (b) höchstens im Umfange eines (drohenden) Normenkonflikts und (c) unter dem Vorbehalt, dass ein anlegerschutzäquivalentes ausländisches Recht gegeben ist. Eine dynamische Reduktion des Umfangs kommt in erster Linie in Frage, wenn Sitz und Kotierungsort der Zielgesellschaft auseinanderfallen und primär hinsichtlich gesellschaftsrechtlich geprägter Normen. Dies sei nachfolgend konkretisiert und ausgeführt:
- 1109 In der kumulativen Anwendbarkeit von den *gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG* mit dem anwendbaren ausländischen Gesellschaftsrecht wurde ein Normenkonfliktherd verortet. Um solche Normenkonflikte zu vermeiden, kommt insbesondere der Verzicht auf die Anwendung der gesellschaftsrechtlich geprägten Regeln des FinfraG in Frage (sodass die Regelung dem ausländischen Gesellschaftsrecht überlassen wird). Der Versuch einer *trennscharfen Kategorisierung* von gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Normen wurde verworfen. Deshalb ist es m. E. nicht sinnvoll, einen (abschliessenden) Katalog mit den gesellschaftsrechtlichen Vorschriften des FinfraG zu erstellen, um welche sich in diesen Fällen der Umfang des Aufsichtsstatuts reduziert. Stattdessen ist im *Einzelfall* festzustellen, für welche Normen im anwendbaren (gewöhnlichen) Gesellschaftsrecht eine entsprechende Regelung gefunden wird, sodass ein Normenkonflikt droht. So kann bspw. – als Regelungen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten – die Thematik der Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft durch Anwendungsverzicht dem ausländischen Recht überlassen werden. Der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts reduziert sich dann im Einzelfall um diese von der Anwendung auszunehmenden Normen.
- 1110 Ein Bedarf für eine «Abspaltung» der gesellschaftsrechtlichen Aspekte, um die gesellschaftsrechtliche Dimension der Transaktion dem (nach Art. 154 IPRG) anwendbaren ausländischen Gesellschaftsrecht zu überlassen, wurde bei den

ausländischen Zielgesellschaften i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG verortet. Aus kollisionsrechtlicher Sicht ist folglich zwischen den Konstellationen von Art. 125 Abs. 1 lit. a und lit. b FinfraG zu differenzieren, indem der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatus nach lit. a in der Regel weiter zu fassen ist als nach lit. b. Dies ist allerdings immer im Einzelfall zu verifizieren, da die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts zu erfüllen sind.

In der umgekehrten Konstellation einer Zielgesellschaft mit Sitz in der Schweiz und *Kotierung ausschliesslich im Ausland* – und der damit im Regelfall resultierenden Anwendbarkeit von Schweizer Gesellschaftsrecht und ausländischem Kapitalmarktrecht – kann der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatus nur durch das ausländische Recht bestimmt werden, da das FinfraG sich einer Anwendbarkeit verschliesst. Unmittelbar anwendbar ist einzig Art. 137 FinfraG, da dieser über Art. 154 IPRG berufen wird. Die Möglichkeit einer Berufung weiterer gesellschaftsrechtlich geprägter Normen des FinfraG wäre zwar wünschenswert, ist aber durch den klaren Gesetzeswortlaut von Art. 125 FinfraG ausgeschlossen. 1111

Bei *Mehrfachkotierungen* wiederum ist die Ausgangslage für den Umfang des Übernahmestatus nochmals eine andere: Hat die mehrfach kotierte Gesellschaft ihren Sitz (sowie eine Kotierung) *in der Schweiz*, käme in Frage, den Umfang des anwendbaren schweizerischen Übernahmeaufsichtsrechts massiv zu reduzieren, indem auf die Anwendung der kapitalmarktrechtlich geprägten Normen des FinfraG verzichtet wird und (im Sinne eines weitgehenden, aber noch partiellen Anwendungsverzichts) nur einzelne gesellschaftsrechtlich geprägte Vorschriften angewandt werden. So könnte die gesellschaftsrechtliche Dimension der Transaktion dem Schweizer Recht unterstellt sein, während die kapitalmarktrechtliche dem ausländischen Recht überlassen wird. Diese Vorgehensweise wird jedoch nur in Sonderfällen eine Option darstellen, da bei Sitz und Kotierung der Zielgesellschaft in der Schweiz (trotz Kotierung auch im Ausland) äusserst starke Bezüge zur Schweizer Rechtsordnung gegeben sind, sodass die Wahrnehmung einer umfassenden Aufsicht unter Anwendung des eigenen Rechts angezeigt wäre. 1112

Hat die mehrfach kotierte Zielgesellschaft ihren Sitz *im Ausland*, so steht zuerst ein Anwendungsverzicht für die Übernahmeregeln des FinfraG insgesamt im Vordergrund, da der Bezug zur ausländischen Rechtsordnung als viel enger zu verorten ist. Sollten doch mindestens gewisse Aspekte der Schweizer Aufsicht unterstellt bleiben, so könnten – ebenfalls mittels weitgehendem partiellen Anwendungsverzicht – nur einzelne Normen zur Anwendung gebracht werden, während ansonsten dem ausländischen Recht der Vortritt gelassen 1113

wird. Damit steht bei Mehrfachkotierungen insbesondere eine weitgehende Reduktion des Umfangs der anwendbaren Bestimmungen des FinfraG im Raum.

- 1114 Die dynamische Bestimmung des Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatuts sei an einer kurzen Fallstudie illustriert.²⁰⁹⁶ Eine Zielgesellschaft hat ihren statutarischen Sitz in Mailand, Italien. Ihre Aktien sind (ausschliesslich) an der Börse in Zürich kotiert. Grundsätzlich ist nach Art. 154 IPRG italienisches Gesellschaftsrecht anwendbar, während nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG auch Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht anwendbar ist (mit Ausnahme von Art. 137 FinfraG). Nun stellt sich die Frage, wie weit sich die gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG mit dem italienischen Gesellschaftsrecht überschneiden, also etwa, ob das italienische Gesellschaftsrecht eine Regelung von Abwehrmassnahmen und ein Pflichtangebot oder ein ähnliches Institut kennt. Sofern hier ein Normenkonflikt droht, kann über Art. 125 Abs. 2 FinfraG auf die Anwendung der kollidierenden gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG verzichtet werden. Der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts würde sich entsprechend um die Regelungen von bspw. Art. 132 und 135 f. FinfraG reduzieren. Diese gesellschaftsrechtlichen Aspekte werden dem italienischen Recht überlassen. Die kapitalmarktrechtliche Aufsicht kann aber trotzdem durch die UEK wahrgenommen werden, indem die Erstellung eines Angebotsprospekts, die Einhaltung der Preisvorschriften etc. überwacht werden. Der partielle Anwendungsverzicht wäre durch die UEK mittels Verfügung vorzunehmen, was aber im Rahmen des allgemeinen Verfahrens geschehen kann.
- 1115 Der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts ist somit grundsätzlich einheitlich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG zu bestimmen. Bei ausländischen Zielgesellschaften und bei Mehrfachkotierungen kann der Umfang aber *einzelfalldynamisch reduziert* werden, insbesondere im Umfang der gesellschaftsrechtlich geprägten Übernahmeregeln. Das Ausmass dieser Reduktion ist im Einzelfall unter Beachtung des konkreten Normenkonflikts zu bestimmen.

2. Abgrenzung

- 1116 Im Zusammenhang mit dem Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts ist nicht einzig die An- oder Nichtanwendbarkeit von Normen des FinfraG relevant, sondern auch die Grenzziehung zu den weiteren Regelungsbereichen. Dort wo Privat- und Übernahmeaufsichtsrecht eng verwoben sind und Überschnei-

²⁰⁹⁶ Das Beispiel in Anlehnung an den Sachverhalt im Verfahren «Cosmo Pharmaceuticals», siehe Verfügung 582/01 der UEK vom 7.11.2014 i. S. Cosmo Pharmaceuticals SpA.

dungen und Wechselwirkungen zeigen, ist eine saubere Abgrenzung – gleich wie die trennscharfe Kategorisierung der Rechtsnatur der übernahmerechtlichen Bestimmungen – nicht möglich.²⁰⁹⁷ Besonders das Gesellschaftsstatut nach Art. 155 IPRG lässt sich nicht präzise vom Übernahmeaufsichtsstatut abgrenzen, da deutliche *Überschneidungsbereiche* auszumachen sind.²⁰⁹⁸ Wie schon der wichtige Themenkomplex der Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft (im Besonderen hinsichtlich der Abwehrmassnahmen) gezeigt hat, können gesellschaftsrechtliche und übernahmerechtliche Normen bzw. Pflichten *gleichzeitig* und ergänzend, konkretisierend sowie überlagernd relevant sein. Dies gilt ebenfalls für die Abgrenzung zum *Übernahmevertragsstatut*. Im Gegensatz zur Abgrenzung mehrerer Privatrechtsgebiete voneinander ist eine trennscharfe Abgrenzung im Sinne einer ausschliesslichen Zuweisung in diesen Schnittbereichen deshalb gar nicht zu suchen, sondern im überschneidenden Rahmen ist die kumulative Anwendung hinzunehmen.²⁰⁹⁹

Ausserhalb der Schnittbereiche hat sich die Qualifikation grundsätzlich an den Kategorien des eigenen Rechts zu orientieren.²¹⁰⁰ Im Ausgangspunkt hat sich die Abgrenzung wiederum auf die gesetzliche Systematik abzustützen, d. h. insbesondere auf die Einordnung im FinfraG oder im OR (bzw. der entsprechenden ausländischen Erlasse). Eine *präzise Abgrenzung* ist letztlich erst auf Grundlage einer konkreten Einzelfallbetrachtung im Rahmen der Beantwortung einer konkreten Rechtsfrage möglich. Es ist BRÜGGER/DUBS zuzustimmen, dass sich eine Grenzziehung zwischen den Regelungsbereichen, die zusammen das Übernahmestatut konstituieren, abstrakt nicht eindeutig vornehmen lässt.²¹⁰¹ Die Grenzziehung kann einerseits erst erfolgen, wenn die konkret anwendungswilligen Normen überhaupt bekannt sind. Hierfür ist wiederum die Wahl der konkreten Transaktionsstruktur relevant, da diese die Anwendbarkeit von vertrags-, gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen beeinflusst. Zudem ist entscheidend, welche Rechtsordnungen kollidieren, u. a. deshalb, weil thematische Normenkomplexe in den verschiedenen Staaten unterschiedlichen Rechtsgebieten zugeordnet werden.

²⁰⁹⁷ Ähnlich BRÜGGER/DUBS, Anwendungsbereich, 83.

²⁰⁹⁸ So für das Verhältnis des internationalen Gesellschaftsrechts und des Finanzmarktrechts in Deutschland, MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 563 ff.

²⁰⁹⁹ Zum Umgang bzw. dem Verhältnis siehe hinten [N 1210 ff.](#)

²¹⁰⁰ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 567.

²¹⁰¹ BRÜGGER/DUBS, 75.

- 1118 Die Abgrenzung einzelner besonderer Thematiken wurde – soweit sie abstrakt möglich ist – bereits im Rahmen der Darstellung der einzelnen Übernahmeprivatrechtsstatute vorgenommen.²¹⁰² Zwei Abgrenzungsthematiken sind im Folgenden zusätzlich zu skizzieren.
- 1119 Im Schnittbereich von Delikts-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht findet sich die *Haftung für einen fehlerhaften Übernahmeangebotsprospekt*.²¹⁰³ Obwohl diese in anderen Rechtsordnungen dem Kapitalmarktrecht zugewiesen wird, kann sie im Schweizer Recht nicht ohne Weiteres dem Übernahmeaufsichtsstatut zugewiesen werden. Die Frage der allgemeinen Prospekthaftung wurde in der Schweiz lange formell im Gesellschaftsrecht eingeordnet und entsprechend besteht trotz der kapitalmarktrechtlichen Natur der Thematik (noch immer) eine international-privatrechtliche Regelung unter dem Titel des Gesellschaftsrechts (Art. 156 IPRG). Im Schweizer Recht existiert keine besondere *übernahmerechtliche* Prospekthaftung, weshalb die analoge Anwendung der allgemeinen Prospekthaftung und somit auch von Art. 156 IPRG diskutiert wird (und vorne bejaht wurde).²¹⁰⁴ Damit wäre eine besondere, ausdrückliche Kollisionsnorm gegeben, welche bei Übernahmen nach dem FinfraG grundsätzlich auf Schweizer Recht verweist sowie – bei ausländischen Zielgesellschaften – zusätzlich auf das ausländische Recht.²¹⁰⁵ So stellt sich die Frage, ob die Thematik der Haftung für den Übernahmeangebotsprospekt – bei formeller Erfassung durch das IPRG trotz kapitalmarktrechtlicher Rechtsnatur – zum Übernahmeaufsichtsstatut zu rechnen ist. Wenn eine übernahmerechtliche Prospekthaftung bejaht wird (anstatt sie dem allgemeinen Deliktsrecht zu überlassen), so wäre sie m. E. konsequenterweise auch dem Übernahmeaufsichtsstatut zuzuweisen. Die besondere Regelung in Art. 156 IPRG schliesst dies nicht per se aus, zumal das IPRG auch an anderer Stelle Anknüpfungen für

²¹⁰² Siehe vorne [N 382 ff.](#) und [N 473 ff.](#)

²¹⁰³ Siehe dazu vorne [N 514 ff.](#)

²¹⁰⁴ Siehe für diese Besonderheit aus einem vergleichenden Blick aus Deutschland, ACKERMANN, 76; ausführlicher vorne [N 516 ff.](#)

²¹⁰⁵ Nach Art. 156 IPRG können Ansprüche aus der Prospekthaftung nach dem Recht des Staates geltend gemacht werden, in dem die Ausgabe erfolgt ist, oder alternativ nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht. Sinngemäss auf den Übernahmeangebotsprospekt übertragen bedeutet der Ausgabeort, dass der Kotierungsort oder der Ort der Publikation des Angebotsprospekts (vgl. Art. 18 i. V. m. Art. 6 f. UEV) relevant sein müsste. Bei einem Übernahmeangebot nach FinfraG würde auch Art. 156 IPRG deshalb in den meisten Fällen auf das Schweizer Recht verweisen, bei einer Zielgesellschaft mit Sitz im Ausland noch zusätzlich auf das ausländische Recht.

öffentlich- bzw. aufsichtsrechtliche Thematiken vornimmt.²¹⁰⁶ Auch dass nach Art. 156 IPRG alternativ eine Geltendmachung der Ansprüche nach dem Gesellschaftsstatut möglich ist, ändert m. E. nichts an der Übernahmeaufsichtsrechtlichen Zuweisung: Erstens ist die gesellschaftsrechtliche Anknüpfung auch dem FinfraG nicht unbekannt und zweitens geht es um die – auf Anlegerschutzgedanken zurückzuführende – spezifische Einräumung eines Wahlrechts bei der Prospekthaftung.²¹⁰⁷ Damit ist m. E. gar diese Sonderanknüpfungsregelung im IPRG selbst kapitalmarktrechtlicher Natur. Die Thematik der Haftung für den Übernahmeangebotsprospekt ist damit zum Übernahmeaufsichtsstatut zu zählen, obwohl die Anknüpfung nach Art. 156 IPRG (analog) vorzunehmen ist. Damit ist hier die Besonderheit zu verorten, dass für eine Übernahmeaufsichtsrechtliche Thematik eine Anknüpfungsregelung im IPRG zu finden ist.

Weitere Abgrenzungsfragen bietet die Regelung der *Umstrukturierungen* in Art. 161 ff. IPRG.²¹⁰⁸ Im Grundsatz stehen diese Transaktionsformen alternativ zur Verfügung, sodass sich keine besonderen Abgrenzungsfragen stellen. Jedoch sind Kombinationen denkbar, dass also eine öffentliche Übernahme einen Teil einer umfassenderen Transaktion bildet, bspw. einer Dreiecksfusion. Eine Umstrukturierung kann die Angebotspflicht nach Art. 135 f. FinfraG auslösen bzw. es kann ein Pflichtangebot auch durch Fusion vollzogen werden.²¹⁰⁹ In diesen Fällen stellen sich Abgrenzungsfragen: Sollen etwa die Pflichten aufgrund einer Angebotspflicht im Rahmen einer Fusion (als atypisches Tauschangebot) erfüllt werden, so wären das auf die Fusion anwendbare Recht sowie das Übernahmeaufsichtsrecht zu bestimmen und voneinander abzugrenzen. Dabei wird es sich allerdings – auch bei internationalen Verhältnissen – in der Regel nicht um eine grenzüberschreitende Fusion i. S. v. Art. 163a IPRG handeln, sondern um eine Binnenfusion nach den Bestimmungen nur einer Rechtsordnung.²¹¹⁰ Die Fusion kann sich nach ausländischem Recht richten, während das Pflichtangebot nach FinfraG im Raum steht.²¹¹¹ Hier findet man sich wieder in der Problematik des Auseinanderfallens von Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsstatut. Da eine saubere Abgrenzung in diesen Fällen bei unterschiedlicher Qualifikation der Rechtsnatur einer Materie in den betroffenen Rechtsordnungen kaum möglich ist, hat die UEK in solchen Fällen Ausnah-

²¹⁰⁶ So etwa nach Art. 136 f. IPRG für das Wettbewerbsrecht.

²¹⁰⁷ Siehe NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 72.

²¹⁰⁸ Siehe dazu schon vorne [N 526 ff.](#)

²¹⁰⁹ Siehe für ein Beispiel Empfehlung I 0372/01 der UEK vom 6.6.2008 i. S. Hiestand Holding.

²¹¹⁰ Dies aus praktischen Gründen, siehe vorne [N 20](#) und [N 526 ff.](#)

²¹¹¹ Siehe für ein Beispiel Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd.

men von der Angebotspflicht gewährt.²¹¹² Ist dies nicht möglich, so resultiert eine – dem internationalen Umstrukturierungsrecht allgemein bekannte –²¹¹³ kumulative Rechtsanwendung (von Umstrukturierungs- und Pflichtangebotsregeln).²¹¹⁴ Allenfalls dabei resultierenden Normenkonflikten ist mit den genannten Instrumenten zu begegnen.

3. Hinweis: praktische Durchsetzung im Ausland

- 1121 Eine mit der Frage nach dem anwendbaren Recht verwandte Thematik ist die *Problematik der praktischen Durchsetzbarkeit im Ausland*. Wenn Normen des FinfraG berufen werden, so mögen sie zwar auf eine Transaktion anwendbar sein. Die Möglichkeit der tatsächlichen Durchsetzung im internationalen Verhältnis kann aber eine zusätzliche Hürde darstellen. Da diese Problematik über die Frage nach dem anwendbaren Recht hinausgeht, wird hier nur auf einige praktisch bedeutende Punkte hingewiesen.
- 1122 Mit der Problematik der praktischen Durchsetzung insbesondere bei ausländischen Zielgesellschaften ausführlich befasst hat sich TEDJANI.²¹¹⁵ Dabei verortet er insbesondere Schwierigkeiten bei der Stimmrechtssuspendierung und dem Erwerbsverbot als Sanktionen bei der Verletzung der Angebotspflicht, bei der Durchsetzung von Einschränkungen der Entscheidungs- und Handlungsbefugnisse der Organe der Zielgesellschaft (bei Abwehrmassnahmen) sowie beim Squeeze-out.²¹¹⁶
- 1123 Gewisse praktische Durchsetzungsschwierigkeiten sind nicht von der Hand zu weisen. Grossteils dürften sich diese aber in der Praxis lösen lassen:
- 1124 Beim Squeeze-out wurde vorne bereits festgestellt, dass bei ausländischen Zielgesellschaften erhebliche praktische Probleme auftreten. Es wurde dargelegt, dass eine Anknüpfung indes über Art. 154 IPRG erfolgen soll, sodass der Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG ohnehin nur bei Zielgesellschaften mit Sitz in der Schweiz möglich ist.
- 1125 Bei der Durchsetzung der Sanktionen bei Nichtbeachtung der Angebotspflicht (Stimmrechtssuspendierung nach Art. 135 Abs. 5 lit. a FinfraG und Transakti-

²¹¹² Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.

²¹¹³ Siehe vorne [N 528](#).

²¹¹⁴ Bspw. könnte zu prüfen sein, ob die Regeln des FinfraG für Pflichtangebote durch die Abgeltung der Aktionäre im Rahmen der Fusion nach ausländischem Recht erfüllt werden.

²¹¹⁵ TEDJANI, 258 ff.

²¹¹⁶ TEDJANI, 266 ff.

onsverbot nach Art. 135 Abs. 5 lit. b FinfraG) hingegen stellen sich tatsächlich praktische Probleme, wenn diese im internationalen Verhältnis durchgesetzt werden sollen. Diese Sanktionen werden von der UEK (bzw. der FINMA) verfügt und wirken gegenüber der angebotspflichtigen Person (oder Gruppe).²¹¹⁷ Sie haben aber auch für die Zielgesellschaft einschneidende Wirkungen, indem die Suspendierung der Stimmrechte die damit zusammenhängenden Rechte (Einberufung der Generalversammlung, Auskunfts-, Teilnahme- und Einsichtsrechte etc.) beeinflusst.²¹¹⁸ Sind die angebotspflichtige Person bzw. die Zielgesellschaft im Ausland zu lokalisieren, kann es tatsächlich schwierig sein, diese Sanktionen durchzusetzen. Dies hat im Rahmen von Übernahmeverfahren auch schon zu Diskussionen geführt.²¹¹⁹ Schon die Zustellung von Verfügungen durch die UEK kann massive Probleme bereiten, wenn die angebotspflichtige Person ihren (Wohn-)Sitz im Ausland hat, da ungenügende Möglichkeiten der Amts- und Rechtshilfe bestehen.²¹²⁰ Auch wenn die Aufsichtsbehörden keine unmittelbare Handhabe gegenüber ausländischen Parteien haben, dürften die bestehenden Durchsetzungsmöglichkeiten trotzdem in vielen Fällen wirksam sein. Einerseits wird die Durchsetzung der Angebotspflicht auch mittels Strafbestimmung in Art. 152 FinfraG gewährleistet. Sodann könnten die Stimmrechtssuspendierung und das Erwerbsverbot als verwaltungsrechtliche Anordnungen ebenfalls mit Strafandrohung verbunden werden.²¹²¹ Ferner wird das Risiko einer zivilrechtlichen Ungültigkeit oder Anfechtbarkeit von Handlungen trotz Stimmrechtssuspendierung oder Erwerbsverbot abschreckende Wirkung zeigen.

Auch bei den *Abwehrmassnahmen* ist von der Möglichkeit der praktischen Durchsetzung eines Verbots auszugehen. Verstösst eine Abwehrmassnahme gegen das FinfraG, so ist sie zivilrechtlich unwirksam,²¹²² was auch bei ausländischen Zivilgesellschaften gelten muss, da Art. 132 Abs. 2 FinfraG Eingriffs-

²¹¹⁷ MEYER M., Rechtsrisiken, 78; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, Art. 135 N 192.

²¹¹⁸ BSK FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, Art. 135 FinfraG N 175.

²¹¹⁹ Siehe für ein Beispiel Verfügung des Übernahmeyausschusses der FINMA vom 23.11.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 3.1. Hier hatte die UEK eine Stimmrechtssuspendierung für eine Zielgesellschaft mit Sitz in Israel bzw. angebotspflichtige Personen mit Sitz im Ausland verfügt.

²¹²⁰ Siehe zur Problematik unter Darstellung der UEK-Praxis GOTSCHEV/JENNY, 430 ff.

²¹²¹ Die Verbindung mittels Androhung der Bestrafung wegen Ungehorsams nach Art. 292 StGB wurde in der Praxis schon diskutiert, siehe Verfügung 672/04 der UEK vom 1.9.2018 i. S. SHL Telemedicine Ltd., E. 4. Eine solche Strafandrohung kann allerdings gerade bei internationalen Bezügen heikel sein.

²¹²² FRAUENFELDER, 139; Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 36 N 113.

normcharakter zukommt. Während schon die zivilrechtliche Unwirksamkeit die Einhaltung des Verbots überwiegend garantieren wird, würde sich der Verwaltungsrat zudem der Verantwortlichkeitshaftung aussetzen, wenn er – trotz aufsichtsrechtlich festgestellter Unzulässigkeit – an der Abwehrmassnahme festhalten würde. Zudem kann die UEK nicht nur die Unzulässigkeit feststellen, sondern Abwehrmassnahmen direkt mittels Verfügung untersagen.²¹²³

- 1127 Damit dürften sich die Konsequenzen der praktischen Durchsetzungsschwierigkeiten im Ausland m. E. in einem begrenzten Rahmen halten. Die bestehenden Instrumente können eine weitgehende Einhaltung garantieren. Ausbaubedarf besteht hinsichtlich der Amts- und Rechtshilfemöglichkeiten im Übernahmerecht.

V. Hinweis: Anknüpfung zwingender Normen weiterer Rechtsbereiche

- 1128 Neben den behandelten Rechtsgebieten kann in der Übernahmesituation eine Vielzahl von *weiteren zwingenden Normenkomplexen* von Relevanz sein, welche für einzelne Belange ebenfalls zu beachten sind.²¹²⁴ Neben den grossen – hier nicht zu behandelnden – Thematiken des Wettbewerbsrechts und des Steuerrechts können insbesondere verschiedene aufsichtsrechtliche Normen zur Anwendung gelangen, aber auch allgemein – je nach Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft – öffentlich-rechtliche Normen unterschiedlichster Rechtsgebiete. Da der Kreis der möglichen Regelungsbereiche, welche eine Übernahme tangieren kann, offen ist, soll nachfolgend nur ein kurzer Hinweis auf die wichtigsten potenziell kritischen Bereiche im grenzüberschreitenden Bezug erfolgen, eine inhaltliche Darstellung kann hingegen nicht erfolgen. Gewisse Erkenntnisse zum Verhältnis von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht – insbesondere hinsichtlich der Wirkungsweise von Eingriffsnormen – werden sinngemäss auch auf die weiteren zwingenden Normen adaptierbar sein.

1. Emissionsprospektrecht bei Tauschangeboten

- 1129 Bei der Übernahme in Form eines *öffentlichen Umtauschangebots* erfolgt die Abgeltung der Aktionäre der Zielgesellschaft mit Beteiligungspapieren des Anbieters (oder einer anderen Gesellschaft).²¹²⁵ Das Anbieten der eigenen Titel

²¹²³ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 36 N 116.

²¹²⁴ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 369.

²¹²⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 297 f.

zum Tausch kann ein Platzierungsangebot für die angebotenen Tauschaktien darstellen bzw. ein öffentliches Angebot zur Zeichnung, sodass ein *Emissionsprospekt* (und allenfalls ein *Kotierungsprospekt*) notwendig ist.²¹²⁶ Die verschiedenen Prospekte können zusammengefasst vorgelegt oder getrennt erstellt werden.²¹²⁷

Die Emission von Beteiligungspapieren untersteht in der Schweiz sowie zahlreichen anderen Rechtsordnungen besonderen Vorschriften,²¹²⁸ sodass die Anwendbarkeit eines zusätzlichen Regelungskomplexes resultiert. Die Angebotsunterbreitung kann in verschiedenen Staaten (gleichzeitig) zur Anwendung von spezifischen Vorschriften zur Ausgabe von Wertpapieren führen.²¹²⁹ Um zu verhindern, dass das Übernahmeangebot nach Schweizer Recht nicht gegen solche ausländische Vorschriften verstösst, werden in der Praxis länderspezifische Angebotsrestriktionen aufgenommen (insbesondere für die USA, Grossbritannien und hinsichtlich der EU-Prospektrichtlinie²¹³⁰), was von der UEK – in gewissen Schranken – auch zugelassen wird.²¹³¹ Sofern der Abschluss über den Weg der Angebotsrestriktion nicht fruchtet, ist bei Tauschangeboten jedenfalls die Anwendbarkeit von (in- und ausländischen) Bestimmungen für öffentliche Angebote von Wertpapieren zu prüfen. Diese dürften – aufgrund ihrer kapitalmarktrechtlichen Natur – wirtschaftskollisionsrechtlich anknüpfen und somit weitgehend zwingend zur Anwendung kommen.

Für Ansprüche aus öffentlicher Ausgabe von Beteiligungspapieren ist das anwendbare Recht nach Art. 156 IPRG zu bestimmen. Diese Ansprüche können deshalb alternativ nach dem auf die Gesellschaft anwendbaren Recht oder nach dem Recht des Staates geltend gemacht werden, in dem die Ausgabe erfolgt ist, was den Anbieter wiederum zwingt, die Vorgaben aller betroffenen Rechtsordnungen einzuhalten.²¹³²

²¹²⁶ LUGINBÜHL, 192.

²¹²⁷ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 310.

²¹²⁸ TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, 309 f. In der Schweiz ist ein Prospekt nach den Bestimmungen des FIDLEG zu erstellen, siehe Art. 35 ff. FIDLEG, dazu etwa BÖSCH, 81 ff.

²¹²⁹ SCHENKER, 208.

²¹³⁰ Siehe Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist.

²¹³¹ LUGINBÜHL, 192; siehe für Beispiele Empfehlung IV 0318/04 der UEK vom 9.6.2007 i. S. Converium Holding AG, E. 3.4; Empfehlung 0243/08 der UEK vom 24.8.2005 i. S. Leica Geosystems Holdings AG, E. 3.3; zu den Angebotsrestriktionen siehe vorne [N 881 ff.](#)

²¹³² Siehe dazu schon vorne [N 520](#).

2. Zwingendes Arbeitsrecht und Datenschutzrecht

- 1132 Eine in der Überenahmesituation zu berücksichtigende Thematik bildet das *Kollektiv- und Individualarbeitsrecht*, da diverse Staaten einen – stärker als in der Schweiz – ausgeprägten Arbeitnehmerschutz kennen, was mit entsprechenden zwingenden Bestimmungen einher geht.²¹³³ Die Missachtung von Arbeitnehmerbelangen kann eine internationale Transaktion erheblich behindern.²¹³⁴ Insbesondere sind im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen mögliche Regelungen zu *Betriebsübergängen* zu beachten.²¹³⁵
- 1133 Viele Arbeitnehmerschutzregelungen sind öffentlich-rechtliche Normen, welche *territorial angeknüpft* werden, sodass insbesondere Regelungen zum Betriebsübergang, zur Betriebsverfassung und zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer – wie sie etwa das deutsche Recht kennt – als *Eingriffsnormen* zu qualifizieren sind.²¹³⁶ Aus Schweizer Sicht sind Art. 333 ff. OR zu beachten, welche Bestimmungen zur Übertragung der Arbeitsverhältnisse bei Betriebsübergängen sowie zur Information und Konsultation der Arbeitnehmer enthalten. Diese Normen kommen jedoch nur bei Übernahmen in Form von *Asset Deals* zur Anwendung, nicht jedoch beim Anteilskauf.²¹³⁷ Ob die Regelungen von Art. 333 ff. OR aus Sicht des IPRG als Eingriffsnormen zu qualifizieren sind, ist nicht restlos geklärt, wird aber zunehmend bejaht.²¹³⁸ Im Zusammenhang mit Vermögensübertragungen kann dies m. E. klar bejaht werden, da Art. 77 Abs. 3 FusG (über Art. 163d Abs. 1 IPRG i. V. m. Art. 163b IPRG) die Anwendung bei grenzüberschreitenden Verhältnissen explizit festlegt.²¹³⁹ Liegt der zu

²¹³³ Siehe allgemein zum Arbeitsrecht bei Unternehmensübernahmen etwa SCHENKER, Unternehmenskauf, 567 ff.; für Deutschland etwa Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht-MARTINY, Kap. 12.

²¹³⁴ NOBEL, Internationales Aktienrecht I, 346.

²¹³⁵ Siehe für die Europäische Union die Richtlinie 2001/23/EG über die Wahrung von Ansprüchen der Arbeitnehmer beim Übergang von Unternehmen oder Betrieben.

²¹³⁶ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1011; Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-FRANZEN/GRÖNER, Teil N 82.

²¹³⁷ STREIFF/VON KAENEL/RUDOLPH, Art. 333 N 5, m. w. H.

²¹³⁸ Vor dem Ausbau bzw. der Ergänzung der Regelung in Art. 333 ff. OR ging die h. L. noch von der Geltung des *Arbeitsvertragsstatuts* aus, während die neuere Lehre an den *Betriebsort* knüpft bzw. den Eingriffsnormcharakter bejaht, siehe STREIFF/VON KAENEL/RUDOLPH, Art. 333 N 3, m. w. H.; WYLER, 257; ZK IPRG (2. Aufl.)-KELLER/KREN KOSTKIEWICZ, Art. 121 N 45.

²¹³⁹ BSK IPRG-KUNZ/RODRIGUEZ, Art. 163d N 20.

übertragende Betrieb also in der Schweiz, so sind Art. 333 ff. OR zu beachten, unabhängig vom auf den Unternehmenskaufvertrag oder die Arbeitsverträge anwendbaren Recht.

Von zunehmender Bedeutung für grenzüberschreitende Übernahmen ist der Regelungskomplex des *Datenschutzrechts*.²¹⁴⁰ Die Weitergabe von Daten ins Ausland – sei dies schon im Rahmen der Due Diligence oder als Folge der Übernahme konzernintern – ist aus datenschutzrechtlicher Sicht heikel, so dass diesbezügliche Abklärungen dringend zu empfehlen sind.²¹⁴¹ Auch Datenschutzrecht ist über weite Strecken Eingriffsrecht.²¹⁴² 1134

3. Regelungen für Immobiliengesellschaften

Von spezieller Bedeutung ist in der Schweiz die Problematik des *Erwerbs von Immobiliengesellschaften* durch Ausländer, welche aufgrund der besonderen Regulierung in der *Lex Koller* (BewG)²¹⁴³ immer zu betrachten ist, sobald die Zielgesellschaft Immobilien hält. Das hierfür massgebende BewG beschränkt den Erwerb von Schweizer Grundstücken durch Personen, die ihren Wohnsitz bzw. Sitz im Ausland haben, bzw. unterstellt diesen einer Bewilligungspflicht. Dabei wird auch jede Art des indirekten Erwerbs erfasst, namentlich der Erwerb von Gesellschaften, die Grundstücke halten.²¹⁴⁴ Als Erwerber erfasst werden auch Gesellschaften, welche zwar ihren (statutarischen und tatsächlichen) Sitz in der Schweiz haben, aber durch ausländische Personen beherrscht werden.²¹⁴⁵ Bei der Übernahme eines Unternehmens, welches Grundstücke in der Schweiz hält, ist man deshalb schnell mindestens in der Nähe des Anwendungsbereichs der *Lex Koller*, sodass entsprechende Abklärungen notwendig werden.²¹⁴⁶ Aushilfe schafft jedoch, wenn die gehaltenen Grundstücke als Be- 1135

²¹⁴⁰ Für die Schweiz ist insb. das Datenschutzgesetz (Bundesgesetz über den Datenschutz vom 19.6.1992, SR 235.1) zu beachten. Auf der Ebene der Europäischen Union ist insb. die Datenschutzrichtlinie (Richtlinie 95/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.10.1995 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten und zum freien Datenverkehr) wichtig; Meyer-Sporenberg/Jäckle, M&A-Handbuch-UWER/JUNGKIND, § 77.

²¹⁴¹ Siehe ausführlich zur Datenschutzproblematik bei M&A-Transaktionen GERICKE, Datenschutz, 2 ff.

²¹⁴² Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1036 ff.

²¹⁴³ Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (SR 211.412.41), bekannt als *Lex Koller*.

²¹⁴⁴ Art. 4 Abs. 1 lit. b und e und Abs. 2 BewG; SCHENKER, Unternehmenskauf, 542 f.

²¹⁴⁵ Art. 5 Abs. 1 lit. c BewG; Urteil 2A.27/2000 des BGer vom 22.5.2000, E. 4.

²¹⁴⁶ Vgl. MALACRIDA/WATTER, 34.

etriebsstätte-Grundstücke qualifiziert werden können, da diesfalls für den Erwerb keine Bewilligung erforderlich ist.²¹⁴⁷ Ähnliche Bestimmungen existieren für den Erwerb von landwirtschaftlichen Gewerben und Grundstücken gemäss BGGB.²¹⁴⁸

- 1136 Den Bestimmungen des BewG und des BGGB kommt unbestritten *Eingriffsnormcharakter* i. S. v. Art. 18 IPRG zu.²¹⁴⁹ Sie sind deshalb stets zu beachten, wenn die Zielgesellschaft Grundstücke in der Schweiz hält, unabhängig davon, welches Recht ansonsten auf die Übernahme anwendbar ist.

4. Verwaltungsrecht und regulierte Branchen

- 1137 Sodann können Normen des *Verwaltungsrechts* bzw. allgemein des *öffentlichen Rechts* Schranken für Übernahmen aufstellen. Zu denken ist etwa an Umweltrecht (insb. Thematik der Altlasten),²¹⁵⁰ Immissionenschutz, Aussenwirtschaftsrecht,²¹⁵¹ Devisenrecht, Ausländerrecht,²¹⁵² Enteignungsrecht etc.²¹⁵³ Diese können bei Übernahmen etwa Zustimmungs-, Genehmigungs- bzw. Anmeldeerfordernisse vorsehen.²¹⁵⁴ Der Anwendungsbereich der jeweiligen Verwaltungsnormen ist je nach Sachbereich spezifisch festzustellen.²¹⁵⁵ Ein Grossteil dieser Normen wird die Anforderungen von Art. 18 oder 19 IPRG für in- oder ausländische Eingriffsnormen erfüllen.
- 1138 Schliesslich existieren neben dem Übernahmeaufsichtsrecht auch andere aufsichtsrechtliche Normen für diverse *regulierte Branchen* – insbesondere die Finanzbranche –, welche bei Übernahmetatbeständen relevant werden können. Gerade im Bezug zur Schweiz mit ihrem bedeutenden Finanzplatz spielen Vorgaben für im Finanzbereich tätige Zielgesellschaften eine nicht zu vernach-

²¹⁴⁷ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 575 f. Zur ganzen Problematik im Zusammenhang mit Übernahmen KNAPP, 597 ff.

²¹⁴⁸ Bundesgesetz über das bäuerliche Bodenrecht vom 4.10.1991 (SR. 211.412.11); Art. 61 ff. BGGB; siehe dazu im Zusammenhang mit Übernahmen SCHENKER, Unternehmenskauf, 549.

²¹⁴⁹ KREN KOSTKIEWICZ, 242; ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 18.

²¹⁵⁰ Siehe etwa WAGNER PFEIFER, 136 ff., 148 f.; Meyer-Sparenberg/Jäckle, M&A-Handbuch-SCHMIDT/KÖTTERS, § 82.

²¹⁵¹ Siehe dazu etwa HEINEMANN, 1 ff.

²¹⁵² Siehe dazu KNAPP, 597 ff.

²¹⁵³ Göthel, M&A-GÖTHEL, 383 f.; SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 369.

²¹⁵⁴ Kronke et al., Handbuch int. Wirtschaftsrecht-MATYSCHOK/HORSTKOTTE, Teil K N 1023 ff.

²¹⁵⁵ SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351.

lässigende Rolle. Für *Banken* und *Versicherungen* bestehen aufsichtsrechtliche *Bewilligungspflichten* bei ihrem Erwerb sowie *Meldepflichten* beim Erwerb von Beteiligungen.²¹⁵⁶

Ähnliche Bewilligungspflichten bestehen bei Unternehmen in diversen weiteren regulierten Branchen, so in der Schweiz für Telefon- und Datenübertragungsdiensteanbieter, Radio- und Fernsehveranstalter, Kinobetreiber, Spielbanken und Luftfahrtunternehmen.²¹⁵⁷ Diesen verschiedenen aufsichtsrechtlichen Normen wird über weite Strecken Eingriffsnormcharakter zukommen,²¹⁵⁸ sodass sie bei Zielgesellschaften, welche in diesen Gebieten tätig sind, immer zu beachten sind. 1139

Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass im Rahmen der *Due-Diligence-Prüfung* regelmässig eine Vielzahl weiterer Rechtsordnungen – insbesondere zur Prüfung von Melde- und Bewilligungspflichten – zu konsultieren sein wird, auch wenn diese nicht direkt auf die Übernahme anwendbar sind. Die Übernahme von grösseren, international tätigen Unternehmen zieht in der Regel die indirekte Übernahme einer Vielzahl von Tochtergesellschaften auf der ganzen Welt mit sich. Auch wenn aus rechtlicher Sicht die Übernahme nur die Muttergesellschaft betrifft, kann sie doch mittelbar auch die Ländergesellschaften beschlagen: Im Rahmen der Due Diligence muss grundsätzlich für alle Gesellschaften geprüft werden, ob der Kontrollwechsel in der jeweiligen Rechtsordnung rechtliche Konsequenzen mit sich zieht. Die lokalen Gesetze können namentlich Restriktionen oder Rechtsfolgen im Falle einer ausländischen Beherrschung oder eines Kontrollwechsels vorsehen. Sodann müssen die Tochtergesellschaften auf Risiken durchleuchtet werden, wobei man nicht um die lokalen Rechtsordnungen herumkommt. Aus diesen Gründen sind im Rahmen der Due Diligence zahlreiche weitere Rechtsordnungen zu beachten, deren Anwendbarkeit lokal durch den Kontrollwechsel ausgelöst werden kann. 1140

5. Investitionskontrolle im künftigen Recht?

Die Schweiz zeigt sich betreffend Übernahmen durch ausländische Übernehmer (noch) sehr liberal, jedoch wird die Einführung von höheren Investitionsschranken regelmässig diskutiert. Dies konkretisiert sich aktuell in einer möglichen künftigen *Regelung zur Investitionskontrolle* (einer «Lex China»), nach 1141

²¹⁵⁶ Siehe etwa SCHENKER, Unternehmenskauf, 539 ff., 552 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 556 ff.

²¹⁵⁷ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, 568 ff.

²¹⁵⁸ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 16; ZK IPRG I-VISCHER F./WIDMER LÜCHINGER, Art. 18 N 14 ff.

der eine Genehmigungsbehörde ausländische Investitionen prüfen soll.²¹⁵⁹ Dabei soll einerseits der Schutz des Bieterwettbewerbs im Zentrum stehen, da ausländische Bieter (bzw. Investoren) mit Beteiligung eines ausländischen Staates (oder mit staatlichen Subventionen) sowie Staatsfonds im Wettbewerb bevorteilt sind, was durch eine Neuregelung zurückgebunden werden soll. Andererseits soll durch eine Kontrolle der ausländischen Investitionen die «Wettbewerbsfähigkeit des Industrie- und Wirtschaftsstandortes Schweiz» auch künftig gesichert und der «mittel- und langfristige Verlust von Know-how und Arbeitsplätzen» verhindert werden.²¹⁶⁰ Der Hintergrund der diskutierten Regelung ist deshalb als mehrschichtig einzuordnen, da er einerseits wettbewerbsrechtlicher Natur ist, aber auch Merkmale eines ökonomischen Heimatschutzes aufweist.²¹⁶¹

- 1142 Es handelt sich hier um eine weitgehend (wirtschafts-)politische Thematik. Aus einer *übernahmerechtlichen Perspektive* ist ihr nur das Folgende anzumerken: Letztlich liegt eine Abwägung von Überlegungen zum Schutz der Anlegerinteressen und zum Schutz des Bieterwettbewerbs (sowie des Wirtschaftsstandorts) zugrunde. Investitionsschranken schützen den Bieterwettbewerb, was aber zulasten des Interesses der Anleger an einem möglichst hohen Angebotspreis geht. Damit handelt es sich m. E. primär um die politische Frage, ob die Anleger oder der Wettbewerb der Bieter (sowie die «heimische Wirtschaft») stärker zu schützen sind.
- 1143 Eine Regelung zur Investitionskontrolle zeigt kaum Schnittbereiche zu den vorliegend dargestellten Rechtsgebieten. Anders als das Übernahmeaufsichtsrecht handelt es sich nicht um eine Regelung hybrider Natur, sondern es würde sich um rein öffentlich-rechtliche Normen handeln, welche ohne besondere Schnittbereiche zum Übernahmerecht zur Anwendung kämen (ähn-

²¹⁵⁹ Siehe zur politischen Diskussion der ausführliche Bericht des Bundesrates vom 13.2.2019 zu grenzüberschreitenden Investitionen und Investitionskontrollen in Erfüllung der Postulate 18.3376 und 18.3233. Der Bundesrat kam in diesem Bericht zum klaren Schluss, dass die Einführung weiterer Investitionskontrollen nicht begründet werden könne. Nichtsdestotrotz hat das Parlament den Bundesrat beauftragt, ein entsprechendes Gesetz (eine «Lex China», da insbesondere Übernahmen durch chinesische Unternehmen die Schlagzeilen und die politische Diskussion prägen) auszuarbeiten (siehe den Beschluss des Ständerats vom 17.6.2019 sowie den Beschluss des Nationalrats vom 3.3.2020 i. S. Motion Rieder 18.3021). Siehe ausführlich dazu etwa BÖNI/WASSMER, 707 ff., sowie 712 ff. mit einem Vorschlag für eine Regelung *de lege ferenda*; siehe etwa auch würdigend KUNZ, Wirtschaftsrecht, 1123 f.

²¹⁶⁰ So die Begründung in der Motion Rieder (18.3021) vom 26.2.2018.

²¹⁶¹ Dazu vorne [N 55](#).

lich dem Fusionskontrollrecht). Aus Sicht des internationalen Privatrechts würde es sich um Eingriffsnormen handeln. Es ist aber darauf hinzuweisen, dass – aus der Optik eines ausländischen Rechts – allenfalls der Eingriffsnormcharakter aberkannt würde, zumal es sich um eine primär wirtschaftspolitische Regelung handelt.

§ 13 Fazit Übernahmeaufsichtsrecht

- 1144 Wird das Anknüpfungssystem des FinfraG aus einer Gesamtperspektive betrachtet, ergibt sich zusammengefasst folgendes Bild:
- 1145 Grundsätzlich ist nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG ein *weiter Anwendungsbereich* vorgesehen, der durch die Möglichkeit des *Anwendungsverzichts* nach Abs. 2 bei Bedarf wiederum eingeschränkt werden soll. Art. 125 Abs. 1 FinfraG knüpft gemäss der gesetzlichen Konzeption kombiniert an den Sitz der Zielgesellschaft und deren Kotierung an. Tatsächlich ist jedoch nur der (Haupt-)Kotierungsort ausschlaggebend. Nach Abs. 2 kann zur Vermeidung von Normenkonflikten auf die Anwendung der Übernahmeregeln insgesamt verzichtet werden – sowie m. E. auch partiell nur auf einzelne Bestimmungen –, wenn gleichzeitig anlegerschutzäquivalentes ausländisches Recht anwendbar ist. Der weite Anwendungsbereich verhindert negative Normenkonflikte, schafft aber mit seinen extraterritorialen Tendenzen gleichzeitig eine Gefahr von positiven Normenkonflikten. Dieser Gefahr wiederum kann durch die Möglichkeit des Anwendungsverzichts begegnet werden, wodurch exzessive Anwendungsansprüche wieder weitgehend zurückgenommen werden. Damit wird zwar grosse Flexibilität im Einzelfall eingeräumt, was aber zulasten einer gewissen Rechtsunsicherheit geht. Selbst im Fall des Anwendungsverzichts ist der Anlegerschutz – durch eine äquivalente (ausländische) Beaufsichtigung – stets adäquat garantiert.
- 1146 Das *Anknüpfungssystem* von Art. 125 Abs. 1 FinfraG kann als kollisionsrechtsdogmatisch nicht kohärent konzipiert kritisiert werden, da – ohne bewussten Wandel zu einer Marktanknüpfung – unter der aktuellen Regelung faktisch nur die Kotierung relevant ist. Die konzeptionell vorgesehene Kombination der gesellschafts- und marktrechtlichen Anknüpfungsmomente wird der Doppelnatur des Übernahmeaufsichtsrechts gerecht. Durch den faktischen Verlust des gesellschaftsrechtlichen Anknüpfungselements des Sitzes ist auch der Bezug zur international-privatrechtlichen Methodik verloren gegangen. Eine Konsequenz bildet das vermehrte Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsstatut, was entsprechende Reibungsverluste mit sich zieht, die im Gesetzgebungsprozess wohl kaum in diesem Ausmass antizipiert wurden. Dass für das Kriterium der Hauptkotierung die von der Zielgesellschaft zu beachtende Kotierungspflichtenintensität entscheidend ist, dient der Abgrenzung (insbesondere bei Mehrfachkotierungen) kaum. Bei diesem

Kriterium ist zudem eine fehlende Abstimmung mit den ausländischen Rechtsordnungen zu verzeichnen, wodurch Normenkonflikte kaum optimal verhindert werden. Schon in Bezug zu den europäischen Rechtsordnungen bestehen wesentliche Unterschiede, insbesondere wegen der dort auffindbaren internationalen Spaltung der Aufsicht in die kapital- und gesellschaftsrechtlichen Aspekte. Um der fehlenden internationalen Aufsichts- und Sachrechtsabstimmung zu begegnen, wären übereinstimmende Anknüpfungskriterien erst recht dienlich.

Während der *Mechanismus des Anwendungsverzichts* auf den ersten Blick äußerst trivial anmutet, erlaubt er dennoch einen massgeschneiderten, pragmatischen und praxisorientierten Umgang mit Normenkonflikten, dessen es im Bereich des Übernahmerechts zur Vermeidung von Komplikationen und unnötigen Mehraufwänden auch bedarf. Dies gelingt, ohne dabei den Anlegerschutz zurückzustellen. Diese positive Einschätzung ist nur insofern zu dämpfen, als Normenkonflikte zwischen Gesellschafts- und Übernahmearbeitsrecht teilweise weiter bestehen bleiben. Solche sind aber auch im Binnenverhältnis nicht vermeidbar. 1147

In der Literatur wurde festgehalten, dass ein *System einseitiger Kollisionsnormen* nicht taugen könne, weil es zu Normenmangel oder -häufung führe, wenn jeder Staat nur den eigenen Anwendungsbereich festlege.²¹⁶² Muss diese ernüchternde Schlussfolgerung auch für das Anknüpfungssystem der Übernahmeregeln des FinfraG konstatiert werden? Meines Erachtens nicht. Zwar ist das Anknüpfungssystem von Art. 125 FinfraG grundsätzlich einseitig ausgestaltet. Die Einseitigkeit der Anknüpfung wird aber durch den Mechanismus des Anwendungsverzichts deutlich «gelockert», indem dem ausländischen Recht mittelbar zum Durchbruch verholfen werden kann. 1148

Grundsätzliche *Änderungen der Anknüpfungssysteme* bzw. eine internationale Koordination wurden schon lange gefordert, selbst innerhalb der Europäischen Union hat sich dies aber als höchst schwierig erwiesen.²¹⁶³ Eine grundlegende Umstellung des Systems zu fordern oder eine solche in naher Zukunft zu erwarten, wäre deshalb – wenn auch wünschenswert – illusorisch. Meines Erachtens ist daher die Einseitigkeit der Kollisionsnorm als Gegebenheit zu akzeptieren und es sind Lösungsmöglichkeiten zu finden, wie damit umzugehen ist. Der Mechanismus des Anwendungsverzichts stellt eine solche Möglichkeit dar, die Starrheit der einseitigen Anknüpfung abzumildern. Wie aufge- 1149

²¹⁶² VON HEIN, Grundfragen Übernahmekollisionsrecht, 222.

²¹⁶³ Siehe vorne [N 8](#) und [N 649](#).

zeigt wurde, kann – bei entsprechender Auslegung der Anwendungsverzichts-voraussetzungen – eine *mittelbare Allseitigkeit* der Anknüpfung auf Ebene des Anwendungsverzichts erzeugt werden, indem bei einem engeren Bezug zum Ausland dem ausländischen Anwendungsanspruch stattgegeben wird. Meines Erachtens können damit die Schattenseiten eines einseitigen Anknüpfungssystems mindestens teilweise ausgehebelt werden.

- 1150 Insgesamt kann geurteilt werden, dass die starke Gewichtung der Vermeidung von Normenkonflikten zwar aus kollisionsrechtlicher Sicht wertzuschätzen ist. Allerdings scheint die Ausgestaltung der Anknüpfung nach Abs. 1 – aufgrund der starken Fokussierung auf die Verhinderung von negativen Normenkonflikten – nicht in allen Aspekten durchdacht. Dagegen ist die Regelung von Abs. 2 m. E. als gelungen einzuordnen.
- 1151 Aus *wirtschaftskollisionsrechtlicher Sicht* kann das Anknüpfungssystem des FinfraG – nach der hier vorgenommenen Lesart – so verstanden werden, dass der engste Bezug der Übernahme unter kombinierter Betrachtung von Inkorporations- und Kotierungsort und unter Flexibilisierung des Anwendungsanspruchs durch Vergleich der (Anleger-)Schutzzwecke der kollidierenden Normen gesucht wird. Es erfolgt mithin eine Kombination aus der Massgeblichkeit von – die kollisionsrechtsmethodische Doppelnatur abbildenden – eigentlichen Anknüpfungsprinzipien sowie einer Anwendungsabwägung im Konfliktfall mittels Schutzzweckvergleichs.
- 1152 Ausgangspunkt bei der Beurteilung des *Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatuts* bildet die Frage nach der Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen *Spaltung* nach der Rechtsnatur. Was nach den Vorgaben der europäischen ÜRL notwendig ist, wird für die Schweiz von der Lehre überwiegend abgelehnt. Da m. E. weder eine konsequent einheitliche Anknüpfung noch eine grundlegende Aufspaltung kollisionsrechtlich sauber handhabbar wäre, ist eine differenzierende Zwischenlösung zu suchen. Sofern Übernahmeaufsichts- und Gesellschaftsstatut übereinstimmen, erübrigt sich eine besondere kollisionsrechtliche Diskussion. Bei Auseinanderfallen von Sitz und Kotierungsort (und somit unterschiedlichem anwendbaren Gesellschafts- und Aufsichtsrecht) hingegen, muss mit den gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG umgegangen werden. Als *rein* gesellschaftsrechtliche Norm von Art. 125 ff. FinfraG wurde einzig die Regelung des Squeeze-out verortet, welche anknüpfungstechnisch aus dem FinfraG zu lösen und gestützt auf Art. 154 IPRG anzuknüpfen ist. Alle anderen übernahmerechtlichen Normen des FinfraG hingegen sind im Ausgangspunkt ordentlich nach der Regelanknüpfung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG zu berufen, was ebenso für die gesellschaftsrechtlich dominierten

bzw. gemischten Normen des FinfraG gilt. Um der hohen Normenkonfliktgefahr bei kumulativer Anwendung mit dem ausländischen Gesellschaftsrecht zu begegnen, kann aber im Einzelfall eine gewisse «Abspaltung» mittels Anwendungsverzicht für einzelne oder alle der gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG vorgenommen werden und die Regelung dadurch dem ausländischen Gesellschaftsrecht überlassen werden. Da die Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Spaltung des Übernahmeaufsichtsrechts nach der Rechtsnatur deshalb zu verneinen ist, kann der *Umfang* des Übernahmeaufsichtsstatuts grundsätzlich als *umfassend* eingeordnet werden. Fallen Übernahmeaufsichtsstatut und Gesellschaftsstatut auseinander, so ist der Umfang jedoch zur Normenkonfliktverhinderung im Einzelfall *dynamisch* zu beschränken, indem mittels (partiell) Anwendungsverzicht die gesellschaftsrechtliche Dimension der Transaktion «abgespalten» und dem ausländischen Recht überlassen wird.

Auch wenn das Übernahmeaufsichtsrecht grundsätzlich zwingender Natur ist und auch die wirtschaftskollisionsrechtliche Methodik von der strikten Durchsetzung des eigenen Rechts ausgeht, so ist insgesamt bei einer kollisionsrechtlichen Betrachtung der Übernahmeregeln des FinfraG überraschend viel *Spielraum* zu verorten. Zumindest bei einem – hier vertretenen – grosszügigen Verständnis der Anwendungsvoraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG ist im Einzelfall Raum für Abweichungen hinsichtlich der Anwendbarkeit der Übernahmeregeln sowie des Umfangs des Aufsichtsstatuts aufzufinden. 1153

Vierter Teil:

Kollisionsrechtliche
Gesamtbetrachtung

- 1154 Nachdem die Grundsätze der Bestimmung des anwendbaren Rechts für die übernahmerelevanten Fragen in den einzelnen Rechtsgebieten separat dargelegt wurden, soll eine *kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung* der Unternehmensübernahme folgen. Das bisherige methodisch getrennte Vorgehen einer international-privatrechtlichen Betrachtung des Übernahmeprivatrechts und wirtschaftskollisionsrechtlichen Darstellung des Übernahmeaufsichtsrechts muss nun in einer Gesamtbetrachtung in Übereinstimmung gebracht werden. Namentlich ist das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht auf internationaler Ebene bei der Übernahme eingehend zu klären (§ 14). Anschliessend ist nach Erkenntnissen zu suchen, die sich aus einer Gesamtoptik ergeben (§ 15). Schliesslich wird mit den dadurch gewonnenen Erkenntnissen der Umgang mit Normenkonflikten zu beurteilen sein (§ 16).
- 1155 Diese «vereinende» Gesamtbetrachtung muss sich zum Ziel setzen, die unterschiedlichen Kollisionsrechtsmethodiken – trotz ihrer unterschiedlichen Grundsätze – zu einer Übereinstimmung zu führen. Eine gesamtheitliche Betrachtungsweise bedeutet nicht, dass dem Privatrecht und dem Übernahmeaufsichtsrecht nicht grundsätzlich nebeneinander Geltung zukommt und die rechtsanwendende Instanz sich im Einzelfall nicht auf einen Blickwinkel fokussieren wird. Um die gegenseitigen Wirkungen zu beurteilen, ist eine solche jedoch unerlässlich.

§ 14 **Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht im internationalen Verhältnis**

Die im allgemeinen Teil gemachten Ausführungen zum *internationalen Verhältnis von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht* sollen nach den gewonnenen Erkenntnissen nun verifiziert und konkretisiert werden. Die Folgen der Anwendbarkeit der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen im Verhältnis zum Privatrecht sind zu prüfen. Dabei ist das Augenmerk insbesondere auf die ausgemachten Schnittbereiche zwischen der aufsichtsrechtlichen und der privatrechtlichen Regelung zu richten. Es gilt am Ende die aufgeworfene Frage zu klären, ob sich das Verhältnis von internationalem Privatrecht und Übernahmeaufsichtsrecht über die Funktion der Eingriffsnormen lösen lässt. Wird diese Frage bejaht, könnte von einem methodischen Vorrang des internationalen Privatrechts ausgegangen werden. 1156

I. Einleitung: Einordnung aus Sicht des internationalen Privatrechts

Es wurden bereits bruchstückhaft international-privatrechtliche Bezüge des Übernahmeaufsichtsrechts dargestellt. Wenn gemäss Erkenntnissen des Grundlagenteils *methodendualistisch* auch eine Betrachtung des Übernahmeaufsichtsrechts aus der traditionellen *international-privatrechtlichen Optik* erfolgen soll, dann hat dies namentlich für die Frage nach dem Verhältnis, den Wirkungen und allfällig dabei auszumachenden Schwierigkeiten zu geschehen. Es ist zu prüfen, ob sich das Übernahmeaufsichtsrecht über die vorhandenen Instrumente in die Systematik des IPRG einfügen lässt bzw. wie die beiden Regelungsansätze ineinandergreifen. Diese Sichtweise wird namentlich von *Zivilgerichten* eingenommen, die bspw. über eine Verantwortlichkeitshaftung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft oder über die zivilrechtliche Gültigkeit eines Vertrages im Zusammenhang mit der Übernahme entscheiden. 1157

Aus der Optik des internationalen Privatrechts ist das anwendbare Recht für alle bei Übernahmen auffindbaren *privatrechtlichen Beziehungen* nach den Kriterien des IPRG zu bestimmen. Wie gesehen geht diese Betrachtungsweise im Ausgangspunkt von den mitgliedschaftlichen Beziehungen der Aktionäre 1158

sowie den vertraglichen Beziehungen von Käufer und Verkäufer aus. Das Übernahmeaufsichtsrecht bricht nun in diese Rechtsbeziehungen ein, indem es besondere Regelungen aus primär Markt- und Anlegerschutzgedanken aufstellt. Aus Sicht des Privatrechts können diese den Parteien zusätzliche Pflichten auferlegen (bspw. Angebotspflicht, Meldepflichten, Prospektpflicht, Berichterstattungspflichten etc.), privatrechtliche Pflichten unwirksam machen (bspw. Andienungsverpflichtungen) oder abändern (bspw. Mindestpreisvorschriften) sowie privatrechtliche Rechtsgeschäfte untersagen (bspw. betreffend Abwehrmassnahmen).

- 1159 Aus international-privatrechtlicher Sicht ist zu unterscheiden, ob das Übernahmeaufsichtsrecht ins Privatrecht *eingreift* oder aber ergänzend *zusätzliche* (privatrechtsfremde) Pflichten schafft. Vom Privatrecht unabhängige übernahmeaufsichtsrechtliche Normen (bspw. die Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG) treten hinzu, ohne dass dies international-privatrechtlich weiter von Bedeutung ist. Sofern aber ein Eingriff ins Privatrecht gegeben ist, muss dessen Wirkung international-privatrechtlich erfasst werden.
- 1160 Eingriffe durch das Übernahmeaufsichtsrecht lassen sich in verschiedenen Formen ausmachen und sind insgesamt als weitgreifend zu qualifizieren: Das Übernahmeaufsichtsrecht schränkt die *Vertragsfreiheit* stark ein, indem es Vorgaben hinsichtlich Preisbestimmung, Angebotsgegenstand, Vertragsparteien und Angebotsbedingungen macht. Es schafft zusätzliche Rechte der Parteien – z. B. Kündigungsmöglichkeiten – und die Aufsichtsbehörden haben einen grossen Einfluss auf die Festsetzung des Vertragsgegenstands (insb. den Preis). Sodann greift das Übernahmeaufsichtsrecht in das privatrechtliche *Pflichtengefüge* sowohl der Organe der Zielgesellschaft als auch der Aktionäre ein, indem es Pflichten abändert und ergänzt.
- 1161 Es wurde bereits dargestellt, dass das Übernahmeaufsichtsrecht aus international-privatrechtlicher Sicht grundsätzlich über die *Eingriffsnormenthematik* in die Systematik des IPRG eingeordnet werden muss. Darauf wird nochmals konkreter unter Verwertung der gewonnenen Erkenntnisse einzugehen sein. Dem internationalen Privatrecht wird sodann die Antwort zu entnehmen sein auf die Frage, wie Übernahmerecht über die Eingriffsnormenfunktion rechtsgestaltend ins Privatrecht eingreift, d. h. insbesondere, was die *konkreten Rechtsfolgen* für die privatrechtlichen Pflichten sind.
- 1162 Aufsichtsrecht kann indes nicht bloss auf dem Wege der Eingriffsnorm zur Anwendung gelangen. Wenn ausländisches Recht berufen wird – etwa für eine gesellschaftsrechtliche Frage –, so kann gemäss Art. 13 IPRG auch öffentliches

Recht, d. h. auch Verwaltungs- oder Aufsichtsrecht – und somit Übernahmeaufsichtsrecht – mitberufen werden. Der Verweis des IPRG auf ein ausländisches Recht umfasst alle auf den Sachverhalt anwendbaren ausländischen Regeln (Prinzip der offenen Verweisung), zumindest gilt dies unumstritten für öffentlich-rechtliche Normen, welche auch dem Privatrecht dienen.²¹⁶⁴ Wird also im Zusammenhang mit einer Übernahme über das System des internationalen Privatrechts ausländisches Recht berufen, so kann dies auch die Anwendbarkeit von ausländischem Übernahmeaufsichtsrecht nach sich ziehen, ohne dass die Voraussetzungen einer Eingriffsnorm erfüllt sein müssen. Aufgrund der Notwendigkeit der differenzierten Anknüpfung bei Übernahmen lässt sich jedoch über diesen Weg kaum ein gesamtes ausländisches Übernahmeaufsichtsrecht berufen, insbesondere nicht, wenn das anwendbare Vertrags- und Gesellschaftsrecht nicht beide auf diese Rechtsordnung verweisen. Es können aber insbesondere über Art. 13 IPRG Regelungen miterfasst werden, welche in der ausländischen Rechtsordnung nicht dem Privatrecht zugewiesen werden, aus Sicht der eigenen Rechtsordnung aber damit verbunden sind (bspw. die Prospekthaftung).

Aufgrund des weiten Anwendungsbereichs des FinfraG wurde die gleichzeitige Anwendbarkeit von *mehreren Übernahmeaufsichtsrechten* (insb. bei Mehrfachkotierungen) als Problematik verortet. Aus Sicht des internationalen Privatrechts handelt es sich hier um eine Konkurrenz zwischen in- und ausländischen Eingriffsnormen (oder eventuell verschiedenen ausländischen Eingriffsnormen). Auch diese ist näher zu betrachten. 1163

II. Verhältnis bei gleichz. Anwendbarkeit von Übernahmeaufsichts- und Privatrecht

Das Verhältnis von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht auf *nationaler Ebene* wurde im Grundlagenteil kurz dargestellt.²¹⁶⁵ Einerseits wird die Privatautonomie eingeschränkt, andererseits werden (zwingende) privatrechtliche Normen aufgrund von Überlegungen zur Gesetzeskonkurrenz bei Widersprüchen von den übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen überlagert. Diese Verdrängung soll möglichst nur punktuell erfolgen. Wenn auch grundsätzlich unbestritten ist, dass das Übernahmeaufsichtsrecht bei Überschneidungen mit dem Privatrecht dieses verdrängen bzw. überlagern kann, so ist doch zu klären, in welchem Umfang sich die Regelungsbereiche überschneiden bzw. wo 1164

²¹⁶⁴ Siehe schon vorne [N 132](#); BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 13 N 6 und 18.

²¹⁶⁵ Dazu vorne [N 104 ff.](#)

die Grenze zwischen ihnen zu ziehen ist und wie sie voneinander abzugrenzen sind. Während die Abgrenzung und das Verhältnis im nationalen Bezug eine geringere Rolle spielen, sind sie auf der internationalen Ebene von zentraler Bedeutung, um zu klären, welche Normen welcher Rechtsordnung berufen werden.

- 1165 Das FinfraG zeigt sich zudem in der ausdrücklichen Anordnung von zivilrechtlichen Rechtsfolgen weitgehend zurückhaltend, weshalb viele Fragen schon bei Binnensachverhalten umstritten sind.²¹⁶⁶ Im vorliegenden Rahmen kann nicht auf die einzelnen materiell-rechtlichen Problematiken eingegangen werden, jedoch ist die kollisionsrechtliche Dimension an Beispielen aufzuzeigen. Es gilt insbesondere zu prüfen, wie die anwendbaren aufsichtsrechtlichen Bestimmungen im internationalen Verhältnis auf das Privatrecht durchschlagen.

1. Vorfrageweise Anwendung

- 1166 Privatrechtliche Aspekte werden sich mit Bezug zum Übernahmeaufsichtsrecht regelmässig *vorfrageweise* stellen. Die vorfrageweise Anwendung von (ausländischem) Gesellschaftsrecht durch die UEK wurde bereits dargestellt.²¹⁶⁷ Vorfragen sind aber ebenfalls in Bezug zum *Vertragsrecht* und *Sachenrecht* auszumachen. Bspw. kann vorfrageweise die Problematik der zivilrechtlichen Gültigkeit eines Vertrages zu klären sein. Sofern das Aufsichtsrecht keine autonome Regelung hierfür enthält, ist deshalb das Privatrecht zu konsultieren und als Folge dessen auch das internationale Privatrecht. Dabei ist auf eine international-privatrechtlich saubere Vorgehensweise zu achten.
- 1167 Wie vorne dargelegt, werden Vorfragen im internationalen Privatrecht allgemein *selbständig angeknüpft*.²¹⁶⁸ So ist zuerst das auf die Vorfrage anwendbare Privatrecht nach dem IPRG zu bestimmen und dann die Vorfrage nach diesem berufenen Recht zu klären. Die so erhaltene Antwort auf die Vorfrage kann schliesslich für die übernahmeaufsichtsrechtliche Hauptfrage verwendet werden. Bspw. kann im Zusammenhang mit der Auslösung der Angebotspflicht (sowie in gleicher Weise der Meldepflicht) die im Schnittbereich von Vertrags-, Sachen- und Gesellschaftsrecht liegende Frage nach der privatrechtlichen Übertragung des Eigentums an den Mitgliedschaftsrechten und der daran

²¹⁶⁶ Siehe ausführlich HÖHN/LANG/ROELLI, 445 ff.

²¹⁶⁷ Siehe vorne [N 239](#) und [N 1047 f.](#)

²¹⁶⁸ Siehe vorne [N 1048](#).

hängenden Stimmrechte vorfrageweise wichtig sein.²¹⁶⁹ Diese ist selbständig nach dem anwendbaren Privatrecht zu beantworten. Werden privatrechtliche Vorfragen sauber aus dem Übernahmeaufsichtsstatut gelöst und selbständig angeknüpft, so ist das Verhältnis nicht weiter problembehaftet.

2. Wirkung als Eingriffsnormen

Grossteils werden Übernahmeprivat- und Aufsichtsrecht sich nicht nur vorfrageweise begegnen. Im Grundlagenteil wurde bereits festgestellt, dass das Übernahmeaufsichtsrecht aus traditioneller Sichtweise des internationalen Privatrechts grundsätzlich *Eingriffsrecht* darstellt. Gestützt auf die gewonnenen Erkenntnisse zum internationalen Übernahmeprivat- und Übernahmeaufsichtsrecht ist dies nachfolgend zu verifizieren und konkretisieren, indem die Funktionsweise des Eingriffs und die Rechtsfolgen betrachtet werden. 1168

2.1. Inländische Eingriffsnormen

Auch wenn auf eine Übernahme nach IPRG ausländisches Privatrecht anwendbar ist, so könnten – wie gesehen – die Normen des FinfraG gestützt auf Art. 18 IPRG «vorbehalten» bleiben. Während generell übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen *Eingriffsnormcharakter* attestiert wurde,²¹⁷⁰ muss nach Art. 18 IPRG indes immer eine *Einzelfallbetrachtung* für die einschlägige Norm entscheiden. 1169

a *Eingriffscharakter trotz gesellschaftsrechtlicher Aspekte?*

Wie bei der Qualifizierung der Rechtsnatur des Übernahmeaufsichtsrechts gesehen, verfolgen einzelne Normen nicht nur ordnungspolitische Zwecke, sondern auch privat- bzw. *gesellschaftsrechtliche Ziele*. Diese Normen können m. E. nicht ohne kritische Hinterfragung pauschal als qualifiziert zwingend eingeordnet werden. 1170

Die Einstufung einer Bestimmung als *qualifiziert* zwingend verlangt, dass aus überindividuellen Gründen des Gemeinwohls in die Gestaltungsfreiheit von Privaten eingegriffen wird.²¹⁷¹ Da sich bei den Normen mit gemischter Rechts- 1171

²¹⁶⁹ Gemäss UEK ist für die Auslösung der Angebotspflicht der Zeitpunkt des Eigentumserwerbs relevant (nicht schon des Verpflichtungsgeschäfts), Empfehlung 0336/01 der UEK vom 12.10.2007 i. S. Société Sources Minérales Henniez S.A., E. 3.2.

²¹⁷⁰ Siehe vorne [N 170 ff.](#)

²¹⁷¹ Siehe vorne [N 166 ff.](#)

natur eine eindeutige Zuweisung der verfolgten Ziele als unmöglich erwies, kann auch die Frage des qualifiziert zwingenden Charakters Schwierigkeiten bereiten. Die typisch kapitalmarktrechtlichen Aspekte der Übernahmeregeln weisen klar auf Eingriffsnormqualität hin, indem etwa aus Anlegerschutzgründen in die privatrechtliche Gestaltungsfreiheit eingegriffen wird. Auf der anderen Seite sind die gesellschaftsrechtlich geprägten Vorschriften verbandsbezogen bzw. mitgliedschaftlich orientiert, indem sie die privaten Interessen zwischen Gesellschaftern sowie der Gesellschaft ausgleichen sollen. In dieser Dimension sind der qualifiziert zwingende Charakter und die Eingriffsnormqualität zweifelhaft. So stellt sich bspw. die Frage, ob Art. 132 Abs. 2 FinfraG (das Verbot von Abwehrmassnahmen) als Eingriffsnorm anwendbares ausländisches Gesellschaftsrecht verdrängen kann, auch wenn dieses die Problematik der Abwehrmassnahmen umfassend regelt. Wie gesehen bestehen wirtschaftskollisionsrechtliche Argumente, in solchen Konstellationen zur Normenkonfliktvermeidung die gesellschaftsrechtliche Problematik dem ausländischen Recht zu überlassen. Dies kann dafür sprechen, den qualifiziert zwingenden Charakter in solchen Fällen zu verneinen. Da es sich bei Art. 18 IPRG um eine generalklauselartige Ermächtigung handelt, im Ausnahmefall das eigene Recht durchzusetzen,²¹⁷² bleibt im Einzelfall Spielraum, den Eingriffsnormcharakter abzuwägen. Insbesondere wenn die Anwendungsziele auch durch das ausländische Recht durchgesetzt werden, kann im Einzelfall und bezogen auf einzelne Normen des FinfraG – besonders den *gesellschaftsrechtlich geprägten* – der Schluss resultieren, dass diese *nicht zwingend international angewandt* sein wollen.

- 1172 Interessanterweise kann sich – gleich wie aus wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen ein Anwendungsverzicht für die gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG in Frage kommt – dasselbe Ergebnis gestützt auf international-privatrechtliche Überlegungen ergeben, indem der Eingriffsnormcharakter im Einzelfall verneint wird. Auch dies kann eine gewisse kollisionsrechtliche «Spaltung» nach der Rechtsnatur zur Folge haben. Ansonsten verfolgen aber – mit Ausnahmen von Art. 137 FinfraG – Normen (mindestens auch) überindividuelle Interessen. Verbunden mit der selbständigen Regelung des Anwendungsbereichs in Art. 125 Abs. 1 FinfraG ist dies ein gewichtiges Indiz für die Bejahung des Eingriffsnormcharakters.

²¹⁷² BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 18 N 8.

b Eingriffscharakter trotz Opting-out-Möglichkeit?

Ein besonderer Blick bezüglich des Eingriffsnormcharakters muss der *Angebotspflicht* aufgrund der *Möglichkeit des Opting-out* gelten: Wenn die *Angebotspflicht* statutarisch wegbedungen werden kann, wirft diese eingeräumte *Parteiautonomie* die Frage nach dem qualifiziert zwingenden Charakter auf. Zwar besteht hier – allerdings nur unter gewissen Voraussetzungen – die Möglichkeit, sich von der Anwendung der Vorschriften befreien zu lassen. Wird diese Option jedoch nicht aktiv durch die Gesellschafter insgesamt gewählt, so trifft den einzelnen Aktionär bzw. den Anbieter die Pflicht zwingend. Es besteht in diesem Fall auch kein Ermessen der Aufsichtsbehörden und eine Verletzung ist gar mit strafrechtlicher Sanktionierung verbunden, sodass auch die *Angebotspflicht* als qualifiziert zwingend zu kategorisieren ist.²¹⁷³ 1173

c Würdigung

Insgesamt können die Normen von Art. 125 ff. FinfraG deshalb m. E. als Eingriffsnormen qualifiziert werden. Der qualifiziert zwingende Charakter ist indes im Einzelfall zu überprüfen, insbesondere bei gesellschaftsrechtlich geprägten Normen wird die Schwelle zum Eingriffsnormcharakter nicht immer erreicht werden. Nur bei Art. 137 FinfraG ist – aufgrund der rein gesellschaftsrechtlichen Rechtsnatur – ein Eingriffsnormcharakter allgemein zu verneinen. So ist auch der *Umfang der Anwendung* der Eingriffsnormen im Einzelfall zu bestimmen, indem nur einzelne Normen oder aber die gesamten Übernahmeregeln des FinfraG zur Anwendung gebracht werden können. Dies hängt mit der konkreten Frage zusammen, welche die Rechtsanwendungsinstanz zu beantworten hat. 1174

Wird der Eingriffsnormcharakter von Normen des FinfraG bejaht, so verdrängen sie im Umfang des Schnittbereichs die anwendbaren privatrechtlichen Normen. Dies wird – hinsichtlich Gesellschaftsrecht – wiederum namentlich bei ausländischen Zielgesellschaften nach Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG der Fall sein sowie – in Bezug auf Vertragsrecht – sofern ein ausländisches Vertragsstatut gegeben ist (ansonsten ist der Umweg über die Eingriffsnormen nicht notwendig). 1175

²¹⁷³ Art. 152 FinfraG.

2.2. Ausländische Eingriffsnormen

- 1176 In ähnlicher Weise kann *ausländisches Übernahmeaufsichts- oder Gesellschaftsrecht* bei einer Übernahme als Eingriffsrecht gestaltend auf das anwendbare Privatrecht einwirken, allerdings unter den vorne dargelegten erhöhten Voraussetzungen von Art. 19 IPRG (sowie allenfalls über Art. 13 IPRG).²¹⁷⁴
- 1177 Über den qualifiziert zwingenden Charakter hinaus muss die Anwendung des ausländischen (Übernahmeaufsichts-)Rechts nach Art. 19 Abs. 1 IPRG durch «nach schweizerischer Rechtsauffassung schützenswerte und offensichtlich überwiegende Interessen» geboten sein und es muss ein «enger Zusammenhang» zum Sachverhalt gegeben sein. Sodann verlangt Art. 19 Abs. 2 IPRG, den Zweck der Norm zu berücksichtigen und eine *Ergebniskontrolle* im Sinne einer insgesamt sachgerechten Entscheidung in Bezug auf die Rechtsfolgen vorzunehmen.²¹⁷⁵ Diese Kriterien gilt es nachfolgend – auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse – zu konkretisieren.
- 1178 Bezogen auf das Übernahmerecht sind die *schützenswerten Parteiinteressen* primär bei den Anlegern und Aktionären, aber auch den (konkurrierenden) Anbietern zu suchen, wobei der übernahmerechtstypische Anleger- und Aktionärsschutz sowie Gleichbehandlung, Fairness und Transparenz taugliche Normzwecke darstellen können. Es gilt im Einzelfall die fragliche ausländische Norm auf ihren Zweck hin zu überprüfen. Skepsis ist bei der Anwendung von ausländischem Recht dann angezeigt, wenn die Normen der Durchsetzung von (staatlichen) Machtansprüchen dienen.²¹⁷⁶ Wie gesehen sind Regelungen zum Schutz heimischer Unternehmen vor ausländischen Übernahmen (im Sinne eines «ökonomischen Patriotismus») nicht selten.²¹⁷⁷ Solche Regelungen, welche primär subjektive Interessen des Erlassstaates verfolgen, sind aus Sicht der schweizerischen Rechtsordnung kaum schützenswert. Sofern die Normen – was bei übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen im Allgemeinen der Fall ist – jedoch vorwiegend zum Schutze privater Interessen eingreifen, ist dies schützenswert i. S. v. Art. 19 IPRG. Die Ergebniskontrolle verhindert im Rahmen ei-

²¹⁷⁴ Siehe vorne [N 177 ff.](#)

²¹⁷⁵ Siehe zu den Voraussetzungen im Allgemeinen vorne [N 177 ff.](#)

²¹⁷⁶ Insb. vor dem Hintergrund der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, siehe BGE 118 II 348 E. 3b.; BGE 72 III 52 E. 1; BGE 76 III 60 E. 3 f.

²¹⁷⁷ Siehe vorne [N 55.](#)

ner Gesamtbetrachtung eine Durchsetzung extraterritorialer Anwendungsansprüche, was im Bereich des Übernahmerechts durchaus eine Thematik sein kann, insbesondere bei einem Bezug zum US-amerikanischen Recht.

Dass Art. 19 IPRG einen *engen Zusammenhang*²¹⁷⁸ verlangt, ist m. E. äusserst interessant: Vorne wurde für die Anwendbarkeit des Schweizer Übernahmeaufsichtsrechts die Berücksichtigung des engsten Zusammenhangs befürwortet. Verweist der engste Zusammenhang auf das ausländische Aufsichtsrecht, so ist diesem – unter den Voraussetzungen des Anwendungsverzichts – nach Möglichkeit den Vortritt zu gewähren. Hier schliesst sich nun der Kreis zum internationalen Privatrecht, indem aus der Sicht von Art. 19 IPRG der Eingriff ebenfalls nur akzeptiert wird, wenn ein solcher enger Zusammenhang bejaht werden kann. Damit ist hier im Ergebnis eine gewisse Übereinstimmung zwischen IPRG und FinfraG zu finden. Der enge Zusammenhang ist nach den vorne dargelegten übernahmerechtlichen Anknüpfungsprinzipien zu suchen (insb. Sitz der Zielgesellschaft und Kotierungsort etc.). 1179

Die Rechtsprechung stellt im Allgemeinen *hohe Anforderungen* an diese Anwendungsvoraussetzungen und versteht Art. 19 IPRG als verweisungsrechtliches Korrekturinstrument für Ausnahmefälle.²¹⁷⁹ Im Bereich des Übernahmerechts – wie in grossen Teilen des Wirtschaftsrechts – ist aber eine derartige Skepsis gegenüber ausländischen Eingriffsnormen nicht wünschenswert. Wie gesehen können gute Gründe bestehen, in einer Transaktion dem ausländischen Recht stattzugeben, weshalb eine Senkung der Voraussetzungen für das Übernahmerecht vorteilhaft wäre. Ein gewisser Spielraum hierfür besteht durchaus: Nach Art. 19 Abs. 1 sowie 2 IPRG ist die Optik der «schweizerischen Rechtsauffassung» stark zu werten. Wenn nun Art. 125 Abs. 2 FinfraG klar die Bereitschaft signalisiert, ausländischem Recht zur Anwendung zu verhelfen, so kann dies im Rahmen der Auslegung von Art. 19 IPRG so verstanden werden, dass die Durchsetzung von ausländischem Übernahmerecht nach eigener Rechtsauffassung als schützenswert angesehen wird. 1180

Wie ausgeführt besteht sodann im Bereich des Übernahmerechts eine besondere Gefahr von Normenkonflikten – insbesondere aufgrund der kumulativen Anwendung von Gesellschaftsrecht und gesellschaftsrechtlich geprägten 1181

²¹⁷⁸ Der Begriff des «engen» Zusammenhangs unterscheidet sich m. E. insofern vom «engsten» Zusammenhang, als er zwar den gleichen international-privatrechtlichen Kriterien folgt, aber nicht ausschliesslich zu einer einzigen Rechtsordnung führen muss, sondern «enge Bezüge» auch zu mehreren Rechtsordnungen gegeben sein können.

²¹⁷⁹ BGE 130 III 620 E. 3.5.1; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 80.

übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen –, welche eine international-privatrechtliche *Anpassung* erlaubt. Eine Kollisionsnorm – d. h. in diesem Zusammenhang Art. 19 IPRG – kann über das Institut der Anpassung so ausgelegt werden, dass die Voraussetzungen weniger restriktiv angewandt werden als im Allgemeinen. Meines Erachtens dürfen deshalb die Anforderungen an die Eingriffsvoraussetzungen von Art. 19 IPRG im vorliegenden Zusammenhang gesenkt werden. Eine Senkung der Anwendungshürde bedeutet noch nicht, dass der Eingriff letztlich zu bejahen ist. Die Möglichkeit der Anwendung wird eröffnet, der Umfang des Eingriffs sowie die Rechtsfolgen sind aber im Einzelfall anhand der konkreten Norm zu bestimmen.

- 1182 Bei zu hohen Voraussetzungen könnte das Ergebnis drohen, dass bei einer Transaktion ein ausländisches Recht aufsichtsrechtlich anerkannt wird, international-privatrechtlich hingegen nicht. Das heisst, aus Sicht des FinfraG (bzw. der UEK) würde ein Anwendungsverzicht gegenüber einem ausländischen Übernahmerecht vorgenommen und die Übernahme nach ausländischem Übernahmeaufsichtsrecht und unter ausländischer Aufsicht durchgeführt werden. Hat aber ein Zivilgericht in der Schweiz eine privatrechtliche Frage (etwa vertragliche Ansprüche) im Zusammenhang mit derselben Übernahme nach dem OR zu klären, so könnte dem ausländischen Übernahmeaufsichtsrecht der Eingriff über Art. 19 IPRG mangels Erfüllung der Voraussetzungen versagt werden. Diese Diskrepanz kann durch Senkung der Voraussetzungen vermieden werden. Ein gewisses Risiko von widersprüchlichen oder divergierenden Entscheidungen zwischen Verwaltungsbehörden und Zivilgerichten kann jedoch schon national nicht ausgeschaltet werden, umso weniger im internationalen Kontext.
- 1183 Sofern demzufolge eine übernahmeaufsichtsrechtliche (oder gesellschaftsrechtliche) Norm diese – durch Anpassung gesenkten – Voraussetzungshürden erreicht, kann sie bei einer schweizerischen Zielgesellschaft das anwendbare Schweizer Gesellschaftsrecht überlagern sowie in das anwendbare Vertragsrecht eingreifen.
- 1184 Erfüllt eine ausländische übernahmeaufsichtsrechtliche Norm – trotz grosszügiger Auslegung – die Voraussetzungen des Eingriffsnormcharakters nicht und wird ihr entsprechend international-privatrechtlich die Anwendung versagt, so bleibt ein Rückgriff auf die *Methodik des materiellen Rechts* bzw. eine Berücksichtigung auf Sachrechtsebene. Im Bereich des Vertragsrechts könnte eine Einschränkung der Vertragsfreiheit durch das ausländische Übernahmeaufsichtsrecht einerseits aus Art. 19 und 20 OR (Grenzen der Vertragsgestal-

tung) abgeleitet werden.²¹⁸⁰ Bei den gesellschaftsrechtlichen Pflichten bleibt immerhin die indirekte Anerkennung einer gewissen Wirkung des Aufsichtsrechts auf das Privatrecht über die Ausstrahlungstheorie.

2.3. Gleichzeitige Anwendbarkeit von in- und ausländischen Eingriffsnormen

Es wurde – insbesondere bei Mehrfachkotierung der Zielgesellschaft – die gleichzeitige Anwendbarkeit von mehreren Übernahmeaufsichtsrechten als Problematik verortet. Aus Sicht des internationalen Privatrechts handelt es sich hier um eine Konkurrenz zwischen in- und ausländischen Eingriffsnormen (oder eventuell verschiedenen ausländischen Eingriffsnormen). Auch diese ist näher zu betrachten. 1185

Art. 18 und 19 IPRG äussern sich nicht zur Konkurrenz von Eingriffsnormen untereinander. Naheliegend wäre ein genereller Vorrang der inländischen Eingriffsnormen, was sich aus den höheren Hürden nach Art. 19 IPRG – und der daraus ersichtlichen Zurückhaltung gegenüber ausländischen Eingriffsnormen – ableiten liesse. Den inländischen Eingriffsnormen ist jedoch gemäss Lehre nicht ein genereller Vorrang einzuräumen.²¹⁸¹ Stattdessen sind auch bei Konkurrenz von in- und ausländischen Eingriffsnormen grundsätzlich die Voraussetzungen von Art. 19 IPRG zu prüfen und es ist im Einzelfall zu entscheiden, wieweit die ausländische Eingriffsnormen das inländische (Eingriffs-)Recht verdrängen.²¹⁸² Nach Art. 19 Abs. 2 IPRG ist somit für diese Frage eine «nach schweizerischer Rechtsauffassung sachgerechte Entscheidung» zu finden. Das heisst konkreter, wenn gleichzeitig das FinfraG sowie ein ausländisches Übernahmeaufsichtsrecht anwendbar sind, äussert sich das IPRG nicht generell zu deren Verhältnis. 1186

Es belässt insofern Raum für wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen und Mechanismen, die zu einer sachgerechten Entscheidung führen sollen. Wie erarbeitet wurde, lassen sich im Rahmen von wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen – insbesondere auf der Ebene des Anwendungsverzichts – wiederum auch international-privatrechtliche Prinzipien nutzen, um diese Abwägung zwischen den anwendungsinteressierten Eingriffsnormen vorzunehmen. 1187

²¹⁸⁰ Allerdings ist umstritten, ob auch ausländische Normen als Schranken der Vertragsfreiheit betrachtet werden können, siehe vorne [Fn 263](#).

²¹⁸¹ BSK IPRG-MÄCHLER-ERNE/WOLF-METTIER, Art. 19 N 13; ZK IPRG (2. Aufl.)-VISCHER F., Art. 19 N 3.

²¹⁸² SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 265.

- 1188 Wenn sich *mehrere ausländische Eingriffsnormen* bzw. Drittstaatennormen kumulativ gegenüberstehen, gilt dasselbe.²¹⁸³ Während das FinfraG sich nicht anwendungsinteressiert zeigt, wenn keine Zielgesellschaft nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG betroffen ist, können trotzdem Bezüge zum Schweizer Privatrecht gegeben sein. In diesem Fall ist die Problematik über Art. 19 IPRG zu lösen. Wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen können wiederum bei der Suche nach einer sachgerechten Entscheidung helfen.

2.4. Der Anwendungsverzicht aus international-privatrechtlicher Sicht

- 1189 In diesem Zusammenhang ist der *Anwendungsverzicht* von Art. 125 Abs. 2 FinfraG aus international-privatrechtlicher Sicht zu beleuchten. Mittels Anwendungsverzicht signalisiert ein Normenkomplex – dem eigentlich Eingriffsnormcharakter zukommt –, dass er bei gleichzeitiger Anwendbarkeit eines ausländischen Rechts unter gewissen Voraussetzungen zurücktreten kann. Eingriffsnormcharakter erfordert allgemein einen qualifiziert zwingenden Charakter in dem Sinne, dass die Norm gerade auch *international* zwingend durchgesetzt werden möchte.²¹⁸⁴ Wenn nun das FinfraG im internationalen Verhältnis Bereitschaft zum Anwendungsverzicht signalisiert, liesse sich daraus ein Argument ableiten, um den qualifiziert zwingenden Charakter abzuerkennen.
- 1190 Meines Erachtens wäre dies aber falsch. Der Anwendungsverzicht setzt voraus, dass ein äquivalenter Schutz durch das ausländische Recht gegeben ist. Dies garantiert die Durchsetzung der Schutzziele des FinfraG – insbesondere des Anlegerschutzes – auch bei internationalen Bezügen. Deshalb kann dem FinfraG nicht der zwingende Charakter aberkannt werden. Im Gegenteil will das FinfraG über den weiten internationalen Anwendungsbereich nach Art. 125 Abs. 1 FinfraG gerade auch im internationalen Bezug die Durchsetzung des eigenen Schutzniveaus garantieren. Der Mechanismus des Anwendungsverzichts ist in diesem Sinne nur als eine extraterritoriale Auswüchse abschwächende Regelung zu sehen, ohne dass er an der qualifiziert zwingenden Natur etwas ändern würde.
- 1191 Der Anwendungsverzicht stellt aus Sicht des internationalen Privatrechts eine besondere Regelung des *Verhältnisses von verschiedenen Eingriffsnormen* dar, indem er eine Möglichkeit zum Verzicht zugunsten der ausländischen Ein-

²¹⁸³ Vgl. SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 265 ff.

²¹⁸⁴ Siehe vorne [N 167](#).

griffsnorm zur Vermeidung von Normenkonflikten schafft. Dies ist dem internationalen Privatrecht insofern fremd, als es sich mit Art. 19 IPRG gegenüber der Anwendung ausländischer Eingriffsnormen zurückhaltend zeigt. Wie gesehen lässt das IPRG aber Raum für solche wirtschaftskollisionsrechtlichen Abwägungen zwischen verschiedenen Eingriffsnormen. Bei den Überlegungen zum Anwendungsverzicht wurde das Prinzip des engsten Zusammenhangs als grundsätzlich taugliches Kriterium zur Ausübung des Ermessens beim Anwendungsverzicht verortet. Wenn nun das Kriterium des engen Zusammenhangs in Art. 19 Abs. 1 IPRG ebenfalls als eine Voraussetzung zu finden ist, fügen sich die gemachten wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen bestens in die international-privatrechtlichen ein.

In diesem Zusammenhang aussergewöhnlich ist, dass das Schweizer Übernahmeaufsichtsrecht gegenüber ausländischem *Privatrecht* zurücktreten kann. Im Fall «Cosmo Pharmaceuticals» hat die UEK zugunsten eines ausländischen Gesellschaftsrechts auf die Anwendung des FinfraG verzichtet.²¹⁸⁵ Auf nationaler Ebene wäre ein Verzicht auf die Durchsetzung von aufsichtsrechtlichen Bestimmungen wegen kollidierenden privatrechtlichen Normen höchst ungewöhnlich. Auf internationaler Ebene hingegen ist hier die notwendige Flexibilität auszumachen. Dies ist aus Sicht des IPRG besonders bemerkenswert vor dem Hintergrund, dass sich dieses allgemein skeptisch gegenüber der Anwendung von ausländischen Eingriffsnormen zeigt. Angesichts der Gegebenheit, dass Normen in verschiedenen Staaten eine unterschiedliche Rechtsnatur zugeschrieben wird, ist aber zu begrüssen, dass diese Flexibilität besteht.

Wird für eine Übernahme durch die UEK ein Verzicht auf die Anwendung von Schweizer Recht vorgenommen, so stellt sich die Frage nach den Auswirkungen eines solchen Anwendungsverzichts auf das Privatrecht bzw. einen Zivilprozess. Ein Anwendungsverzicht i. S. v. Art. 125 Abs. 2 FinfraG kann nur durch die Aufsichtsbehörden, nicht aber durch Zivilgerichte vorgenommen werden.²¹⁸⁶ Hat ein Zivilgericht – etwa bei der Beurteilung der Gültigkeit einer Andienungsverpflichtung im Zusammenhang mit einer Übernahme – die Anwendbarkeit von Normen des FinfraG zu beurteilen, so kann es zwar keinen Anwendungsverzicht verfügen oder feststellen. Die Anwendbarkeit ist nach Art. 18 f. IPRG zu beurteilen. Käme ein Anwendungsverzicht in Frage oder wurde ein solcher bereits durch Aufsichtsbehörden verfügt, so kann aus zivilrechtlicher Sicht aber der Eingriffsnormcharakter verneint werden, da die übernahmeaufsichtsrechtliche Norm sich in diesem Fall nicht (qualifiziert)

²¹⁸⁵ Siehe dazu vorne [N 798](#).

²¹⁸⁶ Siehe vorne [N 806 f.](#)

durchsetzungsinteressiert zeigt. So resultiert im Ergebnis ebenfalls eine Nichtanwendbarkeit des FinfraG. Widersprüchliche Ergebnisse im Sinne einer Anwendbarkeit aus Sicht des Privatrechts und einer aufsichtsrechtlichen Nichtanwendbarkeit können so vermieden werden.

2.5. Kollisionsrechtliche Beeinflussung des Privatrechtsstatuts?

- 1194 Im Zusammenhang mit den Wirkungen des Übernahmeaufsichtsrechts ist auch auf die aufgeworfene Frage zurückzukommen, ob die Anwendbarkeit eines Übernahmeaufsichtsrechts zu einer ausnahmsweisen Korrektur der privatrechtlichen Regelverweisung i. S. d. *Ausnahmeklausel* (Art. 15 IPRG) führen kann.²¹⁸⁷ Die Anwendung von zwingenden Rechtssätzen einer grundsätzlich nicht berufenen Rechtsordnung kann den «verweisungsrechtlichen Schwerpunkt» eines Rechtsverhältnisses dergestalt verlagern, dass es sich anbietet, über die Ausnahmeklausel diese Rechtsordnung auf den gesamten Sachverhalt anzuwenden.²¹⁸⁸ Wenn deshalb ein Übernahmeaufsichtsrecht auf die rechtliche Erfassung einer Übernahme einen prägenden Einfluss hat, könnte dies nach den gesamten Umständen einen viel engeren Zusammenhang auch für die international-privatrechtliche Anknüpfung schaffen. Wie gesehen überlagert das Übernahmeaufsichtsrecht das Privatrecht in wesentlichen Punkten. Wird ein gesamtes Übernahmeaufsichtsrecht auf dem Wege der Eingriffsnorm angewandt, ist ein solch prägender Einfluss denkbar. Wenn bspw. ein Übernahmeaufsichtsrecht den Vertragsinhalt über weite Strecken vorschreibt, ändert dies den Schwerpunkt der Bezüge des Vertrages augenscheinlich.
- 1195 Diese Vorgehensweise kennt allerdings zwei gravierende *Einschränkungen*: Einerseits ist Art. 15 IPRG als Notventil nur auf offensichtlich atypische Sachverhalte anwendbar. Die Anwendung der Ausnahmeklausel wird also höchstens in besonderen Fällen überhaupt in Frage kommen. Andererseits kann die Ausnahmeklausel nie zur Anwendung kommen, wenn eine Rechtswahl gegeben ist (Art. 15 Abs. 2 IPRG), was gemäss Bundesgericht nicht nur im Vertragsrecht, sondern ebenfalls im Gesellschaftsrecht gilt.²¹⁸⁹ Im Bereich des Übernahmerechts ist die Anpassungsklausel deshalb auf die Fragen der objektiven Anknüpfung im Vertragsrecht sowie auf sachen- und wertpapierrechtliche Fragen beschränkt.

²¹⁸⁷ Siehe vorne [N 147 ff.](#)

²¹⁸⁸ SCHNYDER, Wirtschaftskollisionsrecht, 227; SCHNYDER/LIATOWITSCH, 74; siehe vorne [N 150](#).

²¹⁸⁹ Im Gesellschaftsrecht wird die Rechtswahl durch Inkorporation vorgenommen, BGE 117 II 494 E. 7; dazu vorne [N 151](#).

2.6. Rechtsfolgenfragen

Damit schränkt das IPRG die wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen zum Umgang mit kollidierenden Übernahmeaufsichtsrechten kaum ein. Insbesondere lässt es Raum für den Mechanismus des Anwendungsverzichts. Sind die Voraussetzungen der Anwendung eines Übernahmeaufsichtsrechts als in- oder ausländische Eingriffsnorm erfüllt, ist in einem *zweiten Schritt* zu prüfen, was die *Wirkung* auf das anwendbare Privatrecht bzw. die *Rechtsfolge* der Anwendung ist. 1196

Wie im allgemeinen Teil ausgeführt wurde, ist von einer kollisionsrechtlichen Sonderanknüpfung auszugehen, indem die Eingriffsnormen nur *punktuell* ins Privatrecht eingreifen und die relevanten Teilfragen zurückhaltend und in engem Rahmen regeln.²¹⁹⁰ Dem Eingriffsrecht sind dabei primär die *unmittelbaren Rechtsfolgen* – sei dies ausdrücklich oder aus dem Sinn und Zweck der Norm abgeleitet – zu entnehmen, d. h. insbesondere die Unwirksamkeit des privatrechtlichen Rechtsverhältnisses. Hingegen sind die Rechtsfolgen, über welche die Eingriffsnorm keine direkte Anordnung trifft (d. h. primär mittelbare zivilrechtliche Folgen), der *lex causae* zu entnehmen (das Eingriffsrecht kann jedoch ausnahmsweise auch ausdrücklich mittelbare Rechtsfolgen anordnen). 1197

Das in- oder ausländische Übernahmeaufsichtsrecht ist deshalb darauf hin zu untersuchen bzw. auszulegen, welche Rechtsfolgen es unmittelbar anordnet (bspw. die Ungültigkeit von Andienungsverpflichtungen). Die *mittelbaren* zivilrechtlichen Folgen (bspw. Bereicherungsansprüche bei ungültigen Andienungsverpflichtungen) sind nach der *lex causae* zu bestimmen, d. h. dem anwendbaren Vertrags- oder Gesellschaftsrecht. Der Eingriff von übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen ins Privatrecht ist im internationalen Verhältnis demzufolge in zweierlei Hinsicht beschränkt, indem er einerseits nur punktuell und zurückhaltend erfolgt, andererseits nur im Rahmen der unmittelbar angeordneten Rechtsfolgen, während die weiteren Rechtsfolgen der *lex causae* überlassen bleiben. 1198

Dabei ist auch bei den Rechtsfolgen zwischen *in- und ausländischen Eingriffsnormen* zu unterscheiden, da die Wirkungen von ausländischen Eingriffsnormen einem Sachgerechtigkeitsvorbehalt unterstellt sind. Die rechtsanwendende Instanz hat hier mehr Spielraum, das ausländische Übernahme- 1199

²¹⁹⁰ Siehe vorne [N 169](#).

aufsichtsrecht unmittelbar anzuwenden oder es lediglich im Rahmen der Anwendung der *lex causae* zu «berücksichtigen». Dies räumt gerade hinsichtlich der Rechtsfolgen grossen Ermessensspielraum ein.

- 1200 Die privatrechtlichen Rechtsfolgen von übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen sind insbesondere bei Verträgen sowie gesellschaftsrechtlichen Pflichten und Rechtsgeschäften wichtig. Dies ist nachfolgend näher zu betrachten und an konkreten Eingriffen zu illustrieren.

3. Verhältnis Aufsichtsrecht und Vertragsrecht im Besonderen

- 1201 Für zahlreiche Fragen bei öffentlichen Unternehmensübernahmen sind sowohl vertrags- als auch übernahmeaufsichtsrechtliche Normen gleichzeitig relevant. Bspw. sind für die Zulässigkeit von Angebotsbedingungen zugleich Vorgaben sowohl dem Vertrags- als auch dem Übernahmeaufsichtsrecht zu entnehmen.²¹⁹¹ Die Vorgaben des FinfraG zur Ausgestaltung des Übernahmeangebots überlagern die (weitgehend dispositiven) allgemeinen vertragsrechtlichen Bestimmungen zu erheblichen Teilen, bspw. hinsichtlich Angebotsform, Offert- und Annahmefristen, Inhalt der Offerte, Annahmeerklärung etc.²¹⁹² Eine eigentliche Grenzziehung zwischen den beiden Gebieten lässt sich deshalb nicht vornehmen. Es ist über weite Strecken eine gleichzeitige, ergänzende oder verdrängende Anwendung notwendig.

3.1. Einschränkung der Vertragsfreiheit

- 1202 Über weite Strecken ist der Eingriff des Übernahmeaufsichtsrechts in das Privatrecht in einer *Einschränkung der Vertragsfreiheit* zu finden, indem Vorgaben hinsichtlich Vertragsgegenstand, Angebotspreis, Angebotsfristen, Vertragsbedingungen etc. bestehen. Da sich Schranken der Vertragsfreiheit aus verschiedensten Rechtsgebieten ergeben, sind sie keine übernahmerechtliche Besonderheit.²¹⁹³
- 1203 Zumindest über die Wirkung als Eingriffsnormen können aber (ausländische) Übernahmeregeln die Vertragsfreiheit beschränken. Dabei ist zuerst das Übernahmeaufsichtsrecht darauf zu überprüfen, ob es eine Anordnung von

²¹⁹¹ Siehe ausführlich zu dieser Problematik aus materiell-rechtlicher Sicht REUTTER, 38 ff.

²¹⁹² JOSEPHANS, 217, für das deutsche Recht.

²¹⁹³ Ob allerdings ausländische Normen direkt i. S. v. Art. 19 und 20 OR zur Widerrechtlichkeit eines Vertrages führen können, ist umstritten, dazu vorne [Fn 263](#).

Rechtsfolgen vorsieht, z. B. die Nichtigkeit explizit anordnet. Sofern eine solche Regelung auszumachen ist, so ist diese – über Art. 18 und 19 IPRG – auf das anwendbare Privatrecht zu adaptieren. Ist dies nicht der Fall, so sind die Rechtsfolgen eines Verstosses dem anwendbaren Vertragsrecht zu entnehmen (Umgang mit der Widerrechtlichkeit). Allerdings sind die Rechtsfolgen schon im Binnenverhältnis oft ungeklärt oder umstritten. Dies sei an konkreten Beispielen aufgezeigt:

Das Übernahmeaufsichtsrecht kennt gewisse (Mindest-)Preisvorschriften (Art. 135 Abs. 2–4 FinfraG i. V. m. Art. 42 ff. FinfraV-FINMA), welche die Vertragsfreiheit einschränken. Verletzt der Anbieter Preisvorschriften, stellt sich die Frage, was die zivilrechtliche Folge einer Verletzung derselben ist. Gemäss UEK ist der Vertrag mit dem zu tiefen Preis nicht unwirksam oder rückabzuwickeln, sondern der Anbieter ist verpflichtet, den höheren Preis allen Angebotsempfängern anzubieten.²¹⁹⁴ Die Preisvorschriften greifen demnach nach dem Verständnis der UEK nicht gestaltend in das (bestehende) vertragliche Verhältnis ein, sondern schaffen eine geänderte bzw. neue Angebotspflicht.²¹⁹⁵ Den Preisvorschriften des FinfraG sind deshalb auch im internationalen Verhältnis keine unmittelbaren zivilrechtlichen Rechtswirkungen auf den Vertrag zwischen Altaktionär und Anbieter zu entnehmen, zumal bei einer Anwendung als Eingriffsnorm der Eingriff ins Privatrecht noch nach Möglichkeit zu begrenzen ist. Bei einem anderen Verständnis der Rechtsfolgen der Verletzung der Preisvorschriften oder bei einer ausdrücklichen Anordnung in entsprechenden ausländischen Preisvorschriften wäre es aber durchaus möglich, dass sich diese unmittelbar auf die Gültigkeit des Vertrages auswirken und somit ins anwendbare Vertragsrecht eingreifen.

Die Vertragsfreiheit wird durch das FinfraG auch hinsichtlich *Vertragsgegenstand* eingeschränkt, indem sich das (Pflicht-)Angebot auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft ausdehnen muss.²¹⁹⁶ Die Rechtsfolgen einer Verletzung dieser Pflicht sind noch ungeklärt: In Frage kommen neben einer möglichen Unwirksamkeit des Angebots auch ein Verbot des Angebots durch die UEK sowie die positive Durchsetzung der Erweiterung des Angebots.²¹⁹⁷ Im internationalen Verhältnis sind die Rechtsfolgen wiederum durch Auslegung

²¹⁹⁴ Empfehlung I 0294/01 der UEK vom 26.10.2006 i. S. SIG Holding AG, E. 3.5.3; dazu Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 10 N 39 ff.

²¹⁹⁵ Hier ist entscheidend, ob die Verletzung während oder nach Ablauf der Angebotsdauer festgestellt wird, siehe Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 10 N 40 m. w. H.

²¹⁹⁶ Siehe Art. 135 Abs. 1 und 3 FinfraG, Art. 9 Abs. 2 UEV sowie Art. 35 FinfraV-FINMA.

²¹⁹⁷ Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 9 N 103.

der übernahmeaufsichtsrechtlichen Regelung im Lichte von Art. 18 bzw. 19 IPRG zu prüfen. Anschliessend kann erst in Bezug auf das konkret anwendbare Vertragsrecht bestimmt werden, was die privatrechtlichen Rechtsfolgen sind. Ist die Frage nach den zivilrechtlichen Rechtsfolgen im Binnenverhältnis ungeklärt, kann diese hingegen auf internationaler Ebene u. U. gar einfacher zu klären sein, da insbesondere Art. 19 IPRG viel Spielraum für eine Entscheidung im Einzelfall belässt, ohne dass die Frage generell zu klären ist.

3.2. Eingriffe ins Vertragsrecht

- 1206 Das Übernahmeaufsichtsrecht greift teilweise auch in die *vertragsrechtlichen Instrumente* ein oder ordnet ausdrücklich besondere zivilrechtlichen Rechtsfolgen an:
- 1207 Das FinfraG räumt bei Verträgen, die auf Grundlage eines untersagten Angebots abgeschlossen wurden (Art. 129 FinfraG i. V. m. Art. 16 UEV), die besondere Möglichkeit zum *Rücktritt von diesen Verträgen* bzw. zur *Rückabwicklung* ein.²¹⁹⁸ Damit greift das Übernahmeaufsichtsrecht ins anwendbare Vertragsrecht ein, was auf internationaler Ebene über die Eingriffsnormthematik zu betrachten ist. Das FinfraG regelt die Rechtsfolgen explizit, indem es ein Rücktritts- bzw. Rückabwicklungsrecht einräumt. Aus Sicht des schweizerischen OR wären solche Verträge bei Untersagung des Angebots grundsätzlich wegen Widerrechtlichkeit nichtig.²¹⁹⁹ Das deutsche WpÜG sieht für den entsprechenden Fall im deutschen Recht mit § 15 Abs. 3 WpÜG die Nichtigkeit des Vertrages vor. Das FinfraG greift hier aber ins allgemeine vertragsrechtliche Instrumentarium ein, indem es anstelle der Nichtigkeit ein besonderes Rücktrittsrecht einräumt. Dieser Eingriff ist nun möglichst punktuell und in engem Rahmen vorzunehmen. Ein aufgrund eines untersagten Angebots abgeschlossener Kaufvertrag über Anteile untersteht trotzdem noch in allen Punkten dem anwendbaren Vertragsrecht, es wird einzig unmittelbar ein besonderes Rücktrittsrecht eingeräumt. Mittelbare Fragen wie bspw. nach der Rechtsnatur der Rückabwicklungsansprüche, nach den Voraussetzungen an die Rücktrittserklärung sowie nach der Verjährung etc. sind dem anwendbaren Vertragsrecht zu entnehmen. Hinsichtlich des Eingriffs in das anwendbare Privatrecht sind – durch Einräumung eines besonderen Rücktrittsrechts – die *lex causae* und deren allgemeinen Rücktrittsrechte so auszulegen, dass eine Anwendung unter möglichst zurückhaltender Abänderung möglich ist.

²¹⁹⁸ SK FinfraG-LUCHSINGER/GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, Art. 129 N 1.

²¹⁹⁹ BSK FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 129 FinfraG N 9.

Eine ähnliche Problematik stellt sich im Falle eines *Konkurrenzangebots*, indem das FinfraG ein besonderes Widerrufsrecht für Annahmeerklärungen einräumt sowie gemäss UEK die Unverbindlichkeit von unwiderruflichen Andienungspflichten anordnet (Art. 133 FinfraG i. V. m. Art. 51 Abs. 2 UEV und Art. 48 Abs. 4 UEV).²²⁰⁰ Wie das Widerrufsrecht und die Unverbindlichkeit vertragsrechtlich zu verstehen sind, muss nach den entsprechenden Instrumenten des anwendbaren Vertragsrechts bestimmt werden, sodass dieses nur in möglichst kleinem Umfange abgeändert wird. 1208

Das Verhältnis des Übernahmeaufsichtsrechts zum Vertragsrecht kann als wenig problembehaftet eingeordnet werden. Das überwiegend dispositive Vertragsrecht kann auch im internationalen Verhältnis weitgehend verdrängt werden, ohne dass besondere Konflikte resultieren. Ein Gleichlauf zwischen Vertrags- und Übernahmeaufsichtsrecht wäre trotzdem wünschenswert, um die Folgen einer mangelhaften materiellen Abstimmung zu vermeiden.²²⁰¹ 1209

4. Verhältnis Aufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht im Besonderen

Das Verhältnis des Übernahmeaufsichtsrechts zum Gesellschaftsrecht wurde bereits für Binnenverhältnisse kurz dargestellt sowie im Rahmen der Ausführungen zum Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts behandelt.²²⁰² Wie gesehen überschneiden sich die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des Übernahmeaufsichtsrechts mit den allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Normen und können besonders in diesem Schnittbereich mit ihnen in Konflikt treten. Sofern der Eingriffsnormcharakter gegeben ist, kann im Umfang des Schnittbereichs eine Verdrängung durch die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen erfolgen. Die Wirkungsweise dieses Eingriffs und seine Rechtsfolgen sind näher zu betrachten. 1210

4.1. Überlagerung des Gesellschaftsrechts

Übernahmeaufsichtsrecht überlagert das anwendbare Gesellschafts- bzw. Aktienrecht in verschiedener Hinsicht.²²⁰³ Für eine international-privatrechtliche Betrachtungsweise der Rechtsfolgen sind die verschiedenen Arten der Ein- 1211

²²⁰⁰ Empfehlung 0161/02 II der UEK vom 11.6.2003 i. S. InCentive Capital AG E. 5.4.

²²⁰¹ REUTTER, 37 Fn 224, wonach ein Auseinanderfallen zu sehr unbefriedigenden Ergebnissen führen könne.

²²⁰² Siehe vorne [N 104 ff.](#) und [N 1000 ff.](#)

²²⁰³ Siehe zur Überlagerung etwa VON BÜREN, 181 ff.

griffe zu differenzieren. FLEISCHER teilt diese Überlagerung (für das deutsche Recht) in drei Normengruppen mit verschiedenen Wirkrichtungen ein:²²⁰⁴ Gewisse übernahmeaufsichtsrechtliche Normen zielen auf die *Verstärkung des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes* ab.²²⁰⁵ Dazu gehören insbesondere die erweiterten Gleichbehandlungspflichten, Pflichtangebotsregeln und Preisvorschriften. Eine zweite Normengruppe *prozeduralisiert Verhaltenspflichten*, indem sie Pflichten durch besondere Verhaltens- und Informationspflichten oder Fristsetzungen auf das Übernahmerecht und dessen Verfahren zuschneidet. Die letzte Gruppe bilden die Normen, welche das *Kompetenzgefüge des Aktienrechts* verändern, wozu insbesondere die Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats bei feindlichen Übernahmen gehören.²²⁰⁶

- 1212 Diese drei Normengruppen sind im FinfraG ebenfalls zu finden.²²⁰⁷ Es stellt sich die Frage, wie auf kollisionsrechtlicher Ebene damit umzugehen ist, wenn die Eingriffe des Übernahmeaufsichtsrechts ins Gesellschaftsrecht in diesen verschiedenen Varianten auszumachen sind. Neben dem *verdrängenden Eingriff* ist einerseits mit der *Verstärkung* bzw. dem Ausbau von Rechten und Pflichten gegenüber dem allgemeinen Gesellschaftsrecht umzugehen. Sodann ist die *Prozeduralisierung* der Verhaltenspflichten und die damit einhergehende Konkretisierung allgemeiner Pflichten zu handhaben.

4.2. Rechtsfolgen des Eingriffs

- 1213 Im Grundsatz gilt das zum Vertragsrecht Ausgeführte entsprechend bei Eingriffen in das Gesellschaftsrecht.²²⁰⁸ Anders als im Vertragsrecht ist hier jedoch ein Konflikt mit zwingenden Bestimmungen auszumachen. Es gilt zu unterscheiden, ob das Konkurrenzverhältnis bei einem Eingriff in Form eines Rechtsfolgenwiderspruchs oder aber einer Rechtsfolgendivergenz oder Rechtsfolgenidentität gegeben ist.²²⁰⁹

²²⁰⁴ Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 6 ff.

²²⁰⁵ Bzw. handelt es sich m. E. um eine Ausdehnung eines gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutzes auf einen breiteren kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz; grundlegend zum Minderheitenschutz im Aktienrecht BÄR, Minderheitenschutz, 387 ff.

²²⁰⁶ Paschos/Fleischer, Übernahmerecht-FLEISCHER, § 2 N 11 ff.

²²⁰⁷ Wobei der Eingriff ins Kompetenzgefüge nur beim Verbot von Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft diskutiert wird und dabei umstritten ist, ob es sich tatsächlich um eine Kompetenznorm handelt, siehe vorne [N 109](#).

²²⁰⁸ Siehe soeben [N 1201 ff.](#)

²²⁰⁹ Dazu vorne [N 111](#).

Erfüllt die übernahmeaufsichtsrechtliche Norm die Voraussetzungen des IPRG an den Eingriffsnormcharakter, so kann sie das anwendbare Gesellschaftsrecht selbst bei Widersprüchen verdrängen. Da Art. 18 und 19 IPRG bei den Anwendungsvoraussetzungen grossen Spielraum belassen, kann im Rahmen dieser Prüfung auf wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen zurückgegriffen werden, um zu prüfen, ob der Eingriff aus schützenswerten Gründen erfolgt. Bei Bejahung der Eingriffsvoraussetzungen erfolgt im widersprechenden Umfang eine Überlagerung durch exklusive Anwendung der Eingriffsnorm. Diese Verdrängung durch übernahmeaufsichtsrechtliche Eingriffsnormen ist wiederum nur auf den notwendigen Umfang des Konflikts und auf punktuelle Eingriffe zu reduzieren. Wenn schon im nationalen Verhältnis gilt, dass trotz der Eingriffe des Übernahmeaufsichtsrechts dem allgemeinen Aktienrecht weiterhin Fortgeltung zukommt, muss dies vielmehr im internationalen Verhältnis gelten, da hier die Eingriffswirkung gering zu halten ist. Die gesellschaftsrechtlichen Regeln der *lex causae* bleiben anwendbar und werden primär durch das Eingriffsrecht ergänzt und präzisiert, während die Verdrängung nur punktuell geschieht. 1214

Als Beispiel für *widersprechende Regeln* kann wiederum die Regelung der Abwehrmassnahmen beigezogen werden. Art. 132 Abs. 2 FinfraG (i. V. m. Art. 36 f. UEV) spielt in die aktienrechtliche Kompetenzordnung, indem im Zusammenhang mit Abwehrmassnahmen ins Kompetenzgefüge von Verwaltungsrat und Generalversammlung eingegriffen wird. Während das allgemeine Gesellschaftsrecht dem Verwaltungsrat die Kompetenz zum Abschluss von entsprechenden Rechtsgeschäften zuweist, verbietet ihm das FinfraG dies und erlaubt es stattdessen der Generalversammlung. Insofern liegt ein Widerspruch vor. Ist nur Schweizer Recht betroffen, so überlagert das FinfraG als *lex specialis* bezüglich einer spezifischen Kompetenz die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Vorgaben.²²¹⁰ Grenzüberschreitend ist dieser Eingriff des Übernahmeaufsichtsrechts wiederum den Voraussetzungen des IPRG an die Eingriffsnormen unterstellt und in seinen Eingriffswirkungen punktuell und eng zu verstehen. Als unmittelbare Rechtsfolge hält das FinfraG (bzw. die UEV) nur die Gesetzeswidrigkeit des Handelns des Verwaltungsrats fest. Wie im Einzelnen privatrechtsdogmatisch mit diesem Eingriff umzugehen ist, d. h. namentlich, ob gesellschaftsrechtlich eine Kompetenzverschiebung stattfindet oder ob eine Nichtigkeit, Anfechtbarkeit oder schwebende Unwirksamkeit des Verwaltungsratsbeschlusses gegeben ist und was die Auswirkungen im Aussen- 1215

²²¹⁰ Dazu vorne [N 109](#).

verhältnis sind,²²¹¹ muss deshalb nach dem anwendbaren Privatrecht geklärt werden. Während im Binnenverhältnis die h. L. davon ausgeht, dass das FinfraG in die Kompetenzordnung nach OR eingreift, muss dies im internationalen Verhältnis nicht in gleicher Weise angenommen werden. Das anwendbare Gesellschaftsrecht ist danach zu überprüfen, wie mit der Gesetzeswidrigkeit umzugehen ist. Um den Eingriff ins Aktienrecht punktuell beschränkt zu halten, könnte im Einzelfall etwa von einer blossen Verbotsnorm ausgegangen werden.²²¹²

4.3. Kumulative Anwendbarkeit

1216 Da ein Grossteil der übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen entweder der Verstärkung des Minderheitenschutzes dient oder Verhaltenspflichten der Organe auf das Übernahmeverfahren zuschneidet bzw. konkretisiert, wird der Eingriff ins Gesellschaftsrecht über weite Strecken nicht zu einem Rechtsfolgenwiderspruch führen, sondern die Normen werden parallele oder nur leicht divergierende Pflichten vorsehen. Das heisst, das Kollisionsverhältnis wird bei diesen Normen in Form einer Rechtsfolgenidentität oder höchstens Rechtsfolgendivergenz vorliegen. Das Verhältnis ist in diesen Fällen augenscheinlich weniger problematisch als bei einem Widerspruch. Dies gilt auch auf internationaler Ebene. Bei Rechtsfolgenidentität können die privat- und aufsichtsrechtlichen Normen kumulativ und nebeneinander zur Anwendung kommen, ohne dass die Statutenkumulierung sich als nachteilig erweisen würde.²²¹³ Kleinere Divergenzen können über das Institut der Anpassung durch Heranziehung der Ausstrahlungstheorie ausgeglichen werden, sodass eine kumulative Anwendung weitgehend reibungslos erfolgen kann. Bei grösseren Rechtsfolgendivergenzen ist eine punktuelle Verdrängung in der divergierenden Dimension möglich (über die Wirkung als Eingriffsnormen).

1217 Wenn die übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen das Privatrecht gar nicht beschlagen, so können die beiden Normenkomplexe ohnehin in einem paralle-

²²¹¹ Siehe zu den verschiedenen Meinungen zur zivilrechtlichen Unwirksamkeit aus Sicht des schweizerischen Rechts etwa Komm. UEV-GERICKE/WIEDMER, Art. 36 N 113, m. w. H.

²²¹² Eine blossen Verbotsnorm würde weniger stark ins gesellschaftsrechtliche Gefüge eingreifen, als wenn eine Kompetenz vom Verwaltungsrat auf die Generalversammlung übertragen wird. Die Rechtsfolge des Verstosses gegen die Verbotsnorm wäre dann dem anwendbaren Gesellschaftsrecht zu entnehmen (es könnte etwa eine Nichtigkeit des Verwaltungsratsbeschlusses vorliegen).

²²¹³ Siehe zum Nebeneinander von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht EBENROTH/WILKEN, 246.

len Verhältnis nebeneinander bestehen. Dies gilt insbesondere für die Bestimmungen mit ausschliesslich kapitalmarktrechtlicher Rechtsnatur (bspw. die übernahmerechtlichen Meldepflichten sowie die zahlreichen Normen zum Verfahren vor den Aufsichtsbehörden).²²¹⁴

Besondere Fragen stellen sich im Zusammenhang mit der kumulativen Anwendbarkeit bei Pflichtenkollisionen und der Verantwortlichkeitshaftung. 1218

4.4. Pflichtenkollisionen und Verantwortlichkeit im Besonderen

Wie vorne dargelegt, zeigt sich eine *Kollision* von Übernahmeaufsichts- und Aktienrecht besonders bei den *Pflichten* der Akteure in der Übernahmesituation, namentlich beim Verwaltungsrat der Zielgesellschaft. Während diese Pflichten teilweise parallel ausgestaltet sind (indem etwa beide eine Gleichbehandlungspflicht statuieren), müssen sie nicht deckungsgleich sein. BÖCKLI spricht in diesem Zusammenhang von einem doppelten Pflichtenexus des Verwaltungsrats.²²¹⁵ Werden die Pflichten des Verwaltungsrats durch das Übernahmeaufsichtsrecht erweitert, eingeengt oder prozeduralisiert bzw. konkretisiert, so kann dies schon im nationalen Recht zu Spannungen führen. Auf internationaler Ebene sind mangels Sachrechtsidentität verstärkt Spannungen zu erwarten, weshalb das Verhältnis geklärt werden muss. 1219

Kommen übernahmearaufsichtsrechtliche Pflichten als Eingriffsnormen gemäss Art. 18 oder 19 IPRG zur Anwendung, so ist wiederum im Einzelfall zu bestimmen, in welchem Umfang und mit welchen Rechtsfolgen dies geschieht. Während ein (verdrängender) Eingriff ins Privatrecht möglichst punktuell zu halten ist, muss dies bei der Anwendung von parallelen Pflichten und einer Konkretisierung der allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten durch spezifischere übernahmearaufsichtsrechtliche Vorgaben nicht im gleichen Masse gelten. Schon im nationalen Recht ist gemäss *Ausstrahlungstheorie* durch Auslegung nach Möglichkeit ein Gleichlauf zwischen Privat- und Aufsichtsrecht zu erwirken, indem die Normen gegenseitig «Strahlungswirkungen» zeigen.²²¹⁶ Die (eher unbestimmten) aktienrechtlichen Pflichten des anwendbaren Privatrechts werden so durch die übernahmearaufsichtsrechtlichen Normen konkretisiert. In gleicher Weise kann im internationalen Kontext über das Institut der *Anpassung* eine Ausstrahlungswirkung der Eingriffsnormen auf das Privatrecht erfolgen. Auch die Regelung des IPRG zu den Rechtsfolgen der Eingriffswirkung 1220

²²¹⁴ Siehe dazu vorne [N 1024](#).

²²¹⁵ BÖCKLI, § 7 N 221.

²²¹⁶ Siehe vorne [N 113 ff.](#)

lässt wiederum genügend Spielraum, um eine Berücksichtigung des Eingriffsrechts in Form einer Strahlungswirkung international zuzulassen. Die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrats nach der *lex causae* (etwa Treue-, Sorgfalts- und Gleichbehandlungspflicht) werden demnach durch die spezifischeren Vorgaben des eingreifenden Übernahmeaufsichtsrechts in dem Sinne überlagert, dass hier der Eingriff *konkretisierend* vorgenommen wird und es in den privatrechtlichen Pflichtenkatalog strahlt.

- 1221 Mangels Sachrechtskoordination ist aber nicht auszuschliessen, dass sich die Pflichten auch mittels entsprechender Auslegung nicht vereinbaren lassen, sondern widersprechen. Ein Beispiel wäre etwa, dass das Übernahmeaufsichtsrecht einer Rechtsordnung eine Neutralitätspflicht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft statuiert, er aber nach dem anwendbaren Gesellschaftsrecht ein als schädlich einzustufendes Angebot bekämpfen müsste, um die Interessen der Gesellschaft zu wahren.²²¹⁷ In diesem Fall ist wiederum über Art. 18 oder 19 IPRG im Einzelfall zu prüfen, ob diesem verdrängenden Eingriff ins Privatrecht stattzugeben ist. In diesem Rahmen ist auch auf wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen zurückzugreifen, um zu prüfen, ob der Eingriff begründet und aus Sicht des schweizerischen Rechts schützenswert ist.²²¹⁸ Wird ihm stattgegeben, so ist er nur punktuell im widersprechenden Umfang vorzunehmen, während die allgemeinen Pflichten ansonsten unberührt bleiben.
- 1222 Demzufolge kann der Problematik der Pflichtenkollisionen auch auf der internationalen Ebene begegnet werden. Erstens, weil die Ausstrahlungstheorie auch in diesem Verhältnis angewandt werden darf, während zweitens (aufgrund der Wirkungsweise der Eingriffsnorm) ein besonderer Ermessensspielraum gegeben ist, um das Verhältnis im konkreten Einzelfall zu lösen.
- 1223 Gewisse international-privatrechtliche Fragen stellen sich auch im Rahmen der *gesellschaftsrechtlichen Verantwortlichkeitshaftung* bzw. der Organhaftung. Die Verantwortlichkeitshaftung der Organe fällt gemäss Art. 155 lit. g IPRG unter das Gesellschaftsstatut.²²¹⁹ Eine Haftung des Verwaltungsrats nach

²²¹⁷ Siehe vorne [Fn 2076](#).

²²¹⁸ Nach dem vorne vertretenen Ansatz folgen die Übernahmeregeln des FinfraG anknüpfungstechnisch einem System des engsten Bezugs unter kombinierter Betrachtung von Inkorporations- und Kotierungsort und unter Flexibilisierung des Anwendungsanspruchs durch Vergleich der (Anleger-)Schutzzwecke der kollidierenden Normen. Daneben können auch weitere wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen einbezogen werden.

²²¹⁹ Siehe dazu vorne [N 491](#). Zur Abgrenzung von der akzessorischen Anknüpfung vgl. GONZENBACH, 110 f.

schweizerischem Recht kommt demnach bei Zielgesellschaften mit statutarischem Sitz in der Schweiz in Frage. Auch bei ausländischen Zielgesellschaften (i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG) ist sie zudem denkbar, da Art. 159 IPRG eine Haftungserweiterung schafft, wenn die Geschäfte in der Schweiz oder von der Schweiz aus geführt werden.²²²⁰ Es stellt sich die Frage, wie die Verantwortlichkeit nach dem anwendbaren Gesellschaftsrecht zu beurteilen ist, wenn der Verwaltungsrat gegen (ausländisches) Übernahmeaufsichtsrecht verstösst. Für Binnensachverhalte erweitert das Übernahmeaufsichtsrecht aus Sicht des schweizerischen Gesellschaftsrechts die Pflichten des aktienrechtlichen Organs, sodass eine Verletzung von übernahmeaufsichtsrechtlichen Normen durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Verantwortlichkeitshaftung nach sich ziehen kann.²²²¹ Ob auch die Verletzung einer *ausländischen* übernahmeaufsichtsrechtlichen Norm als Grundlage der Pflichtverletzung dienen kann, ist hingegen weniger klar. Dies ist m. E. durchaus denkbar, zumal sich der Verwaltungsrat mit der Kotierung im Ausland auch den entsprechenden börsenrechtlichen Pflichten unterwirft, sodass diese im erweiterten Sinne zum aktienrechtlichen Pflichtgefüge zu rechnen sind. Jedenfalls wird ein Verstoß gegen (ausländische) übernahmerechtliche Normen zugleich eine gesellschaftsrechtliche Sorgfaltspflichtverletzung darstellen.²²²²

III. Fazit

1. Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht

Das internationale Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht bei der Übernahme klärt sich bei einer *international-privatrechtlichen Betrachtung* weitgehend. Zusammenfassend ist aus Perspektive des internationalen Privatrechts festzuhalten, dass wenn übernahmeaufsichtsrechtliche Normen ins anwendbare Privatrecht eingreifen, dies methodisch über eine Sonderanknüpfung als Eingriffsnormen geschieht. Die Anwendung des Übernahmeaufsichtsrechts

1224

²²²⁰ Dazu vorne [N 524 f.](#)

²²²¹ BÄRTSCHI, 79 f.; WATTER/DUBS, 1310 ff.

²²²² Hinzuweisen ist in diesem Kontext auch auf Art. 142 Abs. 2 IPRG (siehe dazu vorne [N 603](#)). Im Rahmen der Verantwortlichkeitshaftung könnten bei internationalen Bezügen übernahmeaufsichtsrechtliche Verhaltensvorschriften als «Sicherheits- und Verhaltensvorschriften am Ort der Handlung» zu berücksichtigen sein (damit die Befolgung von Verhaltensregeln einer Rechtsordnung nicht zur Haftung nach einer anderen führt). Hierfür müssen jedoch die Verhaltensvorschriften überhaupt mit dem Handlungsort verknüpft sein, was im Kapitalmarktrecht nicht der Regelfall ist.

wird vorbehalten, ohne dass sich das IPRG weiter zu den Rechtsfolgen äussert. Die eingreifende Norm ist auf ihre (un-)mittelbaren Rechtsfolgen hin auszu-legen, wobei der Eingriff – gemäss der Sonderanknüpfungsnatur – im Um-fang beschränkt zu halten ist. So kann das Übernahmeaufsichtsrecht als Ein-griffsrecht die Rechtsfolgen unmittelbar anordnen (z. B. die Nichtigkeit) oder aber diese dem anwendbaren Privatrecht weitgehend überlassen (z. B. die zi-vilrechtliche Verantwortlichkeit eines Verwaltungsrats bei Verletzung einer übernahmeaufsichtsrechtlichen Pflicht).

- 1225 Im Verhältnis von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht ist einerseits ein *verdrängender Eingriff* auszumachen, indem die Privatautonomie begrenzt oder eine anwendbare privatrechtliche Regelung durch eine widersprechende (in- oder ausländische) übernahmeaufsichtsrechtliche Norm überlagert wird. Solche «echten» verdrängenden Eingriffe sind in ihrem Umfang zurückhaltend zu handhaben, indem sie das anwendbare Privatrecht nur im notwendigen Umfang punktuell verdrängen. Daneben ist – insbesondere mit Bezug zum Ge-sellschaftsrecht – der Eingriff zu grossen Teilen als (Minderheits-)Rechte ver-stärkend oder Pflichten konkretisierend zu verorten, wobei eine weitgehende Parallelität zwischen den Regeln auszumachen ist. Bei solchen «nicht verdrän-genden» Eingriffen ist m. E. weniger Zurückhaltung notwendig. Insbesondere ist die Anerkennung einer Ausstrahlungswirkung zu fördern. Schliesslich kom-men diverse aufsichtsrechtliche Übernahmeregeln nur ergänzend zur Anwen-dung, ohne ins Privatrecht einzugreifen.
- 1226 Die Regelung der Eingriffsnormen nach Art. 18 f. IPRG belässt *grosses Ermessen* für den Umgang mit dem anwendbaren Übernahmeaufsichtsrecht im Einzel-fall, besonders in Bezug auf den Umfang und die Rechtsfolgen des Eingriffs, aber auch bezüglich des Verhältnisses von kollidierenden Eingriffsnormen un-tereinander. Dies schafft *Raum, um wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegun-gen* auf der Ebene der Prüfung der Eingriffsnorm zu nutzen. Ist bei einer Über-nahme die Wirkung eines oder mehrerer Übernahmeaufsichtsrechte auf die privatrechtlichen Rechtsverhältnisse zu prüfen, so lässt das IPRG den notwen-digen Freiraum, um nach wirtschaftskollisionsrechtlichen Kriterien zu prüfen, welchem Übernahmeaufsichtsrecht der Vorzug zu geben ist und in welchem Umfang es durchzusetzen ist. Das heisst, auch ein Zivilgericht kann auf dieser Ebene wirtschaftskollisionsrechtliche Kriterien anwenden bzw. diese von Auf-sichtsbehörden übernehmen (falls Aufsichtsbehörden in der gleichen Sache schon Entscheide gefällt haben).
- 1227 Die *unterschiedliche Methodik* des internationalen Privatrechts und des Wirt-schaftskollisionsrechts lässt sich demnach im Bereich des Übernahmerechts

über die Funktion der Eingriffsnormen weitgehend vereinen. Hierfür müssen jedoch die Anwendungsvoraussetzungen von Art. 18 und insbesondere Art. 19 IPRG grosszügig gehandhabt werden. Das Institut der Anpassung liefert die notwendige Grundlage für eine *Senkung der Anwendungshürden*. Da im Bereich des Übernahmerechts eine erhöhte Gefahr von Normenkonflikten besteht – insbesondere weil Aufsichts- und Gesellschaftsrecht wesentliche Überschneidungen zeigen –, besteht auch ein erhöhtes Bedürfnis nach Anpassungsüberlegungen. Dürfen die Eingriffsnormenvoraussetzungen «angepasst» werden, erfasst das IPRG auf diesem Wege die gesamte Übernahmeaufsichtsproblematik. So können die Eingriffe des Übernahmeaufsichtsrechts ins Privatrecht auf internationaler Ebene mittels der Dogmatik des internationalen Privatrechts gelöst werden, ohne dass wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen eingeschränkt werden. Auch der Mechanismus des Anwendungsverzichts lässt sich über Art. 18 und 19 IPRG handhaben, weil auch hier im Einzelfall genügend Raum für einen Verzicht auf die Durchsetzung eigentlich zwingender Normen zugunsten von gleichwertigen ausländischen Normen besteht.

Insgesamt kann gefolgert werden, dass – zumindest bei einer grosszügigen Handhabung der Anwendungsvoraussetzungen der Eingriffsnormen – sich das Übernahmeaufsichtsrecht über die vorhandenen Instrumente *in die Dogmatik des internationalen Privatrechts einfügen* lässt. Obschon sich das Übernahmeaufsichtsrecht bereits in der kollisionsrechtlichen Methodik grundlegend vom Übernahmeprivatrecht unterscheidet, kann trotzdem festgestellt werden, dass sich die international-privatrechtliche und die wirtschaftskollisionsrechtliche Betrachtungsweise nicht gegenseitig beschränken, sondern in Übereinstimmung bringen lassen. 1228

Schon im nationalen Recht ist ein *Spannungsverhältnis* zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht auszumachen. Auf internationaler Ebene mag dies zwar auf der einen Seite mangels Sachrechtskoordination zu verstärkten Interferenzen führen. Auf der anderen Seite wurde bei der Wirkungsweise als Eingriffsnorm aber ein *erhöhtes Ermessen der Gerichte* verortet, im Einzelfall eine Norm überhaupt anzuwenden und bei einer allfälligen Anwendung die Rechtsfolgen zu beschränken. Damit wird das Spannungsverhältnis deutlich entschärft. Unberührt von den privatrechtlichen Rechtsfolgen bestehen parallel die übernahmeaufsichts- und strafrechtlichen Sanktionsmöglichkeiten. 1229

LEHMANN hat für die Beziehung des internationalen Privatrechts und des internationalen Finanzmarktrechts allgemein festgestellt, dass eine unzureichende 1230

Abstimmung anzutreffen ist.²²²³ Muss diese Schlussfolgerung aus Sicht der Schweizer Rechtsordnung in gleicher Weise für den Bereich des Übernahmerechts gezogen werden? Einerseits ist hier ebenfalls keine Abstimmung der Rechtsgebiete anzutreffen. Das Übernahmeaufsichtsrecht knüpft vom Privatrecht weitgehend losgelöst an, noch verstärkt seit dem Bedeutungsverlust des Inkorporationsorts mit der letzten Revision. Dem internationalen Privatrecht sind die Besonderheiten der öffentlichen Übernahme unbekannt, sodass eine besondere Regelung fehlt. Andererseits warten beide Regelungskomplexe mit einer gewissen Flexibilität auf, welche das Verhältnis entspannt: Das Konzept des Anwendungsverzichts des FinfraG lässt den Aufsichtsbehörden Ermessensspielraum auch im Umgang mit kollidierenden privatrechtlichen Normen, während das Eingriffsnormenkonzept des IPRG den aufsichtsrechtlichen Normen eine Tür zur Anwendung öffnet. Trotz der fehlenden Abstimmung halten sich deshalb Reibungsverluste im überschaubaren Rahmen.

2. Methodendualistische Vorgehensweise

- 1231 Wie im Grundlagenteil festgestellt wurde, wäre ein grundsätzlicher Vorrang des internationalen Privatrechts unter Lösung des Verhältnisses über die Funktion der Eingriffsnormen wünschenswert, sofern die kollisionsrechtlichen Überlegungen zum Übernahmeaufsichtsrecht dies zulassen. Nun gilt es dies zu beantworten: Einerseits kann ein *methodischer Vorrang* des internationalen Privatrechts bejaht werden, da sich das Übernahmeaufsichtsrecht über die Eingriffsnormenthematik von der international-privatrechtlichen Dogmatik erfassen lässt. Diese Aussage gilt vorbehaltlos aus Sicht eines Zivilgerichts und ist m. E. bei einer theoretischen kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtung der Übernahme angezeigt, wie sie vorliegend vorgenommen wird.
- 1232 Ihr sind aber folgende *Vorbehalte* anzufügen: Die Bejahung dieses methodischen Vorrangs des internationalen Privatrechts ist nur denkbar, weil das IPRG wiederum die Anwendung des Aufsichtsrechts vorbehält und somit einen eigentlichen Vorrang des Aufsichtsrechts anerkennt. Wenn auch der methodische Vorrang des internationalen Privatrechts theoretisch zu bejahen ist, so wird die öffentliche Übernahme weitgehend vom praktischen Vorrang des Aufsichtsrechts dominiert werden. Einem Teil der übernahmearaufsichtsrechtlichen Normen kommt ohnehin unabhängig vom internationalen Privatrecht Geltung zu, da gar kein Schnittbereich bzw. keine Privatrechtsrelevanz auszumachen ist. Zweifellos werden Aufsichtsbehörden nicht diese Sichtweise des

²²²³ MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 546.

methodischen Vorrangs des internationalen Privatrechts einnehmen. Dies ist auch nicht weiter negativ zu bewerten, da ihre Aufgabe in der Anwendung des Aufsichtsrechts liegt. Für Fragen nach allfälligen Wechselwirkungen mit dem Privatrecht ist aber die entsprechende Methodik unumgänglich. Praktisch wird deshalb das Übernahmeaufsichtsrecht seine Regelungen über weite Strecken unabhängig von einer international-privatrechtlichen Betrachtung zwingend durchsetzen.

Für die Frage nach der methodischen Vorgehensweise ist folgendes Fazit zu ziehen: Zur Beantwortung kollisionsrechtlicher Fragen im Zusammenhang mit Übernahmen kann nicht immer entweder international-privatrechtlich oder wirtschaftskollisionsrechtlich vorgegangen werden. Da für diverse Problematiken keine klare Abgrenzung im Sinne einer ausschliesslichen Zuweisung zum Übernahmeaufsichts- oder Privatrecht möglich ist, kann für diese Fragen in der Konsequenz auch nicht methodisch ausschliesslich eine der kollisionsrechtlichen Vorgehensweisen gewählt werden. Es ist *methodendualistisch* sowohl eine international-privatrechtliche als auch eine wirtschaftskollisionsrechtliche Vorgehensweise zu wählen, um das anwendbare Recht zu bestimmen. In einem zweiten Schritt ist dann mit der resultierenden kumulativen Anwendbarkeit und dem Zusammenspiel umzugehen. Hierfür ist eine international-privatrechtliche Betrachtung des Übernahmeaufsichtsrechts notwendig, um die Eingriffe ins Privatrecht sowie ihre Rechtsfolgen zu untersuchen. 1233

Dies sei an einem Beispiel veranschaulicht: Ist im Zusammenhang mit einer Übernahme der Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft zwecks Stärkung des Börsenkurses zu beurteilen, so stellen sich aufsichtsrechtliche Fragen (Verletzung des Verbots von Abwehrmassnahmen; Zulässigkeit des öffentlichen Rückkaufangebots etc.), gesellschaftsrechtliche Fragen (Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien; Pflichtverletzung des Verwaltungsrats etc.); gleichzeitig sind vertragsrechtliche Aspekte (Gültigkeit der Kaufverträge) sowie sachen- und wertpapierrechtliche Aspekte (gültige Eigentumsübertragung) zu beachten. Nun ist das anwendbare Privatrecht nach dem IPRG zu bestimmen sowie das anwendbare Aufsichtsrecht nach FinfraG bzw. wirtschaftskollisionsrechtlichen Prinzipien. Möglicherweise resultiert die Anwendbarkeit mehrere 1234

Zivilrechtsstatute sowie eines oder mehrerer Aufsichtsrechte.²²²⁴ In diesem Fall ist das gegenseitige Verhältnis zu klären. Soweit das Aufsichtsrecht Wirkungen auf die privatrechtlichen Rechtsverhältnisse zeigt, sind die Rechtsfolgen des Eingriffs wie dargelegt nach dem IPRG zu bestimmen.²²²⁵

²²²⁴ Angenommen die Zielgesellschaft hat ihre Inkorporation in Italien und eine Hauptkotierung in der Schweiz: Nach Art. 154 IPRG wäre italienisches Gesellschaftsrecht anwendbar, daneben u. U. nach Art. 159 IPRG auch schweizerisches Recht für Haftungsfragen. Für das Vertragsrecht wäre wohl eine Rechtswahl massgebend, während für sachen- und wertpapierrechtliche Fragen das anwendbare Recht nach dem HWPÜ in Bezug die andienenden Aktionär einzeln bestimmt werden müsste. Auf der aufsichtsrechtlichen Seite wäre die Anwendbarkeit des FinfraG zu prüfen und in einem ersten Schritt zu bejahen. Anschliessend wäre nach wirtschaftskollisionsrechtlichen Kriterien die Anwendung gegenüber ausländischem Recht abzuwägen, hier gegenüber dem italienischen Gesellschaftsrecht sowie anderen Aufsichtsrechten (bei allfälligen weiteren Kotierungen).

²²²⁵ Bei einer Beurteilung aus Schweizer Sicht (d. h. insb. vor einem Schweizer Gericht) könnte das Verhältnis grob wie folgt skizziert werden: Wenn das FinfraG sich anwendbar zeigt (kein Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG), so kommt es als inländische Eingriffsnorm i. S. v. Art. 18 IPRG zur Anwendung und kann das italienische Gesellschaftsrecht, das anwendbare Vertragsrecht und das anwendbare Sachenrecht (sowie allenfalls das schweizerische Gesellschaftsrecht für Haftungsfragen) überlagern. Die Rechtsfolgen und der Umfang des Eingriffs sind nach Art. 18 IPRG und der *lex causae* zu prüfen. Wurde für gewisse Vorschriften des FinfraG ein partieller Anwendungsverzicht vorgenommen (etwa um Konflikte mit dem italienischen Gesellschaftsrecht zu entschärfen), so kann dies ebenfalls im Rahmen von Art. 18 IPRG berücksichtigt werden, indem diese Vorschriften nicht als Eingriffsnormen zur Anwendung gebracht werden.

§ 15 Erkenntnisse bei kollisionsrechtlicher Gesamtbetrachtung der Übernahme

Nachdem die Regelungsbereiche Übernahmeprivatrecht und Übernahmeaufsichtsrecht getrennt behandelt wurden und ihr Verhältnis dargestellt wurde, gilt es nun zu prüfen, welche *Erkenntnisse* sich im Rahmen einer kollisionsrechtlichen *Gesamtbetrachtung* der Unternehmensübernahme ergeben. 1235

I. Allgemeine Erkenntnisse aus einer Gesamtperspektive

1. Kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung

Wird die öffentliche Übernahme aus einer kollisionsrechtlichen Gesamtperspektive betrachtet, so zeigt sich ein *Mosaik* von Anknüpfungsprinzipien, Regelungsbereichen, Zuständigkeiten, anwendbaren Rechtsordnungen, qualifizierenden Rechtsfragen sowie Methodiken. Die untersuchten Rechtsgebiete werden von grundlegend unterschiedlichen kollisionsrechtlichen Prinzipien geprägt. Während im Vertragsrecht die Rechtswahlfreiheit dominiert, folgt das Zielgesellschaftsstatut dem Inkorporationsprinzip, während das Übernahmeaufsichtsrecht hauptsächlich vom Kotierungsort bestimmt wird. Ein die Übernahme gesamthaft prägendes Statut zu finden, muss vor diesem Hintergrund schwierig sein. 1236

In der Doktrin wurde lange nach einem *einheitlichen Anknüpfungsregime* für die Unternehmensübernahme gesucht, das sich insbesondere am Markt bzw. am Auswirkungsprinzip zu orientieren habe.²²²⁶ Diese Suche nach einem prägenden Marktstatut muss angesichts der aktuellen Regelung im Schweizer Recht m. E. als gescheitert beurteilt werden. Das FinfraG knüpft konzeptionell neben dem Kotierungsort auch am marktfremden Kriterium der Inkorporation an. Sodann wurde festgestellt, dass auch das Kriterium «Hauptkotierungsort» nicht auf ein quantitatives Marktkriterium (wie die Auswirkungen, die Zahl der betroffenen Anleger oder den Umfang der Börsenkapitalisierung) abstellt, sondern sich auf die Intensität der Kotierungspflichten bezieht. Damit ist schon 1237

²²²⁶ So insb. RÜEDI, 55 ff.; ähnlich SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 351 ff.; so dann etwa EBENROTH/SCHRUPKOWSKI, 379 ff.

im Bereich des Übernahmeaufsichtsrechts keine eigentliche Marktanknüpfung auszumachen. Noch weniger ergibt sich eine solche, wenn – wie vorliegend – eine Gesamtbetrachtung auch die weiteren Rechtsgebiete einbezieht.

- 1238 Gemeinsamkeiten haben sich in den verschiedenen Rechtsgebieten nur teilweise ergeben. Das Anknüpfungsmerkmal des *statutarischen Sitzes* (bzw. das Inkorporationsprinzip) findet sich rechtsgebietsübergreifend wieder. So ist es einerseits für gesellschaftsrechtliche Fragen überwiegend entscheidend. Gesellschaftsrechtliche Sonderanknüpfungen in Abweichung vom Inkorporationsprinzip sind im Bereich des Übernahmerechts höchstens marginal relevant. Für die Anwendbarkeit des Übernahmeaufsichtsrechts ist der statistarische Sitz der Zielgesellschaft zumindest formell mitbestimmend. Schliesslich ist er auch für das Übernahmevertragsstatut – jedenfalls im Rahmen der objektiven Anknüpfung – ein zu berücksichtigendes Kriterium. Dem Zielgesellschaftssitz kommt damit in allen drei hauptsächlich betrachteten Rechtsgebieten zumindest eine gewisse kollisionsrechtliche Bedeutung zu. Trotzdem kann das Merkmal der Inkorporation m. E. aus einer Gesamtperspektive nicht als prägend qualifiziert werden. Wenn es auch in der Theorie im Aufsichts- und Vertragsrecht miteinzubeziehen ist, so wurde aufgezeigt, dass die praktische Bedeutung in diesen Gebieten eine marginale ist. Für das – die öffentliche Übernahme allgemein dominierende – Aufsichtsrecht hat es im Zuge der letzten Revision zudem einen Bedeutungsverlust erlitten. Die Inkorporation der Zielgesellschaft kann aber für die kollisionsrechtliche Betrachtung der Übernahme sicherlich als ein *zentrales Merkmal* bezeichnet werden.
- 1239 Bei der vorgenommenen Betrachtung des Übernahmeaufsichtsrechts wurde verschiedentlich das international-privatrechtliche Anknüpfungsprinzip des *engsten Bezugs* angetroffen: Merkmale des Kriteriums des engsten Zusammenhangs wurden in der gesetzlichen Konzeption von Art. 125 Abs. 1 FinfraG gefunden, indem eine Gesamtbetrachtung von Sitz und Stärke der Kotierung entscheidend für die Bestimmung des anwendbaren Rechts ist (wenn auch faktisch der Kotierungsort dominiert). Sodann sollte das Kriterium des engsten Bezugs zur Ausübung des verorteten grossen Ermessens im Zusammenhang mit dem Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 genutzt werden. Schliesslich kommt der engste Bezug auch im Rahmen der Anwendungsvoraussetzungen für die ausländischen Eingriffsnormen wiederum zum Zuge, wenn es um die Frage geht, ob einem Übernahmeaufsichtsrecht als Eingriffsnorm zum Durchbruch verholfen wird. Auf der einen Seite mag es nicht nahe liegen, dieses international-privatrechtliche Kriterium in einem wirtschaftskollisionsrechtlichen Gebiet anzutreffen. Andererseits untersteht auch das

Wirtschaftskollisionsrecht aus einer weit gefassten Perspektive diesem kollisionsrechtlichen Leitprinzip, sodass ein Auffinden desselben nicht weiter überraschen muss.

Bei einer kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtung der Unternehmensübernahme sticht sodann die herausragende *Rolle der Zielgesellschaft* heraus. Als eigentliche (Vertrags-)Parteien sind die Übernehmerin und die Verkäufer oder Aktionäre bzw. ihre örtlichen Verknüpfungen für das anwendbare Recht kaum relevant. Für die Bestimmung des Aufsichts- sowie Gesellschaftsrechts dominieren die Bezugspunkte der Zielgesellschaft. Während im Vertragsrecht allgemein die Parteien für die Bestimmung des anwendbaren Rechts zentral sind, ist dies bei der Übernahme nicht der Fall: Entweder wird das anwendbare Recht entsprechend dem Gesellschafts- oder Übernahmeaufsichtsrecht gewählt oder bei einer objektiven Anknüpfung ist wiederum zur Hauptsache die Zielgesellschaft massgebend. Deshalb steht in allen drei Rechtsgebieten die Zielgesellschaft für die Anknüpfung im Vordergrund. Die Bedeutung der Zielgesellschaft ist bei öffentlichen Übernahmen – im Gegensatz zu privaten Transaktionen – allgemein verstärkt, was sich auch auf Kollisionsrechtsebene widerspiegelt. 1240

Ins Auge fällt bei öffentlichen Übernahmen, dass die zusätzliche Anwendbarkeit des *Übernahmeaufsichtsrechts* den Anknüpfungsschwerpunkt massiv verändert. Das materielle Übernahmeaufsichtsrecht prägt die Übernahme grundlegend, indem es schon Vorgaben hinsichtlich Parteien und Gegenstand der Übernahme macht, weitgreifende Ge- und Verbote aufstellt und das Verfahren bzw. die Abläufe vorschreibt. Damit muss auch die kollisionsrechtliche Betrachtung durch das Aufsichtsstatut geprägt werden. Wenn das Aufsichtsstatut die öffentliche Übernahme insgesamt prägt, kommt folglich kollisionsrechtlich dem *Kotierungsort* – als aufsichtsrechtlichem Hauptanknüpfungsmerkmal – insgesamt eine zentrale Bedeutung zu. 1241

Sowohl die *Inkorporation der Zielgesellschaft* als auch der *Kotierungsort* sind damit die beiden *zentralen Anknüpfungsmerkmale* bei einer Gesamtbetrachtung der öffentlichen Übernahme. Als wichtigste Rechtsgebiete wurden das Übernahmeaufsichtsrecht, das Gesellschaftsrecht sowie das Vertragsrecht verortet. Da im Vertragsrecht Rechtswahlfreiheit auszumachen ist, kann das Vertragsstatut mittels entsprechender Rechtswahl in Übereinstimmung mit dem prägenden Statut gebracht werden. Damit bleiben das Gesellschaftsstatut und das Übernahmeaufsichtsstatut, welche anknüpfungstechnisch von Inkorporations- und Kotierungsort geprägt sind. Was für das Übernahmeaufsichtsrecht festgestellt wurde, gilt damit ebenso für eine Gesamtbetrachtung: 1242

Es ist elementar zu unterscheiden, ob *Inkorporations- und Kotierungsort übereinstimmen* oder *auseinanderfallen*. Sind sie im gleichen Staat zu lokalisieren, so stimmen auch Gesellschafts- und Aufsichtsstatut überein. Damit ist das für die gesamte Übernahme prägende Statut ohne Weiteres gefunden, dem auch das Vertragsstatut mittels Rechtswahl «anzuhängen» ist. Alle wesentlichen übernahmerechtlichen Fragen richten sich in diesem Fall nach derselben Rechtsordnung.

- 1243 Fallen statutarischer Sitz und Kotierungsort hingegen *auseinander*, so gestaltet sich die Suche nach dem prägenden Statut schwieriger. Die beiden zentralen Anknüpfungsmerkmale verweisen auf unterschiedliche Rechtsordnungen, sodass unterschiedliches Gesellschafts- und Aufsichtsrecht anwendbar ist (ein Auseinanderfallen resultiert sodann bei Mehrfachkotierungen, sofern sich dies nicht über den Mechanismus des Anwendungsverzichts verhindern lässt). Seit der Revision des Anknüpfungssystems im Jahr 2013 ist ein solches Auseinanderfallen auch praktisch häufiger anzutreffen. Eine vergleichende Betrachtung hat gezeigt, dass das europäische Übernahmerecht in diesen Fällen gar nicht ein einheitliches prägendes Statut sucht, sondern eine grundlegende Spaltung des anwendbaren Rechts vornimmt. Auch für die Schweiz wird es in diesen Fällen nicht möglich sein, das Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Übernahmemaufsichtsrecht zu vermeiden, auch wenn hier eine eigentliche Spaltung des Verfahrens unbekannt ist. Ohne ein die gesamte Problematik prägendes Statut können auch nicht das Vertragsstatut oder weitere Regelungsbereiche akzessorisch angehängt werden. Statutenkumulierungen lassen sich in diesen Fällen nicht vermeiden. Wie gesehen hält das Recht aber Instrumente bereit, um mit den Konsequenzen einer Statutenkumulierung umzugehen.

2. Grenzziehung und Bildung von Rechtsfragenbereichen aus einer Gesamtperspektive

- 1244 Die verschiedenen Rechtsgebiete wurden einzeln dargestellt, wobei auch Abgrenzungen bereits vorgenommen wurden. Die Grenzziehung ist nun aber noch aus einer Gesamtperspektive zu betrachten und es sind Überlappungen auf der Makroebene zu verorten. Anschliessend sind Konkretisierungen für die verschiedenen *Konstellationen* der Übernahme vorzunehmen.
- 1245 Der Hauptschnittbereich wurde bei den Normen des *FinfraG mit gesellschaftsrechtlichen Bezügen* verortet. Hier sind bei – für die Übernahme insgesamt – gewichtigen Fragen Schnittbereiche zwischen Gesellschafts- und Übernahmemaufsichtsrecht auszumachen, in denen es zur kumulativen Rechtsanwendung kommt. Im Schnittbereich mehrerer Privatrechtsgebiete wurde die – für

die Übernahme zentrale – Frage der gültigen *Aktienübertragung* lokalisiert. Die Abgrenzung von Gesellschaftsstatut und Sachenrechtsstatut (als Wertpapierrechtsstatut gegenüber dem Wertpapiersachstatut) erwies sich als schwierig. In einen *Schnittbereich* zwischen Gesellschafts- und Vertragsrecht fallen auch gesellschaftsrechtliche Normen, welche die vertragliche Gestaltungsfreiheit einschränken, was etwa bei der Thematik der *Transaktionsvereinbarungen* gegeben ist.²²²⁷ Bei Anwendbarkeit von unterschiedlichem Vertrags- und Gesellschaftsrecht begrenzt das Zielgesellschaftsstatut die Vertragsfreiheit, besondere kollisionsrechtliche Konflikte sind nicht zu erwarten. In den weiteren Schnittbereichen ist das Verhältnis teils wenig problematisch, indem – wie insbesondere im Verhältnis von Aufsichts- und Vertragsrecht – eine verdrängende Überlagerung erfolgt. Oder aber die Bereiche lassen sich bei einer Einzelfallbetrachtung eindeutig abgrenzen, da sie keine Überschneidungen zeigen. Was bereits bei der Darstellung des Umfangs der einzelnen massgebenden Rechtsgebiete festgestellt wurde, gilt auch aus einer Gesamtperspektive: Eine Abgrenzung kann nicht immer *abstrakt* präzise erfolgen, sondern ist letztlich nur auf Grundlage einer *konkreten Einzelfallbetrachtung* möglich, da sie von den kollidierenden Rechtsordnungen, der konkreten Rechtsfrage, der rechtsanwendenden Instanz sowie von der Wahl der Transaktionsstruktur abhängt.

Das Postulat der einheitlichen Anknüpfung konnexer Rechtsfragen verlangt, auch bei Fragen im Schnittbereich mehrerer Regelungsbereiche des Übernahmerechts nach einheitlichen Anknüpfungen zu suchen. Wenn für einzelne Fragen oder Bündel von Rechtsfragen eine *einheitliche* «rechtsgebietsübergreifende» Anknüpfung gefunden werden kann, verhindert dies die Anwendung mehrerer Rechtsordnungen auf eine Frage. Dies erfordert u. U. ein Abweichen von der «rechtsgebietstypischen» Anknüpfung. Wie ein rechtsvergleichender Blick gezeigt hat, nimmt die Übernamerichtlinie im Europäischen Recht eine gewisse Auftrennung von Rechtsfragenbereichen vor, welche sie allgemein der gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Anknüpfung zuweist.²²²⁸ Auf Basis der ÜRL ist dies möglich, da die Zuweisung zwischen sachharmonisierten Rechtsordnungen vorgenommen wird, welche die verschiedenen Rechtsfra-

²²²⁷ Etwa hinsichtlich *Break-up Fees* oder *Lock-up-Vereinbarungen* aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungspflicht; siehe vorne [N 417 ff.](#) und [N 492](#); JENTSCH, 483 ff.

²²²⁸ Fragen betreffend Angebotsgegenleistung, Angebotsverfahren, Angebotsinhalt und Bekanntmachung als kapitalmarktrechtlich vs. Fragen betreffend Arbeitnehmerunterrichtung und gesellschaftsrechtliche Fragen im Zusammenhang mit Stimmrechtsanteil, Angebotspflicht und Abwehrmassnahmen; siehe Art. 4 Abs. 2 lit. e ÜRL.

gen zumindest ähnlich regeln und systematisch einordnen.²²²⁹ Aus Sicht der Schweiz hingegen hat sich die allgemeine Zuordnung von Rechtsfragenbereichen schon im Verhältnis von FinfraG und Gesellschaftsrecht als nicht sinnvoll erwiesen. Es ist deshalb fraglich, ob sie in den weiteren Bereichen zweckmässig ist.

- 1247 Im *Gesellschaftsrecht* hat der Gesetzgeber dem Bedürfnis des Abweichens von der «rechtsgebietstypischen» Anknüpfung teilweise mittels Sonderanknüpfungen stattgegeben. Wie gesehen sind diese jedoch nur punktuell relevant, etwa für Prospekthaftungsfragen. Diese Thematik kann mittels Sonderanknüpfung dem Recht am Kotierungsort unterstellt werden, sodass eine Übereinstimmung mit dem anwendbaren Aufsichtsrecht resultiert.
- 1248 Im Bereich des *Vertragsrechts* haben sich die gesetzlichen Vermutungen zu den objektiven Anknüpfungen im IPRG als für Unternehmenskaufverträge nicht sinnvoll erwiesen. Das Gesetz räumt jedoch genügend Spielraum ein, um von ihnen abzuweichen. Nach dem Leitprinzip des engsten Zusammenhangs ist es im Einzelfall möglich, diesen – in Übereinstimmung mit dem Gesellschaftsrecht – am statutarischen Sitz der Zielgesellschaft zu sehen. Damit lässt sich eine rechtsgebietsübergreifende einheitliche Anknüpfung erzielen.
- 1249 Eine einheitliche Anknüpfung wäre besonders in Bezug auf die *Übertragung der Gesellschaftsanteile* wünschenswert. Wie gesehen sind hierfür sowohl das Gesellschaftsstatut, das Sach- bzw. Wertpapierstatut sowie das Vertragsstatut relevant. Um die für die Übernahme derart zentrale Frage nach einem einzigen Recht klären zu können, ist ein einheitliches «Anteilsübertragungsstatut» zu suchen. Das Vertragsrecht kann dem Gesellschaftsstatut «folgen», sei dies auf Basis einer entsprechenden Rechtswahl oder aufgrund einer objektiven Anknüpfung des Anteilskaufvertrags am Zielgesellschaftssitz. Schwieriger ist die einheitliche Anknüpfung mit Blick auf das Sachen- und Wertpapierrecht. Wie gesehen fällt die Übertragung der Mitgliedschaftsrechte grundsätzlich unter das Gesellschaftsstatut. Während das Gesellschaftsrecht das Recht *aus* der Beteiligung bestimmt, werden einzelne Fragen nach dem Recht *an* der Beteiligung dem Sachenrechtsstatut zugewiesen. Schon gemäss Bundesgericht ist das Gesellschaftsstatut diesbezüglich weit zu fassen, sodass auch Normen berufen werden können, welche nicht rein gesellschaftsrechtlicher Natur sind.²²³⁰ Aus einer Gesamtperspektive wäre wünschenswert, Fragen im Zusammenhang mit der Anteilsübertragung in einem noch weitergehenden Ver-

²²²⁹ Wobei auch hier Schwierigkeiten verortet wurden, siehe vorne [N 972 ff.](#)

²²³⁰ Siehe vorne [N 482.](#)

ständnis als gesellschaftsrechtlich zu qualifizieren, auch wenn sie nicht gesellschaftsrechtlicher Natur sind. Wie vorne dargelegt, erlaubt der Gesetzeswortlaut des IPRG insbesondere bei verbrieften Aktien aber nicht, generell alle Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung nach dem Gesellschaftsstatut zu richten. Es ist deshalb im Einzelfall das Institut der Anpassung beizuziehen, um sachen- und wertpapierrechtliche Fragen im Zusammenhang mit der Übertragung nach dem auf die Zielgesellschaft anwendbaren Recht zu bestimmen. So lässt sich ein einheitliches Anteilsübertragungsstatut finden. Hingegen sind nur besondere, isolierte Fragen sachenrechtlich zu qualifizieren, welche keine Berührungspunkte zum Gesellschaftsrecht haben (etwa besondere Fragen nach dem gutgläubigen Erwerb). Aus einer Gesamtperspektive lässt sich auf diese Weise weitgehend eine *einheitliche Anknüpfung des Rechtsfragenbereichs der Anteilsübertragung* nach dem Gesellschaftsstatut begründen. Eine Einzelfallüberprüfung unter punktuellen Ausnahmen der sachenrechtlichen Anknüpfung ist aber vorbehalten.

Die verorteten Unterschiede in der kollisionsrechtlichen Erfassung der dargestellten Rechtsgebiete (insbesondere hinsichtlich Anknüpfungsprinzipien und -methodik) sind zu gross, um weitere rechtsgebietsübergreifende Rechtsfragenbereiche zu lokalisieren, deren Anknüpfung einheitlich erfolgen kann. Die dargestellte Anknüpfung getrennt nach den Teilbereichen ist deshalb für die überwiegende Mehrheit der Fragen de lege lata unvermeidbar. Konsequenz der differenzierten Anknüpfung bzw. der Mehrfachqualifikation kann die Spaltung des anwendbaren Rechts bzw. eine kumulative Anwendung mehrerer Rechtsordnungen auf eine Frage sein, welche aber nicht per se problematisch ist. 1250

Weiter wurde die Frage aufgeworfen, ob sich in Zusammenhang mit dem Übernahmebezug *innerhalb eines Rechtsgebiets* gewisse Rechtsfragenbereiche aufschlüsseln lassen, die unterschiedlich anzuknüpfen sind. Es wurde dargelegt, dass sowohl das Vertrags- als auch das Gesellschaftsrecht aus ihrer Optik eine möglichst umfassende und einheitliche Anwendung des eigenen Statuts zum Ziel haben (Prinzip des einheitlichen Vertragsstatuts und Einheitslehre im Gesellschaftsrecht). Der Raum für eine Differenzierung innerhalb dieser Rechtsgebiete ist vor diesem Hintergrund klein. Ausnahme bilden die Sonderanknüpfungen des IPRG im Gesellschaftsrecht, wenn sie auch für Übernahmen nur marginal bedeutend sind. Die einzelnen für das Übernahmerecht als relevant verorteten Normen des Gesellschaftsrechts zeigen thematisch nicht alle einen engen Zusammenhang. Eine einheitliche Anknüpfung wäre deshalb nicht zwingend bzw. eine Abweichung vom Inkorporationsprinzip unter diesem Gesichtspunkt zu verschmerzen. Auch Überlegungen im Sinne der Über- 1251

lagerungs- und Differenzierungstheorie zeigten, dass im Einzelfall durchaus Bedarf für eine Abweichung von der ordentlichen Anknüpfung im Gesellschaftsrecht bestehen kann. Wenn auch grundsätzlich das Gesellschaftsstatut umfassend bestimmt werden möchte, so ist doch im Einzelfall eine Differenzierung nicht per se ausgeschlossen – insbesondere über den Weg der kollisionsrechtlichen Anpassung.

- 1252 Die Frage nach einer Differenzierung bzw. kollisionsrechtlichen Spaltung innerhalb des *Übernahmeaufsichtsrechts* wurde bereits ausführlich behandelt. Wie gesehen kommt eine Abtrennung der gesellschaftsrechtlich geprägten Vorschriften des *Übernahmeaufsichtsrechts* nur im beschränkten, dargestellten Rahmen in Frage.

3. Gesamtbetrachtung der Rechtswahlfreiheit

3.1. Beurteilung der Rechtswahlfreiheit

- 1253 Die Möglichkeit der Rechtswahl wurde in den verschiedenen Bereichen des *Übernahmerechts* bereits separat dargestellt. Nun gilt es, die Rechtswahlfreiheit aus einer Gesamtperspektive einzuordnen.
- 1254 Im *Vertragsrecht* wurde eine Dominanz der Rechtswahlfreiheit verortet, welche durch das IPRG eingeräumt und in der Praxis entsprechend genutzt wird. Dies gilt in Bezug auf den eigentlichen Hauptvertrag der Übernahme ebenso wie für die weiteren Verträge im Zusammenhang mit dem *Übernahmerecht*. Im *Gesellschaftsrecht* hingegen wird das anwendbare Recht starr nach objektiven Kriterien bestimmt. Eine indirekte Wahlmöglichkeit besteht höchstens durch die Wahl des Inkorporationsortes sowie im Rahmen der Transaktionsgestaltung (etwa durch Zwischenschaltung lokaler Gesellschaften). Im *Sachen- und Wertpapierrecht* sind zwar gewisse Wahlmöglichkeiten theoretisch vorgesehen, deren praktische Bedeutung ist jedoch sehr begrenzt. Dem *Übernahmeaufsichtsrecht* ist – wie im Wirtschaftskollisionsrecht allgemein – eine Rechtswahlmöglichkeit grundsätzlich fremd, indem die Normen zwingend durchgesetzt werden sollen. Faktisch wurde hingegen aufgrund des Mechanismus des Anwendungsverzichts eine gewisse Möglichkeit der Beeinflussung des anwendbaren Rechts verortet. Die Übernehmerin kann entscheiden, in welcher Rechtsordnung sie einen Anwendungsverzicht beantragt und wo sie sich der Anwendung unterwirft. Andererseits setzen die *übernahmeaufsichtsrechtlichen Bestimmungen* der Rechtswahlfreiheit im *Vertragsrecht*

insofern Grenzen, als sie eine Rechtswahl zwar nicht verhindern, ihr Ergebnis aber massiv beschränken, indem sie bezüglich der Ausgestaltung des vertraglichen Verhältnisses zahlreiche Vorgaben machen.

Insgesamt ist bei der Übernahme ein *beachtlicher Freiraum* zu erkennen, das anwendbare Recht mindestens zu beeinflussen. Während die Rechtswahlfreiheit zwar nur im Vertragsrecht sehr weit geht, ist sie in allen anderen Gebieten zumindest in einer gewissen Form erkennbar. Die aus kollisionsrechtlicher Sicht verortete Wahlfreiheit im Schweizer Recht spiegelt die grosse Parteiautonomie im materiellen Recht wider: Schon im schweizerischen Kaufrecht ist die Autonomie bei der Vertragsgestaltung sehr weit.²²³¹ Wenn selbst im zwingenden Übernahmeaufsichtsrecht mit dem Opting-out eine gewisse Befreiungsmöglichkeit besteht, überrascht kaum, dass auch eine Beeinflussung des anwendbaren Rechts nicht ausgeschlossen ist. 1255

Eine grosse Rechtswahlfreiheit erlaubt auch eine *Abstimmung* des anwendbaren Rechts mit anderen Rechtsgebieten, um ein einheitliches Recht berufen zu können. Dies gilt für das Vertragsrecht, welches mittels Rechtswahl mit dem anwendbaren Gesellschafts- oder Aufsichtsrecht abgestimmt werden kann. In den weiteren Rechtsgebieten ist der Spielraum hierfür generell nicht gross genug, im Einzelfall mag aber eine Angleichung möglich sein: Bspw. kann das Sachenrecht – soweit dies in den engen Grenzen möglich ist – mit dem Gesellschaftsrecht abgestimmt werden. Oder durch Anwendungsverzicht kann dem Übernahmeaufsichtsrecht des Inkorporationsstaates der Vorzug gegeben werden, um eine Übereinstimmung mit dem Gesellschaftsrecht zu erzielen. Wenn das Übernahmeaufsichtsstatut und das Gesellschaftsstatut auseinanderfallen, kann die Möglichkeit der *Teilrechtswahl* in Frage kommen.²²³² 1256

3.2. Praktische Herangehensweise

Die Transaktionsgestaltung durch die Parteien – insbesondere die Übernehmerin – hat unter Berücksichtigung von Überlegungen zum anwendbaren Recht zu geschehen. Kollisionsrechtliche Überlegungen sind möglichst früh im 1257

²²³¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, 381; siehe schon vorne [N 334](#).

²²³² Siehe zur Teilrechtswahl vorne [N 337](#). Eine Teilrechtswahl erlaubt zwar theoretisch eine Koordination des Vertragsrechts mit dem Übernahmeaufsichts- und dem Gesellschaftsrecht, selbst wenn diese auseinanderfallen und damit eine einheitliche Anknüpfung gewisser Rechtsfragen. Dies ist aber gegen mögliche Nachteile durch die – aufgrund der Spaltung des Vertragsstatuts resultierende – Komplexität und die Gefahr einer materiellrechtlichen Disharmonie innerhalb des Vertragsrechts abzuwägen.

Übernahmeprozess anzustellen, um die Rechtswahl koordinieren zu können und allfällige Normenkonfliktproblematiken schon zu Beginn der Transaktionsgestaltung berücksichtigen zu können.

- 1258 In Bezug auf das *Übernahmeaufsichtsrecht* sind die möglicherweise anwendbaren Rechtsordnungen zu lokalisieren, insbesondere bei Mehrfachkotierungen. Im Falle von mehreren potenziell anwendbaren Rechtsordnungen ist der Umgang damit zu klären. Einerseits kommt die Möglichkeit in Frage, in der Schweiz einen Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG zu erreichen. Hierfür muss das notwendige Verfahren vor der UEK frühzeitig geplant werden. Vorab kann zur Entscheidungsfindung eine Einschätzung in Form einer Rechtsauskunft beim Sekretariat der UEK eingeholt werden. Oder es ist die Möglichkeit der Verhinderung der Anwendbarkeit einer fremden Rechtsordnung mittels Angebotsrestriktionen, Parallelangebot oder Vendor-Placement-Verfahren zu prüfen. Für das *Übernahmeprivatrecht* sind die Rechtswahlmöglichkeiten festzustellen und in der Transaktionsgestaltung einzubeziehen. Spätestens mit der Ausarbeitung der Transaktionsvereinbarung sollte die Rechtswahl geklärt werden, da an dieser Stelle eine Koordination aus einer Gesamtperspektive möglich ist. Es gilt, die Rechtswahl für das Übernahmeangebot sowie alle weiteren im Zusammenhang mit der Übernahme abzuschliessenden Verträge zu koordinieren. Dabei sind methodendualistische Überlegungen anzustellen, um die gegenseitigen Wirkungen von Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht bzw. ihr Verhältnis zu klären.

II. Besonderheiten bei den verschiedenen Übernahmekonstellationen

- 1259 Abstrakte Gesamtaussagen über die kollisionsrechtliche Erfassung von Unternehmensübernahmen sind kaum möglich, sofern nicht zwischen *verschiedenen Konstellationen differenziert* wird. Eine solche Differenzierung nach Konstellationen ist aus verschiedenen Gründen zwingend: Das Gesamtbild der Betrachtung verändert sich je nach Konstellation stark, da einerseits bereits die Gesetze bei der Anknüpfung differenzieren (siehe Art. 4 Abs. 2 ÜRL; Art. 125 Abs. 1 lit. a und b FinfraG etc.) und damit unterschiedliches Recht berufen. Andererseits führen in verschiedenen Konstellationen die lokalen Bezüge (etwa die Kotierungsorte) auch zu unterschiedlichen möglicherweise anwendbaren Rechtsordnungen, deren Verhältnis es zu klären gilt. Für das Übernahmeaufsichtsrecht wurde der Schluss gezogen, dass der Umfang nur konstellationsspezifisch feststellbar ist und auch die rechtsvergleichende Betrachtung legte die Notwendigkeit einer Differenzierung nahe. Schliesslich wurde schon

für die Bestimmung des Übernahmevertragsstatuts bei der Suche nach dem engsten Zusammenhang festgestellt, dass allgemeine Aussagen nur unter Berücksichtigung der konkreten Konstellation möglich sind. Deshalb soll im Folgenden versucht werden, *idealtypische Aussagen* zu verschiedenen Übernahmekonstellationen zu finden.

Für diese Differenzierung sind in erster Linie die lokalen Bezüge der *Zielgesellschaft* und ihrer Kotierung relevant. Dabei ist zuerst zwischen kotierten und privaten Zielgesellschaften zu unterscheiden, da die (Nicht-)Anwendbarkeit des Übernahmemaufsichtsrechts die Gesamtbetrachtung grundlegend verändert. Bei kotierten Zielgesellschaften wurde bereits dargelegt, dass im Ausgangspunkt die Unterscheidung des Auseinanderfallens von Sitz und Kotierungsort kollisionsrechtlich entscheidend ist. Mangels international vereinheitlichten Anknüpfungsregeln sind dabei Aussagen über in- und ausländische Bezugspunkte nicht ohne Weiteres austauschbar. 1260

1. Private Transaktionen

Die privaten Transaktionen unterscheiden sich kollisionsrechtlich grundlegend. Ohne die Anwendung des Normenkomplexes des Übernahmemaufsichtsrechts befindet man sich ausschliesslich im Bereich des *Übernahmeprivatrechts*. Damit entfallen zahlreiche Problemkreise und es kann im Wesentlichen auf das Zwischenfazit zum Übernahmeprivatrecht verwiesen werden.²²³³ Es wurde bereits festgestellt, dass das Übernahmeprivatrecht von der Bestimmung des *Vertrags- und Gesellschaftsstatuts dominiert* wird. Aufgrund der grossen Freiheit in der Wahl des Vertragsrechts kann mittels entsprechender *Rechtswahl* das anwendbare Vertragsrecht mit dem (auf die Zielgesellschaft) anwendbaren Gesellschaftsrecht in Übereinstimmung gebracht werden. Auch bei einer objektiven Anknüpfung wurde als ein massgebendes Kriterium zur Bestimmung des engsten Zusammenhangs des Vertrages die Inkorporation der Zielgesellschaft gefunden. Damit kann bei einer Gesamtbetrachtung von privaten Transaktionen das *Zielgesellschaftsstatut* für die private Transaktion als *prägend* verortet werden bzw. steht die Zielgesellschaft anknüpfungstechnisch im Zentrum. Mit der Anwendung eines einheitlichen Privatrechts – des Vertrags- und Gesellschaftsrechts am Inkorporationsort der Zielgesellschaft – werden auch potenzielle Normenkonflikte verhindert. Allerdings spielen bei privaten Transaktionen Übernehmer bzw. Käufer und Verkäufer noch eine 1261

²²³³ Siehe vorne [N.609 ff.](#)

grössere Rolle, da sie das Vertragsstatut bestimmen können und – ohne das enge Korsett des Übernahmemaufsichtsrechts – einen grösseren Spielraum bei der Transaktionsgestaltung haben.

- 1262 Die weiteren Statute – das Übernehmergeellschaftsstatut, das Deliktstatut, das Sachenrechtsstatut etc. – nehmen aus einer Gesamtperspektive bloss eine Nebenrolle ein. Auch wenn sich kaum ein einheitliches Recht für alle Fragen im Zusammenhang mit Übernahmen finden lässt, so kann zumindest für die zentralen Fragen ein Mehrfachstatut vermieden werden. Die verschiedenen übernahmerelevanten privatrechtlichen Rechtsgebiete lassen sich weitgehend klar voneinander *abgrenzen*, was insbesondere für die Abgrenzung von Vertrags- und Gesellschaftsstatut gilt. Vereinzelt wurden Thematiken lokalisiert, bei denen auf eine sorgfältige Abgrenzung zu achten ist. Dies gilt etwa für die rechtsgeschäftliche und organschaftliche Stellvertretung, bei Aktionärbindungs- und Transaktionsverträgen, im Zusammenhang mit der Aktienübertragung sowie dem Rückkauf eigener Aktien.
- 1263 Aus *praktischer Sicht* sind folgende Überlegungen anzubringen: Bei privaten Transaktionen ist im Rahmen der Vertragsausarbeitung schon früh zu überlegen, welche *Rechtswahl* sinnvoll ist. Überwiegend wird eine Übereinstimmung des anwendbaren Vertragsrechts mit dem Zielgesellschaftsstatut anzustreben sein. Durch die Rechtswahl entfallen die zahlreichen Unsicherheiten im Zusammenhang mit der objektiven Vertragsanknüpfung bei Übernahmen. Ein Augenmerk ist bei der Wahl des anwendbaren Rechts u. U. auch auf die Frage nach dem Aktienübertragungsstatut zu richten, da sich dessen Bestimmung komplex gestalten kann. Das Aktienübertragungsstatut kann praktisch ebenfalls beeinflusst werden, etwa mittels physischer Änderung des Lageorts von Wertpapieren (oder schon durch Ausgabe und Verbriefung der Aktien).
- 1264 Bei Übernahmen in Form des *Betriebskaufs* – sei dies nach den Bestimmungen des FusG oder des OR – fällt die Gesamtbetrachtung ähnlich aus: Ebenfalls zentral ist die Rechtswahl und entsprechend ist ihr bei der Transaktionsgestaltung die notwendige Gewichtung einzuräumen. Zu beachten ist dabei, dass die Rechtswahlfreiheit verschiedentlich eingeschränkt sein kann. Diese rechtswahlfeindlichen Bereiche sind kollisionsrechtlich sauber auseinanderzuhalten. Beim Betriebskauf wichtiger ist die Bestimmung des anwendbaren *Sachenrechts*. Es muss zwischen der Vermögensübertragung nach FusG und der Übertragung nach OR unterschieden werden, da das anwendbare Sachenrecht entweder als Gesamtstatut bestimmt wird (nach Art. 163d IPRG) oder aber einzeln nach den gewöhnlichen sachenrechtlichen Normen (Art. 99 ff. IPRG). Die Gesamtbetrachtung des Übernahmestatuts kann bei Betriebskäufen im Einzel-

fall – je nach Art und Belegenheit der Sachen und Vermögenswerte – deutlich verschieden ausfallen: Allenfalls lässt sich ein einheitliches Vertrags- und Sachenrechtsstatut finden (bzw. mit entsprechender Rechtswahl erzielen) oder aber eine Aufspaltung in (u. U. zahlreiche) einzelne Sachenrechtsstatute und Vertragsstatute lässt sich nicht vermeiden.

2. **Übereinstimmung von Inkorporation und Kotierungsort bei kotierten Gesellschaften**

Die kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung unterscheidet sich bei Übernahmen von *kotierten Gesellschaften* wesentlich, je nachdem ob die Zielgesellschaft ihre *Inkorporation* sowie ihren *Kotierungsort* im *selben* Staat hat oder ob diese beiden Anknüpfungsmerkmale in unterschiedliche Staaten verweisen. 1265

Bei *Übereinstimmung* von Inkorporations- und Kotierungsort verweisen sowohl die aufsichtsrechtliche als auch die gesellschaftsrechtliche Anknüpfung in denselben Staat. Damit ist – aus einer Gesamtperspektive – eine die Übernahme dominierende Rechtsordnung auszumachen und es ergeben sich kaum kollisionsrechtliche Schwierigkeiten. Wenn zugleich das Übernahmevertragsstatut mittels Rechtswahl entsprechend abgestimmt wird (sowie bei einer objektiven Anknüpfung gemäss den vorne dargelegten Kriterien), resultiert ein *Gleichlauf des anwendbaren Rechts* in den drei wichtigsten Rechtsgebieten. Damit kann ein *eigentliches Übernahmestatut* lokalisiert werden. Zudem besteht zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und Privatrecht kein besonderes internationales Spannungsverhältnis, allfällige Konflikte sind dem nationalen Recht inhärent und nicht kollisionsrechtlich zu handhaben. Bei einem Auseinanderfallen hingegen ergibt sich einerseits die ganze dargelegte Spaltungs- und Normenkonfliktproblematik, während zudem keine Rechtsordnung gefunden werden kann, welche die Übernahme insgesamt klar prägt. 1266

2.1. Zielgesellschaft mit Inkorporation und Kotierung im Inland

Wenn die *Inkorporation* der Zielgesellschaft sowie ihre *Kotierung* (ausschliesslich) *im Inland* gegeben sind, so resultiert die umfassende Anwendung von Schweizer Recht, selbst bei weiteren Auslandsbezügen. Während gemäss IPRG Schweizer Gesellschaftsrecht massgebend ist, zeigen sich auch die Übernahmeregeln des FinfraG uneingeschränkt anwendbar. Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird bei dieser Konstellation auch für die vertraglichen Aspekte Schwei- 1267

zer Recht gewählt, während bei einer objektiven Anknüpfung der engste Bezug ebenfalls in die Schweiz weisen würde. Der Umfang des Übernahmeaufsichtsstatus bereitet in diesem Zusammenhang keine besonderen Schwierigkeiten.

- 1268 Ausländisches Recht wird nur für Einzelfragen relevant sein, so etwa das Übernahmegesellschaftsstatut bei einer ausländischen Übernehmerin oder für besondere sachenrechtliche Aspekte (etwa bei im Ausland belegenen Wertpapieren). Aus einer Gesamtbetrachtungsperspektive ist das *Übernahmestatut* damit bei dieser Konstellation *schweizerisch*. Soweit hierfür Spielraum besteht (etwa bei Überlegungen zum engsten Zusammenhang), sind die weiteren Statute akzessorisch dem schweizerischen Hauptstatut «anzuhängen», um insgesamt die Anwendung eines einheitlichen Rechts zu fördern.

2.2. Zielgesellschaft mit (statutarischem) Sitz und Kotierung im Ausland

- 1269 Sind der statutarische Sitz sowie die Kotierung *im Ausland* zu lokalisieren, so gilt das soeben erörterte entsprechend spiegelbildlich: Trotz allfälliger Bezüge zur Schweiz richtet sich die Übernahme in den wesentlichen Punkten nach dem ausländischen Recht. Das anwendbare Recht kann bei dieser Konstellation nur aus der Optik einer konkreten ausländischen Rechtsordnung bestimmt werden. Wie die rechtsvergleichende Betrachtung aber gezeigt hat, folgen insbesondere die benachbarten Rechtsordnungen einem vergleichbaren System. So schützt auch die ÜRL die Regelungshoheit des Staates, in dem sich Inkorporation sowie Kotierung befinden. Betreffend anwendbarem Gesellschaftsrecht gilt dies jedenfalls, wenn der statutarische Sitz und der Ort der tatsächlichen Verwaltung im selben Staat sind. Wenn die betroffene Rechtsordnung der Sitztheorie folgt und der statutarische und der tatsächliche Sitz auseinanderfallen, wäre dies anders.²²³⁴
- 1270 Aus der Perspektive des Schweizer Rechts ist zumindest festzuhalten, dass dem Anwendungsanspruch eines ausländischen Rechts in diesen Fällen stattzugeben ist, um die einheitliche Anwendung dieses ausländischen Rechts auf die Übernahme zu ermöglichen. Dies gilt bei Überlegungen zum engsten Zusammenhang der Transaktion sowohl im Vertragsrecht (Art. 117 IPRG) wie auch im Rahmen des Anwendungsverzichts nach FinfraG.²²³⁵

²²³⁴ Siehe dazu sogleich.

²²³⁵ Der Anwendungsverzicht kommt in Frage, wenn eine Hauptkotierung in der Schweiz gegeben ist, aber der statutarische Sitz sowie eine weitere Kotierung im Ausland, siehe zu dieser Konstellation sogleich [N 1280 ff.](#)

3. Auseinanderfallen von Inkorporation und Kotierungsort bei kotierten Gesellschaften

Die zentrale kollisionsrechtliche Bedeutung des *Auseinanderfallens* von Inkorporations- und Kotierungsort für das anwendbare Übernahmerecht und die resultierenden Schwierigkeiten wurden bereits eingehend dargelegt. Der Umfang des Übernahmehaufsichtstatuts lässt sich in diesen Fällen nur im Einzelfall bestimmen, wobei die Konstellationen von Inkorporation und Kotierungsort mit massgebend sind. 1271

3.1. Zielgesellschaft mit Inkorporation im Inland und Kotierung im Ausland

Hat die Zielgesellschaft ihren *statutarischen Sitz im Inland* und eine *Kotierung* (ausschliesslich) *im Ausland*, so ist Schweizer Gesellschaftsrecht und (wohl) ausländisches Aufsichtsrecht anwendbar. Das FinfraG verschliesst sich in dieser Konstellation einer Anwendbarkeit (mit Ausnahme des Squeeze-out nach Art. 137 FinfraG, da dieser gemäss hier vertretener Meinung mit den gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen über das IPRG berufen wird). Sodann kann das ausländische Aufsichtsrecht über den Weg der Eingriffsnormen von Schweizer Zivilgerichten angewandt werden und mittels Ausstrahlungswirkung ins anwendbare Schweizer Zivilrecht einwirken. 1272

Aus einer Gesamtopsik ist das auf die Übernahme anwendbare Recht hinsichtlich der wichtigsten Teilgebiete in mindestens zwei Rechtsordnungen *gespalten*. Ein Übernahmegesamtstatut existiert somit nicht. Das Vertragsrecht kann in diesen Fällen nicht mittels Rechtswahl einem klar prägenden Statut angehängt werden. Bei der Rechtswahl wird zuerst zu prüfen sein, ob das anwendbare (ausländische) Übernahmehaufsichtsrecht die Rechtswahl vorschreibt oder faktisch das anwendbare Vertragsrecht vorgibt. Falls Wahlfreiheit besteht, muss geklärt werden, ob eine Übereinstimmung mit dem Gesellschafts- oder Aufsichtsstatut sinnvoller ist. Diese Wahl wird entscheidend sein für die Frage, ob die Transaktion insgesamt wesentlich durch das schweizerische Recht mitgeprägt sein wird oder nicht. Wenn das Zielgesellschaftsstatut und das Übernahmevertragsstatut schweizerisch sind, kann dies bejaht werden. Bei der Wahl des fremden Vertragsrechts wird – trotz «Schweizer Zielgesellschaft» – die Übernahme stärker durch das ausländische Recht geregelt, während das Schweizer Recht nur für das Zielgesellschaftsstatut massgebend ist (wobei allenfalls die gesellschaftsrechtlichen Normen wiederum durch auslän- 1273

dische Eingriffsnormen überlagert werden). Es bleibt eine Einzelfallbetrachtung notwendig, wobei nicht ein Übernahmegesamtstatut resultieren wird, sondern eine gewisse *Spaltung* der zentralen Rechtsgebiete unvermeidbar ist.

3.2. Zielgesellschaft mit Inkorporation im Ausland und Kotierung im Inland

- 1274 Ist die Zielgesellschaft im *Ausland inkorporiert*, hat aber ihre Anteile (ausschliesslich) in der *Schweiz kotiert*, so sind ausländisches Gesellschaftsrecht und das schweizerische Übernahmeaufsichtsrecht anwendbar. Wie gesehen erlaubt das FinfraG ein dynamisches Verständnis des Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatuts, indem mittels des Mechanismus des Anwendungsverzichts der Umfang der anwendbaren Übernahmeregeln weit oder eng gefasst werden kann. Es wurde die Möglichkeit aufgezeigt, bei ausländischen Zielgesellschaften i. S. v. Art. 125 Abs. 1 lit. b FinfraG – d. h. bei der vorliegenden Konstellation – eine allfällige Abspaltung der gesellschaftsrechtlichen Aspekte des FinfraG durch Nichtanwendung vorzunehmen, um die gesellschaftsrechtliche Dimension der Transaktion gänzlich dem ausländischen Recht zu überlassen.
- 1275 Aufgrund des dynamischen Umfangs des Übernahmeaufsichtsstatuts kann bei dieser Konstellation eine weitgehende *Spaltung in Gesellschafts- und Aufsichtsrecht* nach zwei Rechtsordnungen resultieren oder aber die Übernahme untersteht schwerpunktmässig nur einem Recht. Bei wesentlichem Gesellschaftsrechtsbezug der Transaktion (siehe etwa das Bsp. «SHL Telemedicine») ²²³⁶ kann der Schwerpunkt im Ausland zu verorten und ein teilweiser oder gar gänzlicher Anwendungsverzicht für das Schweizer Recht angezeigt sein. Auf der anderen Seite kann auch das Schweizer Recht die zentrale Rolle einnehmen, wenn die Übernahmeregeln des FinfraG ausnahmslos durchgesetzt werden sollen und über den Weg der inländischen Eingriffsnorm das ausländische Gesellschaftsrecht im Schnittbereich verdrängen. Auch bei dieser Konstellation kann deshalb nicht allgemein eine die Übernahme insgesamt prägende Rechtsordnung lokalisiert werden.

3.3. Exkurs: Auseinanderfallen von Sitz- und Inkorporationsstaat

- 1276 Hinzuweisen ist auf die möglichen Schwierigkeiten bei Übernahmen von Gesellschaften, wenn *Sitz- und Inkorporationsstaat auseinanderfallen*. Aufgrund

²²³⁶ Siehe Verfügung 609/01 der UEK vom 14.7.2015 i. S. SHL Telemedicine Ltd., Sachverhalt.

der international umstrittenen Frage nach der Sitz- oder Inkorporationstheorie im Gesellschaftsrecht bieten Zielgesellschaften, bei welchen der Sitz ihrer tatsächlichen Verwaltung und der statutarische Sitz in unterschiedliche Staaten fallen, eine besondere Konstellation.²²³⁷

Mit dem IPRG hat sich für das Gesellschaftsrecht die Inkorporationstheorie durchgesetzt und auch für die Anknüpfung des Übernahmeaufsichtsrechts ist auf den *statutarischen Sitz* abzustellen, was nicht nur für das FinfraG gilt, sondern sich – im Teilbereich des Übernahmerechts – mehrheitlich auch auf internationaler Ebene durchgesetzt hat.²²³⁸ Wenn bei einer Übernahme nun eine Rechtsordnung ins Spiel kommt, welche für das Gesellschaftsrecht der Sitztheorie folgt (wie etwa das deutsche Recht), so kann für die allgemeine gesellschaftsrechtliche Beurteilung die Sitztheorie massgebend sein, während gleichzeitig hinsichtlich des Übernahmeaufsichtsrechts auf die Inkorporationstheorie abgestellt wird. Die Anwendbarkeit von unterschiedlichen Anknüpfungskriterien in den beiden Teilbereichen ist kaum behilflich, wenn auf eine Übereinstimmung von Gesellschafts- und Aufsichtsstatut abzielen ist. Schwierigkeiten sind aber in diesen Fällen schon viel grundlegender zu verorten, da schon die Rechtsfähigkeit der Zielgesellschaft nach dem Recht am Ort des tatsächlichen Sitzes aberkannt werden kann.²²³⁹ Insofern handelt es sich hier um ein *allgemeines Problem* des internationalen Gesellschaftsrechts, das nicht übernahmespezifisch auftritt. Interessant ist aber, dass in diesen Fällen aufsichtsrechtlich die ausländische Inkorporation als massgebend anerkannt werden kann, während dies aus gesellschaftsrechtlicher Sicht verweigert würde. Wie damit umzugehen ist, kann nicht aus Sicht des Schweizer Rechts beurteilt werden, sondern ist eine Problematik, die der Rechtsordnung inhärent ist, die der Sitztheorie folgt. 1277

Aus Schweizer Sicht ist immerhin darauf hinzuweisen, dass bei Bezügen zu einer der Sitztheorie folgenden Rechtsordnung eine gewisse *Vorsicht* geboten ist. Der Ort der tatsächlichen Verwaltung der Zielgesellschaft kann ferner ein 1278

²²³⁷ Dies ist insb. anzutreffen, wenn aus Steuergründen die Inkorporation in einem Staat gewählt wurde, obwohl eine Gesellschaft sowohl ihre tatsächliche Verwaltung, die Mehrzahl ihrer Mitarbeiter, ihre Kotierung etc. in einem anderen Staat hat. Historisch entstehen solche Konstellationen insb. durch *Redomicile Transactions*, wobei gerade die Schweiz als attraktiver Steuerstandort tatsächlich als Inkorporationsstandort genutzt wird.

²²³⁸ Siehe dazu vorne [N 460](#).

²²³⁹ Siehe die bekannte «Trabrennbahn»-Entscheidung in Deutschland, Urteil II ZR 158/06 des BGH vom 27.10.2008, E. I.1.b; dazu vorne [Fn 991](#).

Beurteilungskriterium sein, wenn es um die Bestimmung des engsten Zusammenhangs der Transaktion geht, etwa bei der Ermessensausübung im Zusammenhang mit dem Anwendungsverzicht.

4. Mehrfachkotierungen

- 1279 Bei *Mehrfachkotierungen* wiederum ist die Ausgangslage nochmals eine andere. Wenn schon hinsichtlich Übernahmeaufsichtsrecht gleichzeitig mehrere Rechtsordnungen ins Spiel kommen, scheint aus einer Gesamtperspektive die Auffindung eines insgesamt prägenden Statuts auf den ersten Blick aussichtslos. Allerdings ist dem nicht zwingend so, im Gegenteil kann eine Mehrfachkotierung die Gesamtbetrachtung gar vereinfachen.

4.1. Kotierung (auch) im Inkorporationsstaat

- 1280 Während das FinfraG Zielgesellschaften mit Kotierungen in mehreren Staaten nicht besonders erfasst, wurde das diesbezüglich feiner differenzierende Anknüpfungssystem der ÜRL vergleichsweise aufgezeigt. Aus einer Gesamtperspektive muss bei Mehrfachkotierungen zuerst entscheidend sein, ob in einem Staat *zugleich eine Kotierung und eine Inkorporation* zu finden ist. Trifft dies zu, so ist der kollisionsrechtliche Schwerpunkt *vermutungsweise*²²⁴⁰ in diesem Staat zu finden. Bei dieser Konstellation weist nicht nur die Übernahme insgesamt starke Bezüge zu diesem Staat auf, sondern es liesse sich darüber hinaus eine Übereinstimmung von anwendbarem Übernahmeaufsichts- und Privatrecht erzielen, wenn die Anwendbarkeit eines weiteren Aufsichtsrechts vermieden werden kann. Nachdem seit der Revision der Anknüpfungsregeln vermehrt ein Auseinanderfallen von Aufsichts- und Gesellschaftsrecht droht, sollte dies nach Möglichkeit verhindert werden, selbst wenn dafür einem ausländischen Anwendungsanspruch den Vortritt gelassen werden muss. Aus einer Gesamtperspektive wäre es wünschenswert, wenn alle betroffenen Rechtsordnungen dem Regelungsanspruch des Inkorporations- und Kotierungsstaates statt gäben.

²²⁴⁰ Das gilt im Sinne einer Vermutung: In besonderen Fällen kann aber ein «Umstossen» der Vermutung notwendig sein, v. a. wenn der statutarische Sitz einzig aus Steuergründen in einen Staat verlegt wurde, die Zielgesellschaft insgesamt aber stärkere Bezüge zu einer anderen Rechtsordnung aufweist (wenn das grösste Volumen an der Börse, der Verwaltungssitz, die Zahl der Mitarbeiter etc. in einen anderen Staat verweisen). Hier ist in einer Gesamtbetrachtung zu prüfen, ob die Inkorporation und der eine Kotierungsort in einem Staat tatsächlich den engeren Bezug bilden als die weiteren Bezugspunkte und der andere Kotierungsort.

Aus Sicht des Schweizer Rechts gilt dies im Ergebnis unabhängig davon, ob der statutarische Sitz der Zielgesellschaft im In- oder Ausland ist. Allerdings unterscheidet sich die kollisionsrechtliche Handhabung: 1281

Ist die Zielgesellschaft im *Inland inkorporiert* und weist zugleich eine in- sowie ausländische (Haupt-)Kotierung auf, so sind zwar allenfalls mehrere Aufsichtsstatute gegeben, jedenfalls aber ist das Zielgesellschaftsstatut schweizerisch und das FinfraG zeigt sich anwendbar. Da eine solche Übernahme insgesamt starke Bezüge zur Schweiz zeigt, steht ein Anwendungsverzicht des FinfraG im Hintergrund, wenn er auch formell in Frage käme. Eine umfassende Anwendbarkeit des Schweizer Rechts und eine Beaufsichtigung durch die UEK bei solchen Zielgesellschaften wäre wünschenswert. Dies ist jedoch nur komplikationslos möglich, wenn das ausländische Aufsichtsrecht sich nicht zwingend aufdrängt. Ansonsten resultieren eine kumulative Anwendung zweier Aufsichtsrechte sowie Konflikte zwischen dem Gesellschafts- und dem Aufsichtsrecht. Die kumulative Anwendbarkeit lässt sich praktisch allenfalls mittels Angebotsrestriktionen oder parallelen Angeboten verhindern. Falls nicht, so hat der Umgang mit Konflikten mittels der aufgezeigten Instrumente zu geschehen, indem das FinfraG den punktuellen Verzicht auf die Anwendung widersprechender Normen erlaubt und eine Anpassung einzelner Normen möglich ist. Wäre die Zielgesellschaft in der Schweiz nur sekundärkotiert (was unter geltendem Recht für Schweizer Gesellschaften gar nicht möglich ist),²²⁴¹ im Ausland hingegen hauptkotiert, so wäre der Bezug insgesamt nicht mehr klar enger zur Schweiz. Auch wenn das FinfraG sich anwendbar zeigte, käme ein (partieller) Anwendungsverzicht eher in Frage, um die kapitalmarktrechtlichen Aspekte der Rechtsordnung am Hauptkotierungsort zu überlassen. 1282

Bei einer *Inkorporation im Ausland* und einer Kotierung sowohl dort als auch in der Schweiz ist ausländisches Gesellschaftsrecht sowie (wohl) ausländisches Aufsichtsrecht anwendbar. Daneben zeigt sich das FinfraG – zumindest bei einer Hauptkotierung in der Schweiz – ebenfalls anwendungswillig. Bei dieser Konstellation spricht m. E. sehr viel für einen Anwendungsverzicht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG, da eine Gesamtbetrachtung die viel engeren Bezüge zum ausländischen Recht offenbart. Sofern die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts erfüllt sind, ist dem Anwendungsanspruch des ausländischen Rechts grosszügig stattzugeben. Ist bloss eine Sekundärkotierung in der Schweiz gegeben, ist das FinfraG ohnehin nicht anwendbar, sodass die Übernahme einzig ausländischem Übernahmeaufsichtsrecht untersteht. Ist eine 1283

²²⁴¹ Der Begriff der Sekundärkotierung ist hier im Sinne der Börsenregularien der SIX zu verstehen (siehe dazu vorne [N 712 f.](#)).

Hauptkotierung in der Schweiz und sowohl die Inkorporation als auch eine Sekundärkotierung im Ausland gegeben, so ist ein Anwendungsverzicht für die Normen des FinfraG zu prüfen. Sofern die Nebenkotierung auch die Anwendung eines äquivalenten Rechts mit sich zieht, kann diesem stattgegeben werden.

- 1284 Wenn demnach aufgrund einer Mehrfachkotierung eine kumulative Anwendung mehrerer Übernahmeaufsichtsrechte droht und es die Anwendungsansprüche abzuwägen gilt – soweit überhaupt Spielraum hierfür besteht (wie dies für das Schweizer Recht nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG möglich ist) –, so ist m. E. zentrales Kriterium, ob die Zielgesellschaft in einem der beiden Staaten ebenfalls inkorporiert ist. Falls ja, ist – soweit dies unter Zuhilfenahme der in den verschiedenen Rechtsordnungen bestehenden Mechanismen möglich ist – dem Aufsichtsrecht dieses Staates der Vortritt zu gewähren. Dadurch lässt sich nicht nur ein insgesamt klar prägendes Übernahmestatut finden, sondern es werden die (nicht einfach zu handhabende) Spaltung der Übernahme in gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Aspekte sowie Normenkonflikte zwischen (nicht sachrechtskoordiniertem) Aufsichts- und Privatrecht vermieden. Das Kriterium der gleichzeitigen Inkorporation verdrängt in diesen Fällen andere Abgrenzungskriterien bei Mehrfachkotierungen, insbesondere das Prioritätsprinzip.²²⁴²

4.2. Mehrfachkotierung ausserhalb des Inkorporationsstaates

- 1285 Sind die Aktien der Zielgesellschaft *ausserhalb des Inkorporationsstaates kotiert*, ist ein Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Aufsichtsstatut ohnehin unvermeidbar. Sofern die potenziell anwendbaren Rechtsordnungen dies zulassen, ist aus einer Gesamtperspektive nach der Rechtsordnung zu suchen, zu welcher die Transaktion den engsten Bezug aufweist. Aus Sicht des Schweizer Rechts sind wiederum verschiedene Konstellationen zu unterscheiden:
- 1286 Hat die Zielgesellschaft ihren *statutarischen Sitz in der Schweiz*, ihre Anteile aber in verschiedenen ausländischen Staaten kotiert, so wird Schweizer Gesellschaftsrecht berufen, während die Problematik der kollidierenden Aufsichtsrechte den ausländischen Rechtsordnungen verbleibt. Das Verhältnis der Aufsichtsrechte kann aber auf der Ebene der Eingriffsnormen wiederum im Inland relevant werden, wenn beurteilt werden muss, ob die gesellschaftsrechtlichen Regelungen durch ausländische Normen überlagert werden. Die Abwägung zwischen mehreren ausländischen anwendungsinteressierten

²²⁴² Dazu vorne [N 718](#).

Übernahmeaufsichtsrechten wird gemäss Art. 19 IPRG nach Kriterien der Schweizer Rechtsauffassung und dem Prinzip des engsten Zusammenhangs vorzunehmen sein. Das Gesetz belässt hier viel Einzelfallspielraum. Sachliche Kriterien stellen etwa das Prioritätsprinzip, quantitative Kriterien (Volumen der kotierten Aktien oder Zahl der betroffenen Aktionäre) oder die Kotierungspflichtenintensität dar. Da die praktischen Ausgestaltungsvarianten unter dieser Konstellation der Mehrfachkotierung in vielfältiger Weise denkbar sind, bleiben allgemeine Aussagen schwierig. Die Massgeblichkeit der Prioritätsregel, d. h. die Anwendung des Rechts am Ort der Erstzulassung zum Handel, würde eine gewisse internationale Koordination – zumindest mit dem System der Europäischen Union – bringen und wäre ein einfach zu handhabendes Kriterium. Sie stösst allerdings bei gleichzeitigen Mehrfachzulassungen an ihre Grenzen, weshalb die weiteren Kriterien wichtig bleiben.

Liegt der *statutarische* Sitz der Zielgesellschaft im *Ausland*, ist aber eine Hauptkotierung in der Schweiz sowie mindestens eine weitere Kotierung in einem *Drittstaat* gegeben, so kollidieren das FinfraG und das Aufsichtsrecht des Drittstaats. In diesem Verhältnis ist wiederum ein Anwendungsverzicht zu diskutieren. Da die Inkorporation nicht im fraglichen Drittstaat zu finden ist und ein Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Aufsichtsrecht ohnehin nicht vermieden werden kann, ist ein Anwendungsverzicht aus Gesamtbeurteilungssicht nicht vorschnell zu bejahen. Die Voraussetzungen des Anwendungsverzichts wurden eingehend erörtert und als ein taugliches Kriterium das Prinzip des engsten Zusammenhangs geprüft. Dabei wurde ein weiter Ermessensspielraum im Einzelfall verortet, sodass auch für weitere Kriterien wie die Prioritätsregel Raum ist. Hier ist im Einzelfall zu entscheiden, ob die Anwendung von Aufsichtsrecht und die Durchführung eines Verfahrens angezeigt ist. Ist etwa der Ort der tatsächlichen Verwaltung der Zielgesellschaft, die Hauptkotierung und ein Grossteil der Aktionäre in der Schweiz zu finden, so bestehen gute Gründe, ein Verfahren vor der UEK durchzuführen. Zur Normenkonfliktvermeidung kann aber – immer unter den Voraussetzungen von Art. 125 Abs. 2 FinfraG – selbst dann ein (allenfalls nur partieller) Anwendungsverzicht in Frage kommen. 1287

Die gleichen Überlegungen sind zu machen, wenn nicht «bloss» ein *dual listing* der Zielgesellschaft vorliegt, sondern eine *Vielzahl von Kotierungen* gegeben 1288

ist.²²⁴³ Sofern nicht eine der Kotierungen im Inkorporationsstaat zu finden ist, muss die Aufsicht – soweit die betroffenen Rechtsordnungen dies überhaupt zulassen – nach den genannten Kriterien einem Staat zugewiesen werden.

- 1289 Insgesamt ist bei Mehrfachkotierungen ausserhalb des Inkorporationsstaates kein prägendes Übernahmestatut zu finden. Da die Möglichkeit fehlt, eine Übereinstimmung von Übernahmemaufsichts- und Gesellschaftsrecht zu erzielen, erweisen sich allgemeine Aussagen dazu, welchem Recht der Vorzug zu geben ist, als schwierig bzw. folgen verschiedene Rechtsordnungen unterschiedlichen Anknüpfungsprinzipien. Es können einzig Anknüpfungs- bzw. Zuweisungskriterien genannt werden, wobei der erhebliche Vorbehalt anzubringen ist, dass die betroffenen Rechtsordnungen die hierfür notwendige Flexibilität einräumen müssen – so wie dies das FinfraG tut. Erklären die entsprechenden Rechtsordnungen ihr Übernahmemaufsichtsrecht für zwingend anwendbar, so ist die kumulative Anwendbarkeit unvermeidbar, selbst wenn besondere Bezugspunkte der Transaktion zu nur einer Rechtsordnung gefunden werden können. In diesem Fall muss (aus Sicht des Schweizer Rechts) auf die dargestellten Instrumente zum Umgang mit der kumulativen Anwendung zurückgegriffen werden.

5. Weitere Konstellationen

5.1. Öffentliche Tauschangebote

- 1290 Die gemachten Ausführungen gelten nicht in gleicher Weise bei *öffentlichen Tauschangeboten*. Wie gesehen kann hier – auch bei Inkorporation und ausschliesslicher Kotierung in ein und demselben Staat – ein zusätzliches Aufsichtsrecht ins Spiel kommen, welches sich aufgrund des öffentlichen Anbietens von kotierten Aktien als Tauschwährung für anwendbar erklärt.²²⁴⁴ Der kollisionsrechtliche Schwerpunkt einer solchen Transaktion bleibt m. E. klar am Inkorporations- und Kotierungsort. Mit der Emission oder dem Anbieten von Anteilen als Abgeltung eröffnet sich eine zusätzliche Problematik, welche nicht übernahmetyppisch ist. Sie vermag die Überlegungen zum anwendbaren Übernahmerecht nicht unmittelbar zu beeinflussen. Deshalb soll m. E. die um-

²²⁴³ Siehe für ein Beispiel die Transaktion «De Beers Centenary»: Die Zielgesellschaft hatte ihre Aktien über eine komplexe Struktur an den Börsen von Johannesburg, London, Frankfurt, Paris und Brüssel sowie den damaligen Börsen in der Schweiz (Zürich, Basel, Genf und Lausanne) kotiert, siehe Empfehlung 0090/01 der UEK vom 20.3.2001 i. S. De Beers Centenary AG.

²²⁴⁴ Siehe vorne [N 1129 ff.](#)

fassende Anwendbarkeit des Rechts am Kotierungs- und Inkorporationsort gefördert bzw. die exklusive Regulierungshoheit dieser Rechtsordnung anerkannt werden. Die Vermeidung der Anwendbarkeit eines weiteren Rechts mittels praktischer Instrumente wie *Angebotsrestriktionen* oder *Vendor-Placement-Verfahren* ist bei diesen Konstellationen deshalb aus einer kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtungsperspektive nicht einzuschränken.²²⁴⁵ Im Gegenteil verfolgen diese einen sachlichen Zweck und sind aus dieser Sicht nicht als per se problematische Umgehungstatbestände zu qualifizieren.

5.2. Grosser Aktionärskreis im Ausland

Ähnliche Überlegungen sind notwendig, wenn eine grössere Zahl von *Aktionären* in einem Staat zu lokalisieren sind, dessen Übernahmerecht – wie insbesondere das US-amerikanische Recht – für die Anwendbarkeit auf das *Auswirkungsprinzip* bzw. die Zahl betroffener Wertpapierinhaber abstellt. In diesen Fällen droht die Anwendbarkeit eines Übernahmemaufsichtsrechts, auch wenn die Zielgesellschaft selbst keinerlei Bezug zu diesem Recht vorweist. 1291

Ein solches Recht wird sich selbst dann anwendbar zeigen, wenn der statutarische Sitz und der Kotierungsort im selben Staat zu finden sind und nach dem soeben Ausgeführten ein insgesamt prägendes Übernahmestatut gefunden werden könnte. Sofern der Anlegerschutz durch die anwendbaren Rechtsordnungen gewahrt wird, wäre die Vermeidung der kumulativen Anwendbarkeit einer weiteren Rechtsordnung einzig aufgrund einer gewissen Anzahl inländischer Wertpapierinhaber wünschenswert, um den resultierenden Mehraufwand sowie drohende Normenkonflikte zu verhindern. Dies ist aber nur bei einer entsprechenden Bereitschaft der ausländischen Rechtsordnung zur Ausnahmegewährung möglich.²²⁴⁶ Aus einer schweizerischen Perspektive sprechen in solchen Fällen aber wiederum kollisionsrechtliche Überlegungen für die Zulässigkeit der Vermeidung der Anwendbarkeit eines ausländischen Rechts mittels Angebotsrestriktionen oder weiteren praktischen Instrumenten. 1292

6. Fazit

Da aus Sicht des Schweizer Rechts sowie der europäischen Rechtsordnungen für die Bestimmung des anwendbaren Rechts die *Zielgesellschaften* bzw. ihre 1293

²²⁴⁵ Siehe dazu vorne [N 892 ff.](#)

²²⁴⁶ So etwa Befreiungen aufgrund der Cross-Border-Rules des US-amerikanischen Rechts, dazu kurz vorne [Fn 1754](#) sowie AHA, 313 ff.

Inkorporation und *Kotierung* im Zentrum stehen, dominieren diese Elemente auch die dargestellten Konstellationen. Während bei der Anknüpfung gewisser Rechtsordnungen auch die Anbieterin bzw. die Aktionäre relevant sein können, spielen diese Konstellationen aus einer schweizerischen Perspektive nur eine Nebenrolle. So können sich weitere Rechtsordnungen zwar aufgrund eines öffentlichen Anbietens von Aktien (bei Umtauschangeboten) oder aufgrund einer gewissen Zahl lokaler Wertpapierinhaber für anwendbar erklären. Dies kann aber weitgehend mittels praktischer Massnahmen (insb. Angebotsrestriktionen) verhindert werden.

- 1294 Für gewisse Konstellationen von Inkorporation und Kotierung der Zielgesellschaft lassen sich Erkenntnisse für eine Gesamtbetrachtung finden, während andere das Schicksal der Einzelbetrachtung trifft. Bei einer Übereinstimmung von Inkorporations- und Kotierungsort lässt sich ein *eigentliches Übernahmestatut* bzw. ein *Übernahmegesamtstatut* finden, welches die Übernahme als Ganzes prägt und alle wesentlichen Aspekte regelt.²²⁴⁷ Dies sollte m. E. unabhängig davon gelten, ob zusätzliche Kotierungen gegeben sind. Ein solches eigentliches Übernahmestatut verlangt aber einerseits eine entsprechende Koordination der Rechtswahl – sofern diesbezüglich überhaupt Wahlfreiheit besteht. Sodann muss bei Mehrfachkotierungen das «inkorporationsfremde» Aufsichtsrecht die umfassende Regelung durch das Recht am Inkorporationsort anerkennen. Theoretische Überlegungen zum sachlich «richtigen» Hauptstatut sind hinfällig, wenn die betroffenen Rechtsordnungen hierfür überhaupt keinen Spielraum belassen. Für das Schweizer Recht ist dies über den Mechanismus des Anwendungsverzichts möglich. Damit kann auch die einseitige Anknüpfungsoptik des FinfraG korrigiert werden, welches keine grundsätzliche Anerkennung der ausländischen Aufsicht trotz Inkorporation und Kotierung im selben Staat kennt. Bei den Konstellationen, in denen Inkorporation und Kotierung auseinanderfallen, ist die Einzelfallbetrachtung unumgänglich, da aus Sicht des Schweizer Rechts der Umfang des Übernahmeaufsichtsrechts dynamisch ist und erst die konkrete Betrachtung der ausländischen Rechtsordnung die Anwendung des inländischen Rechts beeinflusst.

²²⁴⁷ Wobei «Gesamtstatut» hier in einem weiten, rechtsgebietsübergreifenden Sinne zu verstehen ist (im Gegensatz zum eigentlichen Gesamtstatut im allgemeinen international-privatrechtlichen Sinne).

§ 16 Umgang mit Normenkonflikten

Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung ist ebenfalls auf die Frage nach dem Umgang mit Normenkonflikten zurückzukommen. Die Normenkonfliktproblematik wurde bereits für den Bereich des Übernahmearbeitsrechts ausführlich dargestellt.²²⁴⁸ Da es sich aber um eine rechtsgebietsübergreifende, für die internationale Übernahme insgesamt zentrale Problematik handelt, sollen nachfolgend Lösungsmöglichkeiten aus einer Gesamtperspektive gesucht werden. 1295

I. Positive Normenkonflikte

Im Rahmen der bisherigen Darstellung hat sich gezeigt, dass eine *kumulative Anwendbarkeit* mehrerer Rechtsordnungen auf eine Übernahme unter geltendem Recht nicht immer vermeidbar ist. Die Gefahr von Normenkonflikten erhöht die Rechtsunsicherheit, steigert die Komplexität der Transaktionsplanung und erschwert die Möglichkeit von internationalen Übernahmen.²²⁴⁹ Es sind deshalb Lösungsansätze bzw. Methoden zu suchen, wie positive Normenkonflikte als Folge der gleichzeitigen Anwendung im besten Falle vermieden werden können oder wie – bei Unvermeidbarkeit – mit ihnen umgegangen wird. 1296

1. Normenkonfliktfelder

Positive Normenkonflikte wurden vorne allgemein als widersprüchliches oder nicht sachgerechtes Ergebnis einer gleichzeitigen Berufung mehrerer Rechtsordnungen definiert. Für den Bereich des Übernahmearbeitsrechts bzw. für das FinfraG wurde ein *weites Verständnis* des Begriffs aufgezeigt, indem nicht ein unauflösbarer Widerspruch im Sinne eines echten Normenkonflikts zu drohen hat, sondern die Möglichkeit von resultierendem Mehraufwand in Verbindung mit drohenden Unstimmigkeiten oder Friktionen genügen kann.²²⁵⁰ Als Gründe für eine *besondere Gefahr* von positiven Normenkonflikten wurden das Koordinationsproblem des Wirtschaftskollisionsrechts, die hybride Natur des Übernahmearbeitsrechts, der weite Anwendungsbereich der Übernahmeregeln des FinfraG sowie die Möglichkeit der Mehrfachkotierungen verortet. 1297

²²⁴⁸ Siehe vorne [N 755 ff.](#) und [N 1000 ff.](#)

²²⁴⁹ JOSEPHANS, 411.

²²⁵⁰ Siehe vorne [N 774 ff.](#)

- 1298 Positive Normenkonflikte können zwischen verschiedenen anwendbaren *Übernahmeaufsichtsrechten* entstehen, wenn die Zielgesellschaft ihre Anteile mehrfach kotiert hat. Daneben wurde Konfliktpotential zwischen Übernahmeaufsichtsrecht und *Gesellschaftsrecht* festgestellt, insbesondere bei Auseinanderfallen von statutarischem Sitz und Kotierungsort. Die aus der Sicht des Schweizer *Übernahmeaufsichtsrechts* drohenden Konflikte wurden bereits eingehend dargestellt. Schliesslich sind aber auch Konflikte zwischen unterschiedlichen Privatrechtsgebieten denkbar, wenn für Fragen, welche in einem Schnittbereich von zwei Rechtsgebieten liegen, unterschiedliches Recht berufen wird. Deshalb ist der Umgang mit positiven Normenkonflikten übergreifend aus einer weiteren Perspektive zu betrachten.

2. Konfliktlösungsansätze

- 1299 Für die allgemeinen dogmatischen Grundlagen zur Lösung von Normenkonflikten insbesondere im Völkerrecht kann auf die Literatur hierzu verwiesen werden.²²⁵¹ Während zahlreiche *theoretische Gestaltungsmöglichkeiten* bestehen, wie im Rahmen eines künftigen Rechts Normenkonflikte verhindert werden können, soll sich die nachfolgende Darstellung auf den aktuellen Rechtsrahmen konzentrieren. Wie für das Wirtschaftskollisionsrecht generell festgehalten wurde, wären Normenkonflikte für das Übernahmerecht mittels *überstaatlicher Kooperation* und Koordination vermeidbar. Konkret würde eine Sachrechtsharmonisierung sowie eine Aufsichtsordination Normenkonflikte weitgehend ausschalten.²²⁵² Schon mittels Vereinheitlichung der Anknüpfungsregeln für Übernahmen würde ein Grossteil der Konflikte verhindert. Hierzu besteht umfangreiches Schrifttum.²²⁵³ Allerdings sind internationale Koordinationsversuche im Bereich des Übernahmerechts auf Widerstand gestossen bzw. haben noch kaum gefruchtet.²²⁵⁴ In naher Zukunft ist auch keine Änderung dieses Zustands absehbar, was schon in Bezug zu den europäischen Staaten gilt, aber noch viel stärker im transatlantischen Verhältnis, da hier grundlegend verschiedene Systeme koordiniert werden müssten. Es gilt mit der geltenden Ordnung umzugehen und nach (einseitigen) *Konflikt-*

²²⁵¹ Für den Bereich des Übernahmerechts ausführlich JOSENHANS, 95 ff.

²²⁵² Siehe vorne [N 200 ff.](#)

²²⁵³ Für die Schweiz siehe ausführlich RÜEDI, 108 ff., m. w. H.

²²⁵⁴ Vgl. schon zu den Problemen auf Stufe der Europäischen Union im Bereich des Übernahmerechts im Zusammenhang mit der kollisionsrechtlichen Bestimmung in Art. 4 der ÜRL, NEYE, 291; für ausserhalb der Europäischen Union siehe etwa ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 748.

lösungsansätzen im Schweizer Recht zu suchen. Im Zuge der bisherigen Untersuchung wurden diese Mechanismen mehrheitlich schon angetroffen, weshalb im Folgenden eine *zusammentragende Darstellung* aus einer *Gesamtperspektive* erfolgen soll.

2.1. Anwendungsverzicht als Hauptinstrument

Hauptinstrument des Schweizer Übernahmerechts zur Vermeidung von positiven Normenkonflikten ist zweifelsohne die vorne ausführlich dargestellte Möglichkeit des *Anwendungsverzichts* nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG. Diese wurde mit dem Ziel geschaffen, positive Normenkonflikte zu vermeiden, welche aufgrund des weiten Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln drohen. Der Anwendungsverzicht wurde als ein typisch wirtschaftskollisionsrechtliches Instrument zur Normenkonfliktverhinderung qualifiziert. Aus einem weiten Betrachtungswinkel handelt es sich um ein *System der Einzelbefreiung*. Erst wenn ein konkreter Normenkonflikt droht, kann im Einzelfall ein Verzicht auf die Normdurchsetzung erfolgen. 1300

Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts stellt – innerhalb dieses Rahmens der Einzelbefreiung – ein relativ *breites Spektrum* zur Normenkonfliktvermeidung bereit: Einerseits lassen sich Normenkonflikte zwischen mehreren *Übernahmeaufsichtsrechten* vermeiden, aber auch in Bezug zu einem ausländischen *Privatrecht*. Nach dem hier vertretenen Ansatz, wonach auch ein partieller Anwendungsverzicht möglich ist, lassen sich Kollisionen *insgesamt* vermeiden, indem das eigene Übernahmeaufsichtsrecht gar nicht angewandt wird; oder aber es werden nur einzelne Widersprüche vermieden, indem *partiell* auf die Anwendbarkeit einer Norm verzichtet wird. 1301

Auf der anderen Seite kennt das Instrument des Anwendungsverzichts auch gewisse *Grenzen*. Zuerst müssen stets die Anwendungsvoraussetzungen überhaupt gegeben sein. Bei nicht äquivalenten Rechtsordnungen entfällt diese Möglichkeit gänzlich. Sodann operiert der Anwendungsverzicht sachgegeben aus einer einseitigen Optik, indem nur eine Rücknahme des Anwendungsanspruchs möglich ist. Besonders im Verhältnis zu einer Rechtsordnung mit extraterritorial überschüssendem Anwendungsbereich hilft der Anwendungsverzicht kaum zur Normenkonfliktvermeidung. Wenn in einem solchen Fall ein klar engerer Bezug der Transaktion zum Schweizer Recht gegeben ist, wird ein Verzicht nicht sinnvoll sein, sodass eine kumulative Anwendbarkeit resultiert. Damit ist der Mechanismus des Anwendungsverzichts einerseits als taugliches 1302

Instrument zur Vermeidung von Normenkonflikten zu qualifizieren, welches ein breites Spektrum an Konstellationen abdecken kann. Gleichzeitig ist es aber keineswegs für alle Konstellationen Schlüssel zur Konfliktvermeidung.

2.2. Subsidiarität und Äquivalenz

- 1303 Zur Prävention von positiven Normenkonflikten würde auch die Annahme einer *generellen Subsidiarität* des Schweizer Übernahmemaufsichtsrechts gegenüber äquivalentem ausländischem Recht beitragen, welche aus Art. 125 Abs. 2 FinfraG abgeleitet würde.²²⁵⁵ Schon vor der Einführung des Anwendungsverzichts wurde die Möglichkeit einer subsidiären Anwendung der Übernahmeregeln trotz des engeren Bezugs zum Ausland diskutiert, sofern dort keine Aufsicht wahrgenommen würde.²²⁵⁶ Ein solches extensives Verständnis des Anwendungsverzichts würde zwar tatsächlich positive Normenkollisionen zwischen Übernahmemaufsichtsrechten verhindern. Im Verhältnis zu einem ausländischen äquivalenten Übernahmemaufsichtsrecht könnte es nicht mehr zu Normenkonflikten kommen, da das Schweizer Recht ohne Weiteres zurücktreten würde. Allerdings wurde das Verständnis einer allgemeinen Subsidiarität vorne abgelehnt.²²⁵⁷ Transaktionen sollten nicht ohne weitere Prüfung dem ausländischen Recht bzw. einer ausländischen Aufsicht überlassen werden, gerade wenn der Bezug zur Schweiz viel enger ist. Damit würde exorbitanten extraterritorialen Anwendungsansprüchen ohne Überprüfung stattgegeben. Meines Erachtens sollten sich aber – schon aus Rechtssicherheits- und Effizienzüberlegungen – sowohl die Anleger als auch die weiteren Übernahmeparteien bei einem augenscheinlich engen Bezug zur Schweiz darauf verlassen können, dass ein Verfahren nach Schweizer Recht durchgeführt wird. Wenn auch die Voraussetzungen an den Anwendungsverzicht m. E. tief anzusetzen sind, so ist – auch nach Überlegungen zur Vermeidung von Normenkonflikten – die Subsidiarität des FinfraG gegenüber ausländischem Aufsichtsrecht klar abzulehnen.
- 1304 Zur Vermeidung von Normenkollisionen und Doppelspurigkeiten haben sich gerade im Finanzmarktrecht vermehrt *Äquivalenzmechanismen* durchgesetzt.²²⁵⁸ Wie gesehen wurden über das Kriterium des gleichwertigen Anlegerschutzstandards von Art. 125 Abs. 2 lit. b FinfraG gewisse Äquivalenzansätze ins Übernahmerecht übernommen. Während mit einem umfassenden System

²²⁵⁵ Siehe TEDJANI, 314 ff.; schon vorne [N 825 ff.](#)

²²⁵⁶ RÜEDI, 120 ff.

²²⁵⁷ Siehe vorne [N 829.](#)

²²⁵⁸ Siehe vorne [N 207](#) und [795 ff.](#)

der gegenseitigen Anerkennung oder einer «*substitute compliance*» bei einer entsprechenden gesetzlichen bzw. staatsvertraglichen Grundlage Kompetenzkonflikte – und damit auch Normenkonflikte – weitestgehend vermieden werden könnten, bleibt unter dem geltenden Rechtsrahmen wiederum nur die Erfassung über den Anwendungsverzicht. Immerhin kann in diesem Rahmen das ausländische Recht als gleichwertig anerkannt werden und in der Folge zur Normenkonfliktvermeidung auf die Anwendung des eigenen Rechts verzichtet werden.

2.3. Gestaltung durch Rechtswahl

Ein weiterer Ansatz zur Vermeidung von positiven Normenkonflikten bietet die Gestaltung des anwendbaren Rechtsgefüges mittels *Rechtswahl*. Der Versuch der Konfliktvermeidung wird hier durch die *Parteien* initiiert, um mittels aktiver Rechtswahl Normenkollisionen zu verhindern, die bei einer objektiven Anknüpfung resultieren würden. Idealerweise sollte die Vermeidung von Normenkonflikten nicht den Parteien überbürdet werden, indem bei objektiver Anknüpfung ein unbefriedigendes Ergebnis droht. Doch ist eine bestmögliche objektive Abstimmung auf internationaler Ebene angesichts der Vielfalt der Transaktionsmöglichkeiten kaum je zu erwarten, sodass die Erwartung einer aktiven Gestaltung durch die Parteien m. E. ein legitimes Mittel zur Normenkonfliktbewältigung sein darf. 1305

Wie vorne ausgeführt, hilft die Gestaltung durch Rechtswahl in erster Linie im Verhältnis von *Privatrecht* zu Aufsichtsrecht oder bei Kollisionen mehrerer Privatrechte. Sofern durch Rechtswahl eine Übereinstimmung des Privatrechts mit dem Übernahmeaufsichtsrecht erzielt werden kann, lösen sich die Normenkonflikte weitgehend. Für welche Bereiche des Übernahmerechts Rechtswahlfreiheit besteht, wurde bereits aufgezeigt. Für die zentrale Problematik des Auseinanderfallens von Gesellschafts- und Aufsichtsrecht hilft die Rechtswahl mangels diesbezüglicher Freiheit wenig. 1306

2.4. Anpassung, Flexibilisierung, Ausnahmegewährung

Wenn eine Befreiung von der Anwendbarkeit der Schweizer Übernahmeregeln nicht insgesamt in Frage kommt, kann eine «*flexibilisierte*» Anwendung zur Normenkonfliktvermeidung auch über weitere Mechanismen des geltenden Rechts geschehen. 1307

Hierfür ist einerseits an das Institut der *Anpassung* zu erinnern. Dieses erlaubt gerade zur Vermeidung von Konflikten bei gleichzeitiger Anwendbarkeit ver- 1308

schiedener Rechtsordnungen eine Modifikation der kollisions- oder materiellrechtlichen Normen als Resultat einer (besonderen international-privatrechtlichen) Auslegung.²²⁵⁹ Anpassungsüberlegungen bieten das methodische Grundgefüge für verschiedene konkretere Gestaltungsmöglichkeiten. Konkret lassen sich auf Basis der Anpassung zur Vermeidung von Normenkonflikten an den Kollisions- und Sachnormen durch *Auslegung*, *Ergänzung*, *Nichtanwendung* und *Ersetzung* Modifikationen begründen. Im Zusammenhang mit den positiven Normenkonflikten wird die Nichtanwendung einzelner Sachnormen sowie die Ersetzung im Vordergrund stehen. Eine Möglichkeit der Befreiung von der Anwendbarkeit einzelner Normen bei Auslandsbezug wird teilweise auch allgemein aus *teleologischen Gründen* bejaht.²²⁶⁰ Eine Modifizierung an der Kollisionsnorm ist etwa im Bereich des Gesellschaftsrechts denkbar, wenn anstatt auf die Inkorporationstheorie nach Art. 154 IPRG auf die Differenzierungs- und Überlagerungstheorie abgestellt wird.²²⁶¹

- 1309 Sodann können *Sachnormen mit Flexibilität* im Falle von internationalen Sachverhalten Normenkonflikte verhindern. Während für ein künftiges Recht vorstellbar wäre, zahlreiche Sonderregeln für den grenzüberschreitenden Bezug vorzusehen und für die Anwendbarkeit oder die Rechtsfolgen nach Auslandsverhalten zu differenzieren, sind unter geltendem Recht nur punktuell flexibilisierte Sachnormen auszumachen. Einerseits wurde mit Art. 4 UEV eine Grundlage gefunden, welche Ausnahmen von der Anwendung einzelner Bestimmungen der Übernahmeverordnung erlaubt. Sodann kann die *Ausnahmegewährung* – etwa von der Angebotspflicht – als normenkonfliktverhinderndes Instrument dienen. Schliesslich sind unter den Schweizer Übernahmeregeln auch einzelne Sachnormen auszumachen, welche eine explizite Modifizierung im Einzelfall erlauben, namentlich ist dies für *Fristen* möglich.²²⁶² Da der unterschiedliche Fristenlauf eine grosse Problematik der gleichzeitigen Anwendbarkeit von mehreren Übernahmemaufsichtsrechten bzw. der parallelen Durchführung mehrerer Übernahmeverfahren sein kann,²²⁶³ vermögen solche punktuellen Möglichkeiten u. U. die Auswirkungen der Normenkollision entscheidend abzuschwächen. Überlegungen im Zusammenhang mit der Normenkonfliktvermeidung sowie Anpassungsüberlegungen sprechen dafür, die

2259 Siehe vorne [N 154 ff.](#)

2260 JOSENHANS, 433 f.

2261 Siehe vorne [N 457 ff.](#) und [N 1065 ff.](#)

2262 Siehe bspw. Art. 8 Abs. 1 UEV, Art. 14 UEV oder Art. 39 Abs. 2 FinfraV-FINMA.

2263 Siehe ZIMMER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 734.

Flexibilität solcher Normen grosszügig auszulegen. Die UEK hat sich auch bereit erklärt, hier Fristverlängerungen und weitere Ausnahmen zu gewähren – wenn auch ohne weitere kollisionsrechtliche Überlegungen.²²⁶⁴

Allerdings muss die Anpassung und Flexibilisierung an das ausländische Recht auch gewisse *Grenzen* haben. Während bspw. eine Vereinheitlichung der Fristen zur Koordination der Verfahren generell sinnvoll sein wird, können Verlängerungen auch im Widerspruch zu einem raschen Verfahren stehen, wie es nach dem Schweizer Recht vorgesehen ist.²²⁶⁵ Wie beim Anwendungsverzicht muss die *Gewährleistung des Anlegerschutzes* deshalb der Anpassung die Grenze setzen, während die eingeräumte Flexibilität auch immer gegenüber der Rechtssicherheit abzuwägen ist. 1310

Die durch das Übernahmerecht und das internationale Privatrecht eingeräumte Flexibilität bei der Anwendung gilt es bei positiven Normenkonflikten zu nutzen, um einzelnen Widersprüchen zu begegnen, sei dies durch Ausnahmegewährung, Anwendung der ausdrücklich bereitgestellten Abweichungsnormen oder Rückgriff auf das allgemeine Institut der Anpassung. Damit können die negativen Auswirkungen einer kumulativen Anwendung namentlich in Bezug auf den unterschiedlichen Fristenlauf sowie weitere punktuelle Reibungsbereiche deutlich entschärft werden. 1311

2.5. Ausstrahlungswirkung

Einen Konfliktlösungsansatz bietet auch die *Ausstrahlungstheorie*, wonach Aufsichts- und Zivilrecht wechselseitig zur Auslegung der relevanten Normen herangezogen werden sollen.²²⁶⁶ Sie kann bei Normenkollisionen im Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht behilflich sein, was – über das Institut der Anpassung – auch im internationalen Verhältnis gilt. Eine Anerkennung der Ausstrahlungswirkung kann Unstimmigkeiten glätten, indem durch wechselseitige Wirkung und Konkretisierung eine Annäherung bzw. ein Gleichlauf des in- und ausländischen Rechts erzielt wird. Mittels Ausstrahlungswirkung können zwar keine Widersprüche der Rechtsordnungen ausgeschlossen werden, aber die Reibungsverluste eines positiven Normenkonflikts können gemindert werden. Sie ist besonders im Zusammenhang mit *Pflichtenkollisionen* von grosser 1312

²²⁶⁴ Verfügung 624/02 der UEK vom 7.3.2016 i. S. Syngenta AG, E. 11; Verfügung 572/02 der UEK vom 22.8.2014 i. S. UBS AG, E. 1.

²²⁶⁵ Siehe JOSEPHANS, 432 f. zum Verhältnis des Beschleunigungsgebots in Deutschland gegenüber dem amerikanischen Recht.

²²⁶⁶ Siehe dazu vorne [N 113 ff.](#) und [1069 ff.](#)

Bedeutung, wenn in- und ausländisches Recht, insbesondere Gesellschafts- und Übernahmemaufsichtsrecht, gleichzeitig unterschiedliche Pflichten vorgeben. Die Strahlungswirkung vermindert auch die Gefahr von widersprüchlichen Entscheidungen, die ohne wechselseitige Beachtung selbst drohen können, wenn sich in- und ausländisches Recht nicht direkt widersprechen.

2.6. Praktische Gestaltungsinstrumente: Angebotsrestriktionen, Mehrfachangebote etc.

- 1313 Schliesslich haben sich in der Praxis gewisse Gestaltungsinstrumente als zentral erwiesen, um die gleichzeitige Anwendbarkeit mehrerer Übernahmeregeln zu verhindern. Insbesondere in Bezug zu Rechtsordnungen mit extraterritorialen Anwendungsansprüchen oder mit Anknüpfung an den Anlegerwohnsitz ist die Verhinderung der gleichzeitigen Anwendbarkeit des ausländischen Rechts ein grosses praktisches Bedürfnis.
- 1314 *Angebotsrestriktionen* wurden – aus kollisionsrechtlicher Sicht – als legitimes praktisches Instrument zur Vermeidung von positiven Normenkonflikten eingeordnet.²²⁶⁷ Mittels Einschränkung der territorialen Angebotsreichweite wird die gleichzeitige Anwendbarkeit eines ausländischen Aufsichtsrechts verhindert. Im Verhältnis zum US-amerikanischen Recht stellen solche *Sales Restrictions* das zentrale Mittel dar, um positive Normenkonflikte zu unterbinden.²²⁶⁸ Dabei spielt neben der Vermeidung von eigentlichen Normenwidersprüchen auch das Verhindern von unverhältnismässig hohen Transaktionskosten eine wichtige Rolle.
- 1315 Soll das Übernahmeangebot jedoch alle Aktien umfassen, kann statt dem blossen Ausschluss der «problematischen» ausländischen Aktionäre zusätzlich die Unterbreitung eines *parallelen separaten Angebots* gemäss den Vorgaben des ausländischen Rechts erfolgen, wobei beide Angebote mit entsprechenden Restriktionen versehen sind (*dual restricted offer*).²²⁶⁹ Diese Vorgehensweise kann namentlich wiederum im Verhältnis zum US-amerikanischen Recht die Gefahr von positiven Normenkonflikten massiv reduzieren, da dann für einen Teil der Aktionäre ein Angebot nach dem *einen* Recht gilt, während das Angebot für die restlichen Aktionäre einem *anderen* Recht untersteht. Bei *Vielfachkotierungen*

²²⁶⁷ Siehe vorne [N 881 ff.](#)

²²⁶⁸ Mit der Transaktionsgestaltung zur Vermeidung US-amerikanischer Rechtsanwendung aus Sicht des deutschen Rechts hat sich JOSENHANS ausführlich befasst, siehe JOSENHANS, 164 ff., 358 ff.

²²⁶⁹ Siehe vorne [N 892.](#)

könnte die Übernahme in mehrere separate Angebote in den jeweiligen Börsenländern aufgeteilt werden, die sich nach dem jeweils lokalen Recht richten. Ein effizientes Übernahmeverfahren würde aber die damit verbundenen Aufwände und Transaktionskosten meiden.

Schliesslich ist im selben Kontext auch das *Vendor-Placement-Verfahren* zu nennen, welches Normenkonflikte v. a. bei Tauschangeboten verhindern soll.²²⁷⁰ Mit diesem Verfahren kann die gleichzeitige Anwendbarkeit eines ausländischen (Prospekt- oder Registrierungs-)Rechts – v. a. des US-amerikanischen Rechts – verhindert werden, indem (anstelle der Tauschaktien) den «problematischen» Aktionären nur der Nettoerlös aus dem besonderen Verkaufsverfahren zugeteilt wird. Wenn die UEK die Zulässigkeit eines solchen Vorgehens in ihrer Praxis schon zur Vermeidung von unverhältnismässigem Aufwand bejaht hat,²²⁷¹ dürfte dieses Gestaltungsinstrument ohnehin zur Verhinderung von positiven Normenkonflikten nutzbar sein. 1316

Wenn auch bei all diesen praktischen Mechanismen immer ein Spannungsverhältnis zum Gleichbehandlungsgrundsatz gegeben ist, spricht die kollisionsrechtliche Betrachtung für die Zulässigkeit einer solchen Praxis mit dem Ziel der Konfliktvermeidung. Damit können einerseits extensive Anwendungsansprüche des eigenen Rechts im Ausland zurückgenommen werden, andererseits wird aber auch die extraterritoriale Anwendung ausländischen Rechts verhindert. 1317

Ein praktisches Gestaltungsinstrument im Umgang mit *Pflichtenkollisionen* des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft aus auseinanderfallendem anwendbarem Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht könnte die *statutarische Konkretisierung* der Pflichten des Verwaltungsrats sein (primär als statutarische Aufgabenkataloge für den Fall der Übernahmesituation). Auf diese Weise wäre denkbar, die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten nach den Vorgaben von ausländischen Übernahmeregeln in den Statuten zu konkretisieren, allenfalls gar unter Referenzierung des ausländischen Rechts. So könnte eine inhaltliche Annäherung der unterschiedlichen Pflichten erzielt werden. Die Zulässigkeit und die Wirkungen einer solchen statutarischen Konkretisierung wären aber nach dem anwendbaren Gesellschaftsrecht zu prüfen. 1318

²²⁷⁰ Siehe vorne [N 893](#).

²²⁷¹ Verfügung 0469/01 der UEK vom 15.2.2015 i. S. Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG, E. 2

1319 Diese Gestaltungsmöglichkeiten können eine beachtliche Komplexität aufweisen und mit dem entsprechenden Aufwand für die Anbieterin verbunden sein. Wie die Praxis zeigt, werden sie aber als pragmatische Lösungen genutzt, um entweder Normenkonflikte schon zu verhindern oder wenn nötig die parallele Einhaltung zweier Rechtsordnungen zu ermöglichen. Im Umgang mit Normenkonflikten helfen Angebotsrestriktionen und ähnliche Mechanismen demzufolge im *Verhältnis von mehreren Aufsichtsrechten* und dabei namentlich im transatlantischen Verhältnis.

2.7. Fazit

1320 Im geltenden Recht lassen sich für den Bereich des Übernahmerechts mehrere Ansätze zur Normenkonfliktlösung finden. Ausgangspunkt und Hauptinstrument stellt der Mechanismus des Anwendungsverzichts nach FinfraG dar. Insbesondere mit der – hier vertretenen – Ansicht, wonach auch ein partieller Anwendungsverzicht möglich ist, lassen sich zahlreiche positive Normenkonflikte sowohl zwischen mehreren Übernahmearbeitsrechten als auch im Verhältnis zum Privatrecht lösen. Damit deckt der Anwendungsverzicht bereits einen Grossteil der möglichen Kollisionen ab.

1321 Sofern ein Anwendungsverzicht nicht möglich oder sinnvoll ist, verbleiben die weiteren Instrumente: Einerseits kann eine durchdachte Gestaltung der Rechtswahl das Verhältnis des anwendbaren Aufsichtsrechts zum Privatrecht sowie zwischen mehreren Privatrechtsgebieten entschärfen. Andererseits können mittels praktischer Lösungsansätze wie Angebotsrestriktionen und parallelen Angeboten Konflikte mit extraterritorial wirkenden Rechtsordnungen vermieden werden. Für punktuelle Unstimmigkeiten und Widersprüche wurde an verschiedenen Stellen im Übernahmerecht bewusst eingeräumte Flexibilität verortet, welche die Schweizer Behörden in ihrer Praxis auch zu nutzen wussten. Schliesslich erlaubt die Ausstrahlungstheorie, Unebenheiten zwischen dem anwendbaren Privat- und Aufsichtsrecht zu glätten und insbesondere Pflichtenkollisionen abzumildern. Positive Normenkonflikte, für welche ein entsprechender Lösungsansatz gänzlich fehlt, sind deshalb die Ausnahme. Grösster Konfliktherd dürfte die – ausführlich dargestellte – Problematik des Verhältnisses von Gesellschafts- und Übernahmearbeitsrecht darstellen. Schliesslich ist festzuhalten, dass kein Weg an der Einzelfallbetrachtung vorbeiführt.

1322 Damit ist insgesamt ein *Instrumentarium an Konfliktlösungsansätzen* zu finden, welches m. E. als ausreichend beurteilt werden kann, um mit der Gefahr von positiven Normenkonflikten umzugehen. Dies erfordert aber eine ent-

sprechende Auslegung auf verschiedenen Ebenen, welche sich auf das Institut der Anpassung abstützt. Gewiss wären in der Theorie juristisch elegantere Lösungen denkbar als das präsentierte Mosaik von Ansätzen. Wenn mit dem geltenden Rechtsrahmen auszukommen ist, können die anzutreffenden Möglichkeiten aber als tauglich eingeordnet werden, im Einzelfall positive Normenkonflikte zu vermeiden und zu lösen.

II. Negative Normenkonflikte

1. Ausgangslage

Während die Problematik von *negativen Normenkonflikten* unter dem alten Recht ein grosser Diskussionspunkt war, ist ihre Bedeutung unter dem geltenden Recht – aus Sicht der Schweiz – als gering einzustufen. Wie gesehen hat sich mit der Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln des FinfraG und der Erfassung auch von ausländischen Zielgesellschaften im Zuge der Revision die Gefahr von Normenmängeln weg hin zu einem erhöhten Risiko von positiven Normenkonflikten verlagert. Die zur Vermeidung von negativen Normenkonflikten begründete «Tag Heuer»-Praxis wurde im Revisionsprozess übernommen, ebenfalls unter Hinweis auf das Ziel der Vermeidung von Normenmängeln.²²⁷² 1323

Die gesetzgeberische Ausdehnung des Anwendungsbereichs des eigenen Rechts ist – schon rein sachlogisch – eine naheliegende Lösungsvariante zur Lückenschliessung.²²⁷³ Damit wurde mit der Revision der Norm zum Anwendungsbereich des BEHG die Bekämpfung von negativen Normenkonflikten bereits an die Hand genommen bzw. die wichtigste Lösungsmöglichkeit bereits umgesetzt. Vor diesem Hintergrund überrascht nicht, dass negative Normenkonflikte heute kein zentrales Problem des Übernahmerechts darstellen. Diejenigen Fälle, welche früher mangels Anwendbarkeit eines Übernahmerechts 1324

²²⁷² Botschaft BEHG 2011, 6884, 6891 und 6900; siehe vorne [N 639 ff.](#)

²²⁷³ Siehe etwa JOSENHANS, 340.

zu Diskussionen geführt haben, wären unter dem geltenden Recht klar erfasst.²²⁷⁴ Trotzdem bleibt für gewisse Konstellationen noch eine Gefahr von negativen Normenkonflikten, die es nachfolgend zu betrachten gilt.

- 1325 *Negative Normenkonflikte* bzw. Normenmängel sind gegeben, wenn sich gar keine Rechtsordnung auf eine Frage anwendbar erklärt.²²⁷⁵ Normenmängel sind allerdings nicht per se problematisch.²²⁷⁶ Sie sind gemäss allgemeinem internationalen Privatrecht erst auszuräumen, wenn das Ergebnis des Normenmangels vom Inhalt aller betroffenen Rechtsordnungen abweicht.²²⁷⁷ Für das Übernahmerecht spezifisch konnte sich bislang kein Kriterium durchsetzen, nach welchem ein Normenmangel als problematisch qualifiziert wird.²²⁷⁸
- 1326 Nach der Betrachtung des Schweizer Übernahmemaufsichtsrechts kann m. E. der *adäquate Anlegerschutz* als bei negativen Normenkonflikten im Vordergrund stehend eingeordnet werden. Wenn nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG das Übernahmeverfahren nur dann einer ausländischen Rechtsordnung überlassen werden kann, wenn ein gleichwertiger Anlegerschutz gegeben ist, so besteht aus dieser Sicht eine problematische Regelungslücke immer dann, wenn der Anlegerschutz nicht adäquat gewahrt wäre. Die Durchsetzung eines genügenden Anlegerschutzes wäre in diesem Sinne als Hauptordnungsinteresse der Schweizer Übernahmeregeln zu sehen.²²⁷⁹ Deshalb ist m. E. – aus Sicht des FinfraG – von einem negativen Normenkonflikt zu sprechen, wenn eine öffentliche Übernahme keinem Übernahmerecht mit *genügendem Anlegerschutz* untersteht.

²²⁷⁴ Im Gesetzgebungsprozess wurde das Beispiel des öffentlichen Übernahmeangebots der italienischen Cosmo Pharmaceuticals S.p.A. auf die in Zürich kotierte BioXell S.p.A. genannt. Da in diesem Fall die Zielgesellschaft in der Schweiz kotiert war, aber ihren Sitz in Italien hatte, erklärte sich das BEHG (unter der alten Regelung) für nicht anwendbar. Auch das italienische Recht war nicht anwendbar, da dieses eine Kotierung in Italien oder in einem anderen europäischen Mitgliedstaat verlangte; siehe Stellungnahme UEK Revision BEHG, 10 f. Diese Zielgesellschaft würde heute von Art. 125 Abs. 1 FinfraG erfasst. Gleiches gilt für den «Tag Heuer»-Fall sowie den Fall «Hilti», dazu Empfehlung 0151/01 der UEK vom 10.2.2003 i. S. Hilti AG, E. 1.

²²⁷⁵ Siehe vorne [N 153](#).

²²⁷⁶ EKKENGA/KUNTZ, 2433.

²²⁷⁷ JOSENHANS, 340; KELLER/SIEHR, 455; RÜEDI, 132.

²²⁷⁸ Während JOSENHANS, 340 ff., Normenmängel nur dann ausräumen möchte, wenn die Ordnungsinteressen des nationalen Gesetzgebers berührt werden, erachten EKKENGA/KUNTZ, 2433, v. a. Normenmängel als störend, wenn das Vakuum aus einer kollisionsrechtlichen Verweisungsabstinenz aufgrund der Einseitigkeit der Anknüpfung resultiert.

²²⁷⁹ Im Sinne von JOSENHANS Verständnis des Normenmangels, siehe JOSENHANS, 340 f.

Negative Normenkonflikte drohen primär im Bereich des Aufsichtsrechts. Im 1327
 Übernahmeprivatrecht hingegen stellt sich diese Problematik nicht speziell,
 schon der weite Anwendungsbereich der gesellschaftsrechtlichen Anknüpfun-
 gen des IPRG verhindert echte Lücken im internationalen Gesellschaftsrecht
 weitgehend.²²⁸⁰

2. Konstellationen

In der Literatur werden für den Bereich des Übernahmerechts verschiedene 1328
Konstellationen angeführt, in denen ein negativer Normenkonflikt droht: Ers-
 tens ist dies der Fall, wenn das Recht am Kotierungsort *kein Übernahmeauf-
 sichtsrecht* oder zumindest keine äquivalenten Übernahmeregeln kennt.²²⁸¹
 Diese Konstellation wird durch das Anknüpfungssystem des FinfraG mit wei-
 tem Anwendungsbereich unter Verzichtsvorbehalt teilweise abgedeckt. So-
 dann können Normenmängel im Verhältnis zu Rechtsordnungen auftreten,
 welche zwar ein Übernahmeaufsichtsrecht kennen, wobei dieses aber – etwa
 aufgrund eines eng gefassten Anwendungsbereichs – *nicht* anwendbar bzw.
anwendungsinteressiert ist.²²⁸² Schliesslich sind auch Konstellationen mit *feh-
 lender Aufsichtszuständigkeit* denkbar.²²⁸³

Diese Konstellation sind aus Schweizer Sicht insbesondere dann relevant, 1329
 wenn die Inkorporation der Zielgesellschaft im Inland zu finden ist. Damit ist
 – gleich wie bei den positiven Normenkonflikten – wiederum das grösste *Nor-
 menkonfliktpotential* bei Auseinanderfallen von Sitz bzw. Inkorporation und
 Kotierung auszumachen. Da das FinfraG sich für anwendbar erklären kann,
 wenn die Zielgesellschaft ihren statutarischen Sitz im Ausland hat, drohen un-
 ter der geltenden Ordnung negative Normenkonflikte insbesondere, wenn der
 statutarische Sitz *in der Schweiz* gelegen ist, die Aktien aber ausschliesslich im
Ausland kotiert sind. Wenn das Recht am Kotierungsort in solchen Fällen keine
 anlegerschutzäquivalenten Übernahmeregeln kennt oder diese sich nicht an-
 wendungsinteressiert zeigen, so resultiert ein Normenmangel.

²²⁸⁰ Siehe MEIER N., Eingriffsnormen, 50.

²²⁸¹ Was schon das Grundproblem des «Tag Heuer»-Falles war, dazu [N 639 ff.](#); sodann war
 diese Problematik früher etwa im Bezug zu Liechtenstein gegeben, siehe Empfehlung
 0151/01 der UEK vom 10.2.2003 i. S. Hilti AG, E. 1; RÜEDI, 133; WEBER P./STANCHIERI, 223.

²²⁸² RÜEDI, 133.

²²⁸³ RÜEDI, 134; dass sich diese Problematik international tatsächlich ergeben kann, zeigte sich
 bei der Übernahme der Ottoman Bank (die in Grossbritannien inkorporiert war, aber ihre
 faktische Tätigkeit in Australien ausübte, weshalb sich beide Übernahmekommissionen für
 unzuständig erklärten); siehe SCHNYDER, Grenzüberschreitende Übernahmen, 657.

- 1330 Erstaunlicherweise kann diese Problematik gerade im *euointernationalen Bezug* auftreten.²²⁸⁴ Bei Drittstaatenkonstellationen überlässt die ÜRL es den Mitgliedstaaten, unter welchen Voraussetzungen sie ihr Übernahmerecht für anwendbar erklären.²²⁸⁵ Wenn nun eine Rechtsordnung – so das deutsche WpÜG – bei Drittstaatenkonstellationen mit der Anwendung zurückhaltend ist, so erklärt sie sich trotz der inländischen Kotierung bei einem Sitz in einem Drittstaat nicht für anwendbar.²²⁸⁶ Die Übernahme einer Zielgesellschaft mit statutarischen Sitz in der Schweiz und einer Kotierung ausschliesslich in Deutschland fällt damit durch das Raster, indem sie keiner Aufsicht untersteht. Es resultiert eine Schutzlücke, gerade was den Anlegerschutz angeht, die als Normenmangel im vorne definierten Sinne zu qualifizieren ist. Zudem kann die fehlende Anwendbarkeit eines äquivalenten Übernahmerechts auch ein praktisches Problem für die Zielgesellschaft sein.²²⁸⁷

3. Lösungsmöglichkeiten

- 1331 Es ist zu prüfen, ob bzw. wie solche negativen Normenkonflikte durch das Schweizer Recht verhindert werden können. Eine Erfassung von ausschliesslich im Ausland kotierten Gesellschaften durch das FinfraG wäre nicht rundweg undenkbar, wie etwa das Beispiel des britischen City Code on Takeovers and Mergers zeigt.²²⁸⁸ Allerdings wurde der Anwendungsbereich der Übernahmeregeln des FinfraG schon ohne dies als sehr weitgehend beurteilt. Meines Erachtens würde eine *weitere Ausdehnung* die Gefahr von positiven Normenkonflikten nur noch zusätzlich erhöhen. Dass diese Konstellation nicht erfasst wird, ist m. E. auch nicht auf eine Schutzlücke im Schweizer Recht zurückzuführen: Da bei gänzlichem Fehlen einer Kotierung in der Schweiz hier auch kaum Anknüpfungspunkte für eine Aufsicht bestehen, wäre in diesen Fällen aus einer Gesamtperspektive eher eine Regulierung durch das ausländische Recht zu erwarten, insbesondere wenn die Anknüpfungssysteme international

²²⁸⁴ Siehe schon vorne [N 763](#).

²²⁸⁵ VON HEIN, Kodifikation, 558.

²²⁸⁶ § 1 Abs. 2 und 3 WpÜG und § 2 Abs. 3 und 7 WpÜG; Angerer/Weibel/Süssmann, Kommentar WpÜG-ANGERER, § 1 N 46 ff.; MüKo BGB IPR II-LEHMANN, Teil 12 N 436 ff.; Zetzsch/Lehmann, Finanzdienstleistungen-ECKERT, § 13 N 131 f.

²²⁸⁷ So WEBER P./STANCHIERI, 223, wonach schon für die Kotierung erforderlich sein kann, dass ein Recht anwendbar ist, das eine Angebotspflicht vorsieht.

²²⁸⁸ Der britische City Code on Takeovers and Mergers – das Regelungsvorbild des BEHG – ist auch auf Zielgesellschaften anwendbar, deren Beteiligungsrechte ausschliesslich im (ausereuropäischen) Ausland kotiert sind, sofern der statutarische Sitz sowie der Verwaltungssitz im Inland sind, dazu [N 728](#).

eine Tendenz in Richtung Marktanknüpfung und Massgeblichkeit der Kotierung zeigen. Die Lücke ist deshalb vielmehr in den Rechtsordnungen zu verorten, welche diese Sachverhalte trotz inländischer Kotierung nicht erfassen.²²⁸⁹ Auch wenn es sich nicht um eine Problematik des Schweizer Rechts handelt, ist trotzdem kurz zu fragen, ob das schweizerische Recht Möglichkeiten für den Umgang mit diesen Konstellationen bereitstellt, insbesondere wenn es das Ordnungsanliegen des Anlegerschutzes durchzusetzen gilt.

Auch bei negativen Normenkonflikten ist wiederum eine Vielzahl an Lösungsmöglichkeiten theoretisch denkbar: 1332

Die weitere Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln 1333 wurde soeben als Überdehnung abgelehnt. Weniger einschneidend wäre ein *Anwendungsvorbehalt für Ausnahmefälle* bzw. eine subsidiäre Anwendung des Schweizer Rechts im Sinne einer Notzuständigkeit.²²⁹⁰ Die Übernahmeregeln würden sich also nur im Falle eines drohenden Normenmangels für anwendbar erklären. Damit würde für negative Normenkonflikte die spiegelbildliche Lösung zum Anwendungsverzicht bei positiven Konflikten eingeführt. Meines Erachtens spricht nichts gegen eine Regelung, welche bei fehlender adäquater Regelung am ausländischen Kotierungsort erlaubt, das Schweizer Recht ausnahmsweise zur Anwendung zu bringen, sofern anderweitig ein enger Bezug zur Schweiz (insb. ein statutarischer Sitz in der Schweiz) gegeben ist.

Hierfür bedürfte es aber einer *gesetzlichen Grundlage*. Unter dem geltenden 1334 Recht besteht m. E. keine Grundlage hierfür. Der Wortlaut sowie die Konzeption von Art. 125 Abs. 1 und 2 FinfraG lassen kaum Raum, über den Weg der Auslegung oder der Anpassung eine solche ausnahmsweise subsidiäre Anwendung zu konstruieren. Die UEK hat sich zwar – in anderem Zusammenhang – nicht zurückhaltend gezeigt, beim Anwendungsbereich der Übernahmeregeln eine teleologische Gesetzeslücke auszumachen und das Gesetz – entgegen dem Wortlaut – auch auf Zielgesellschaften ohne kotierte Aktien anzuwenden.²²⁹¹ In diesem Sinne wäre auch hier zu fragen, ob eine planwidrige Unvollständigkeit von Art. 125 Abs. 1 FinfraG gegeben ist, indem der Gesetzgeber diese Konstellation nicht gesehen und deshalb nicht geregelt hat. Dies ist m. E. zu verneinen. Wie gezeigt hat der Gesetzgeber den Anwendungsbereich bewusst ausgedehnt und zusätzliche Konstellationen erfasst.²²⁹² Dabei wurde

²²⁸⁹ Siehe zu Lösungsvarianten aus Sicht des deutschen Rechts JOSENHANS, 341 ff.

²²⁹⁰ RÜEDI, 120 f.

²²⁹¹ Empfehlung 0188/01 der UEK vom 31.3.2004 i. S. Clair Finanz Holding AG, E. 1.2.

²²⁹² Siehe vorne [N.647](#).

aber die Voraussetzung einer Kotierung im Inland willentlich beibehalten. Dass der Gesetzgeber den ausnahmsweisen Anwendungsverzicht geschaffen hat, aber von einer Regelung der ausnahmsweisen Anwendung abgesehen hat, ist als qualifiziertes Schweigen zu werten. Für eine weitere Ausdehnung des Anwendungsbereichs über den zugrundeliegenden Sinn und Zweck der Übernahmeregeln bleibt deshalb kein Raum.

- 1335 Eine solche Regelung *de lege ferenda* wäre als Gegenstück des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG spiegelbildlich zu konzipieren.²²⁹³ Das heisst, Voraussetzungen der ausnahmsweisen Anwendung wären das Vorliegen eines negativen Normenkonflikts sowie die drohende Gefährdung des Anlegerschutzes. Als dritte Voraussetzung wäre ein enger Bezug zur Schweiz zu verlangen, wobei den Aufsichtsbehörden wiederum das entsprechende Ermessen eingeräumt werden könnte. Im Vordergrund stünden hier als Kriterien neben dem statutarischen Sitz der Zielgesellschaft sicherlich der Verwaltungssitz, aber auch die Berücksichtigung weiterer Kriterien (etwa die Zahl betroffener Anleger). Um Rechtsunsicherheit über eine unvorhersehbare Anwendung zu vermeiden, wären aber an diesen engen Bezug hohe Voraussetzungen zu stellen.
- 1336 Eine Möglichkeit zur Vermeidung von Normenmängeln könnte in der *Anwendung ausländischen Rechts* durch die eigene Aufsichtsbehörde gesehen werden.²²⁹⁴ Wenn eine ausländische Aufsichtsbehörde sich nicht für zuständig erklärt, könnte die inländische Behörde ihre Aufsicht stattdessen wahrnehmen. Sieht sie einen grösseren Bezug der Transaktion zum ausländischen Recht, so könnte sie das ausländische Recht zur Anwendung bringen. Was im Wirtschaftskollisionsrecht lange undenkbar war,²²⁹⁵ bedürfte einer grundlegenden Umstellung des Anknüpfungssystems. Zudem kommen für die vorliegend relevante Konstellation grundlegende kollisionsrechtliche Bedenken hinzu: Wenn

²²⁹³ Dies könnte *de lege ferenda* etwa in Form eines Art. 125 Abs. 2^{bis} FinfraG wie folgt aussehen: «Im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten für Beteiligungspapiere von Zielgesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ausschliesslich an einer Börse im Ausland kotiert sind, kann ausnahmsweise das Schweizer Recht zur Anwendung gebracht werden, soweit: a. kein ausländisches Recht anwendbar wäre, welches einen genügenden Schutz der Anlegerinnen und Anleger gewährleistet; und b. ein enger Bezug der Transaktion zur Schweiz gegeben ist.»

²²⁹⁴ RÜEDI, 113 ff.

²²⁹⁵ Siehe vorne [N 173 f.](#)

der ausländische Staat den Anwendungswillen des eigenen Rechts bewusst einschränkt bzw. dieses nicht anwendet, ist abzulehnen, dass die inländische Aufsichtsbehörde dieses fremde Recht stattdessen anwendet.²²⁹⁶

Weitere Konfliktlösungsansätze *de lege ferenda* würden ebenfalls einer grundlegenden Revision des gesamten einseitigen Anknüpfungssystems bedürfen. 1337 Auch negative Normenmängel könnten mittels *Multilateralisierung* der Kollisionsnormen verhindert werden,²²⁹⁷ allerdings ist eine internationale Vereinheitlichung der Kollisionsnormen nicht zu erwarten.²²⁹⁸ Weniger grundlegende Änderungen würde ein Ausbau der Koordination durch *Rechts- und Amtshilfe* bringen.²²⁹⁹

Neben diesen Möglichkeiten, welche allesamt einer Gesetzesrevision bedürften, werden unter dem geltenden Recht *praktische Lösungsmöglichkeiten* diskutiert. Im Falle eines negativen Normenkonflikts kann zur Beseitigung von Rechtsunsicherheit eine *freiwillige Unterstellung* ins Auge gefasst werden.²³⁰⁰ Eine solche wird in der Form der Referenzierung der Schweizer Übernahmeregeln (insb. der Angebotspflicht) in den Statuten, mittels vertraglicher Lösung oder durch Parteierklärung diskutiert.²³⁰¹ Vorne wurde bereits Skepsis gegenüber der Möglichkeit der freiwilligen Unterstellung geäußert.²³⁰² Während die UEK unter dem alten Recht noch Bereitschaft signalisierte, freiwillige Unterstellungen anzunehmen, wären diese Konstellationen vom geltenden Recht ohnehin erfasst. Bei der hier relevanten Konstellation des statutarischen Sitzes in der Schweiz und der Kotierung ausschliesslich im Ausland hingegen ist m. E. zu bezweifeln, dass die UEK eine freiwillige Unterstellung tatsächlich akzeptieren würde, zumal dies schon vor dem Hintergrund des Gesetzmässigkeitsprinzips heikel ist.²³⁰³ Damit wäre der Versuch einer freiwilligen Unterstellung in der Praxis mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. 1338

Aus dem Dargelegten folgt m. E., dass als Lösungsmöglichkeit *de lege ferenda* ein *Anwendungsvorbehalt im Sinne einer Notzuständigkeit* denkbar wäre. Damit könnte – ohne grundlegende Umstellung des Anknüpfungssystems und 1339

²²⁹⁶ Siehe JOSENHANS, 343 ff., wonach dies völkerrechtlich zulässig wäre, aber diverse andere Gründe dagegensprechen.

²²⁹⁷ JOSENHANS, 342.

²²⁹⁸ Siehe zu den Gründen vorne [N 200 ff.](#)

²²⁹⁹ JOSENHANS, 350.

²³⁰⁰ Dies wurde schon im «Tag Heuer»-Fall versucht, siehe vorne [N 642 ff.](#)

²³⁰¹ RÜEDI, 188; WEBER P./STANCHIERI, 224 ff.; sie dazu vorne [N 747.](#)

²³⁰² [N 745 ff.](#); siehe für eine ausführliche Auseinandersetzung RÜEDI, 181 ff.

²³⁰³ Siehe vorne [N 745 ff.](#); zweifelnd auch WEBER P./STANCHIERI, 224.

ohne übermässige weitere Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln – die Gewährleistung eines genügenden Anlegerschutzes auch im Verhältnis zu Rechtsordnungen gesichert werden, welche selbst keinen genügenden Schutz bieten, sei dies mangels Anwendbarkeit oder mangels äquivalenter Regelung. Unter dem geltenden Recht besteht kein Raum, die noch überbleibenden Konstellationen von negativen Normenkonflikten durch das FinfraG zu erfassen. Wenn auch die Gewährleistung des Anlegerschutzes darunter leidet, muss akzeptiert werden, dass auch die Durchsetzung des Anlegerschutzes mittels Übernahmeregeln eine gewisse territoriale Begrenzung kennen muss. Wie gesehen resultieren die – unter geltendem Recht noch verbleibenden – Normenmängel nur im Verhältnis zu zurückhaltenden ausländischen Rechtsordnungen und sind nicht auf eine Lücke der Schweizer Übernahmeregeln zurückzuführen. Wenn die ausländische Rechtsordnung eine Konstellation nicht regeln möchte, bliebe eine Anwendung schweizerischen Rechts nur angezeigt, wenn genügende Bezugspunkte zur Schweiz gegeben wären (die blosse Inkorporation in der Schweiz genügt hierfür m. E. noch nicht). Da unter dem geltenden Recht ohnehin nur noch einzelne Konstellationen von Normenmängeln verbleiben, ist aber keine grundlegende Problematik zu verorten.

Fünfter Teil:
Schlussbetrachtung

Einleitend wurde die Frage nach dem kollisionsrechtlichen Umgang mit der rechtsgebiets- und methodenübergreifenden Thematik der internationalen Unternehmensübernahme aufgeworfen. Auf Basis der gewonnenen Erkenntnisse ist diese Frage nun zusammenfassend zu beantworten. Dabei ist die schwierige *Ausgangslage* zu bewältigen, dass der Grossteil der Unternehmensübernahmen auf Sachverhaltsebene einen grenzüberschreitenden Bezug aufweist, während der Rechtsrahmen sich aus nationaler, kaum koordinierter Gesetzgebung zusammensetzt. Wird die internationale Übernahme aus einer kollisionsrechtlichen Gesamtperspektive betrachtet, so ist mit einem *vielschichtigen Mosaik* von berührten Rechtsgebieten, Rechtsordnungen, Methodiken, Anknüpfungsprinzipien sowie Zuständigkeiten und den daraus resultierenden Unstimmigkeiten umzugehen. 1340

Im *Grundlagenteil* der Dissertation wurde die Erkenntnis gewonnen, dass das Übernahmerecht als Querschnittsmaterie kollisionsrechtlich nur dann in seiner Gesamtheit erfasst werden kann, wenn das mehrschichtige Normengefüge aus Vertrags-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht insgesamt betrachtet wird. Dabei ist ein Methodendualismus aus traditionellem internationalem Privatrecht und Wirtschaftskollisionsrecht auszumachen. Für eine Gesamtbetrachtung sind eine kombinierte international-privatrechtliche Betrachtung des Übernahmeprivatrechts – getrennt nach den einzelnen Rechtsgebieten – und eine wirtschaftskollisionsrechtliche Betrachtung des anwendbaren Übernahmeaufsichtsrechts unerlässlich. 1341

Im *zweiten Teil* der Untersuchung wurden deshalb die privatrechtlichen Aspekte der internationalen Übernahme getrennt nach Rechtsgebieten dargestellt. Eine Betrachtung des *Übernahmevertragsstatuts* offenbart eine Dominanz der Rechtswahlfreiheit für alle vertragsrechtlichen Aspekte einer Übernahme. Wenn auch die objektive Anknüpfung in der Praxis eine Randscheinung bleibt, so besteht – aufgrund der Untauglichkeit der gesetzlichen Vermutungen – doch ein grosser Diskussionsbedarf. Meines Erachtens ist für die Bestimmung des engsten Bezugs des Übernahmevertrags aufgrund der zahlreichen Bezüge einer Übernahme zur Inkorporationsrechtsordnung der Zielgesellschaft primär diese Inkorporation zu berücksichtigen sowie – bei öffentlichen Übernahmen – der Kotierungsort. 1342

Das *Übernahmegesellschaftsstatut* hingegen ist als weitgehend starr zu beurteilen. Dem allgemeinen Grundsatz der einheitlichen Anknüpfung gesellschaftsrechtlicher Fragen am Inkorporationsort kommt auch bei Übernahmen 1343

Geltung zu und er zieht als Konsequenz mit sich, dass der Umfang des Gesellschaftsstatuts weit zu fassen ist. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht klar im Zentrum steht das *Zielgesellschaftsstatut*. Dieses ist insbesondere für die zentralen Fragen nach der Übertragung der Mitgliedschaftsrechte und den Verhaltenspflichten des Verwaltungsrats in der Übernahmesituation massgebend. Die gesetzlichen Sonderanknüpfungen des Gesellschaftsrechts greifen im Zusammenhang mit Übernahmen nur punktuell ein.

- 1344 Aus international-privatrechtlicher Sicht spielt das *Sachenrecht* bei Übernahmen nur eine marginale Rolle. In Bezug auf die zentrale Thematik der Anteilsübertragung werden sachenrechtliche Aspekte weitgehend durch das Gesellschaftsstatut verdrängt. Die Bestimmung des Sachstatuts gestaltet sich bei Übernahmen verflochten, weil die gesetzlichen Bestimmungen wenig auf den Wertpapierhandel zugeschnitten sind und sich im internationalen Wertpapierhandel juristisch komplexe Verwahrungs- und Handelssysteme herausgebildet haben.
- 1345 Allgemein kann deshalb für das *Übernahmeprivatrecht* festgehalten werden, dass dieses von der Bestimmung des *Vertrags- und Gesellschaftsstatuts* dominiert wird. Während das Vertragsrecht eine grosse Freiheit in der Rechtswahl belässt, räumt das Gesellschaftsrecht hierfür kaum Spielraum ein. Soll ein möglichst einheitliches Übernahmeprivatrechtsstatut gefunden werden, kann mittels entsprechender Rechtswahl das anwendbare Vertragsrecht mit dem (auf die Zielgesellschaft) anwendbaren Gesellschaftsrecht in Übereinstimmung gebracht werden. So können – zumindest für die privatrechtlichen Aspekte – potenzielle Normenkonflikte im Zusammenhang mit der Übernahme präventiv verhindert werden.
- 1346 Die Darstellung des *Übernahmeaufsichtsstututs* im *dritten Teil* hatte sich an Art. 125 FinfraG zu orientieren. Das Anknüpfungssystem des FinfraG sieht nach dessen Abs. 1 einen weiten Anwendungsbereich vor, der durch die Möglichkeit des Anwendungsverzichts nach Abs. 2 bei Bedarf wiederum eingeschränkt werden soll. Während der weite Anwendungsbereich negative Normenkonflikte verhindert, schafft er gleichzeitig eine Gefahr von positiven Normenkonflikten. Dieser Gefahr wiederum kann durch die Möglichkeit des – m. E. auch nur partiell möglichen – Anwendungsverzichts begegnet werden. Für das Anknüpfungsregime der Übernahmeregeln des FinfraG wurden *insgesamt Vor- und Nachteile* verortet: Als Vorteil kann neben der weitgehenden Verhinderung von Normenkonflikten angeführt werden, dass die Regelung im Zeichen der Effizienz und praktischen Klarheit steht und insgesamt den Anlegerschutz

stärkt. Nachteilig sind neben den extraterritorialen Tendenzen insbesondere Rechtsunsicherheit durch mangelnde Voraussehbarkeit und die Undurchsichtigkeit der gesetzlichen Konzeption anzuführen.

Gemäss der gesetzlichen Konzeption des *Anknüpfungssystems* wird kombiniert an den Sitz der Zielgesellschaft und deren Kotierung angeknüpft. Tatsächlich ist jedoch nur der (Haupt-)Kotierungsort ausschlaggebend. Die faktische Aufgabe des gesellschaftsrechtlichen Anknüpfungselements des Sitzes geschah ohne bewussten Wandel zu einer Marktanknüpfung und reisst eine Brücke zur international-privatrechtlichen Methodik ein. Konsequenzen sind das vermehrte Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsstatut und entsprechende Reibungsflächen. 1347

Der Mechanismus des Anwendungsverzichts wartet mit aussergewöhnlicher Einfachheit auf, erlaubt jedoch einen auf den Einzelfall zugeschnittenen Umgang mit Normenkonflikten, dessen es im Bereich des Übernahmerechts auch bedarf. Dies gelingt, ohne den Anlegerschutz zurückzustellen. Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts hebt die Einseitigkeit des Anknüpfungssystems – und die damit einhergehenden Nachteile – teilweise auf, indem dem ausländischen Recht mittelbar zur Durchsetzung verholfen wird. 1348

Das Anknüpfungssystem des FinfraG ist m. E. *wirtschaftskollisionsrechtsdogmatisch* wie folgt einzuordnen: Es ist eine Kombination aus der Massgeblichkeit von – die kollisionsrechtsmethodische Doppelnatur abbildenden – eigentlichen Anknüfungsprinzipien sowie einer Anwendungsabwägung im Konfliktfall mittels Schutzzweckvergleichs. 1349

Der *Umfang des Übernahmeaufsichtsstatuts* ist mit der Frage der Notwendigkeit der kollisionsrechtlichen Spaltung nach der Rechtsnatur der Sachnormen verbunden. Anstelle einer grundlegenden Spaltung in gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Normen wurde eine differenzierende Zwischenlösung befürwortet: Sämtliche Übernahmeregeln des FinfraG (mit der einzigen Ausnahme des Squeeze-out) sind im Ausgangspunkt nach der Regelanknüpfung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG zu berufen, d. h. auch die gesellschaftsrechtlich geprägten Normen des FinfraG. Fallen Aufsichts- und Gesellschaftsstatut auseinander, so kann der Umfang des Übernahmeaufsichtsrechts jedoch zur Normenkonfliktverhinderung im Einzelfall *dynamisch* beschränkt werden, indem mittels (*partiell*) *Anwendungsverzicht* die gesellschaftsrechtliche Dimension der Transaktion «abgespalten» und dem ausländischen Recht überlassen wird. 1350

Im Anschluss an die separate Betrachtung der Rechtsbereiche wurde in einem *vierten Teil* eine *kollisionsrechtliche Gesamtbetrachtung* vorgenommen. 1351

- 1352 Für eine Gesamtbetrachtung war zuerst das *Verhältnis des Übernahmemaufsichtsrechts und des Privatrechts* zu klären, wofür eine international-privatrechtliche Betrachtungsweise vorzunehmen ist. Die Übernahmeregeln des FinfraG wurden grundsätzlich als Eingriffsnormen qualifiziert, wobei dies bei aufsichtsrechtlichen Normen mit gesellschaftsrechtlichen Aspekten nicht vorbehaltlos gilt. Der Umfang der Anwendung von Übernahmeregeln als Eingriffsrecht ist deshalb immer konkret im Einzelfall zu bestimmen. Da die Schweizer Rechtsordnung mit dem Mechanismus des Anwendungsverzichts Bereitschaft signalisiert, die Anwendung ausländischen Übernahmerechts zu akzeptieren, dürfen m. E. die Voraussetzungen an den Eingriffsnormcharakter bei ausländischem Übernahmerecht tief angesetzt werden.
- 1353 Die Regelung der Eingriffsnormen nach Art. 18 f. IPRG belässt grosses Ermessen für den Umgang mit dem anwendbaren Übernahmemaufsichtsrecht im Einzelfall, was *Raum für wirtschaftskollisionsrechtliche Überlegungen* belässt. Kollidieren mehrere Übernahmemaufsichtsrechte, so lassen sich die wirtschaftskollisionsrechtlichen Überlegungen auf der Ebene der Eingriffsnormenkonkurrenz nach dem IPRG anwenden. Auch der Mechanismus des Anwendungsverzichts lässt sich über Art. 18 und 19 IPRG handhaben. Und bei der Bestimmung des Umfangs des Eingriffs und seiner Rechtsfolgen sowie des Verhältnisses von Aufsichts- und Gesellschaftsrecht bei Überschneidungen ist ebenfalls im Einzelfall genügend Ermessen auszumachen.
- 1354 Insgesamt kann gefolgert werden, dass sich – bei einer grosszügigen Handhabung der Anwendungsvoraussetzungen der Eingriffsnormen – das Übernahmemaufsichtsrecht über die vorhandenen Instrumente *in die Dogmatik des internationalen Privatrechts einfügen* lässt. Obschon sich das Übernahmemaufsichtsrecht bereits in der kollisionsrechtlichen Methodik grundlegend vom Übernahmeprivatrecht unterscheidet, kann festgestellt werden, dass sich die international-privatrechtliche und die wirtschaftskollisionsrechtliche Betrachtungsweise nicht gegenseitig beschränken, sondern in Übereinstimmung bringen lassen.
- 1355 Bemerkenswert ist, dass das mangels Sachrechtskoordination verschärfte *Spannungsverhältnis zwischen Zivil- und Aufsichtsrecht* auf internationaler Ebene wieder deutlich entschärft wird, weil ein erhöhtes Einzelfallermessen der Gerichte bei der Anwendung von Eingriffsnormen anzutreffen ist. Beide Regelungskomplexe warten zudem mit einer gewissen Flexibilität auf, welche das Verhältnis entspannt: Das Konzept des Anwendungsverzichts des FinfraG lässt den Aufsichtsbehörden Ermessensspielraum auch im Umgang mit kalli-

dierenden privatrechtlichen Normen, während das Eingriffsnormenkonzept des IPRG den aufsichtsrechtlichen Normen unter Einräumung eines grossen Ermessens eine Tür öffnet.

Wenn sich das Übernahmeaufsichtsrecht über die Eingriffsnormenthematik von der international-privatrechtlichen Dogmatik erfassen lässt, kann in der Konsequenz ein *methodischer Vorrang* des internationalen Privatrechts bejaht werden. Für die Frage nach der methodischen Vorgehensweise bei der Bestimmung des auf eine Übernahme anwendbaren Rechts ist deshalb folgendes Fazit zu ziehen: Es ist in einem ersten Schritt *methodendualistisch* sowohl eine international-privatrechtliche als auch eine wirtschaftskollisionsrechtliche Vorgehensweise zu wählen, um das anwendbare Privat- und Aufsichtsrecht zu bestimmen. In einem zweiten Schritt ist dann mit der resultierenden kumulativen Anwendbarkeit und dem Zusammenspiel umzugehen. Hierfür ist eine international-privatrechtliche Einordnung des Übernahmeaufsichtsrechts notwendig, um die Eingriffe ins Privatrecht sowie ihre Rechtsfolgen zu untersuchen. Eine Grenzziehung zwischen den verschiedenen Regelungsbereichen ist abstrakt nicht eindeutig möglich, sondern nur im Rahmen einer sachverhaltsbezogenen Einzelfallbetrachtung, da sie von den kollidierenden Rechtsordnungen und der Wahl der Transaktionsstruktur abhängt. 1356

Obwohl die Anknüpfungen in den verschiedenen Rechtsgebieten von grundlegend unterschiedlichen *Prinzipien* durchdrungen sind, wurde überraschenderweise festgestellt, dass das Kriterium der *Inkorporation* sowohl im Vertrags-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht zumindest mitbestimmend ist. Sodann wurde die herausragende *Rolle der Zielgesellschaft* für die kollisionsrechtliche Betrachtung der Übernahme ausgemacht, welche in allen drei Rechtsgebieten im Vordergrund steht. 1357

Wenn insgesamt *Inkorporation* und *Kotierungsort* der Zielgesellschaft als prägende Kriterien der öffentlichen Übernahme verortet wurden, überrascht es auch nicht, dass der Unterscheidung, ob Inkorporations- und Kotierungsort übereinstimmen oder auseinanderfallen, eine *elementare Rolle* zugewiesen wird. Sofern diese zusammenfallen, ist ein insgesamt prägendes Statut im Sinne eines *eigentlichen Übernahmestatus* zu finden. 1358

Da aus Sicht des Schweizer Rechts sowie der europäischen Rechtsordnungen für die Bestimmung des anwendbaren Rechts die Zielgesellschaften bzw. ihre Inkorporation und Kotierung im Zentrum stehen, dominieren diese Elemente auch die dargestellten *Konstellationen*. Während bei der Anknüpfung anderer Rechtsordnungen auch die Anbieterin bzw. die Aktionäre relevant sein können, 1359

spielen deren Bezugspunkte aus einer schweizerischen Perspektive höchstens eine Nebenrolle (und ihre Anwendbarkeit kann weitgehend mittels praktischer Massnahmen wie Angebotsrestriktionen verhindert werden).

- 1360 Für gewisse *Konstellationen* von Inkorporation und Kotierung der Zielgesellschaft liessen sich Erkenntnisse für eine Gesamtbetrachtung finden, während andere das Schicksal der Einzelbetrachtung trifft:
- 1361 Bei einer *Übereinstimmung* von Inkorporations- und Kotierungsort lässt sich ein eigentliches Übernahmestatut bzw. ein *Übernahmegesamtstatut* finden, welches die Übernahme als Ganzes prägt und alle wesentlichen Aspekte regelt. Mit einer entsprechenden Rechtswahl lässt sich ein Gleichlauf von anwendbarem Vertrags-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht erzielen.
- 1362 Bei den Konstellationen, in denen Inkorporation und Kotierung *auseinanderfallen*, ist die sachverhaltsbezogene Einzelfallbetrachtung unumgänglich, da aus Sicht des Schweizer Rechts der Umfang des Übernahmearaufsichtsrechts dynamisch ist und erst die konkrete Betrachtung der ausländischen Rechtsordnung die Anwendung des inländischen Rechts beeinflusst. Es lässt sich kein die Übernahme insgesamt klar prägendes Recht finden. Hier ergibt sich die ganze dargelegte Spaltungs- und Normenkonfliktproblematik durch das Auseinanderfallen von Gesellschafts- und Übernahmearaufsichtsrecht.
- 1363 Bei *Mehrfachkotierungen* ist zentrales Kriterium, ob in einem Staat gleichzeitig sowohl der Kotierungsort *als auch* die Inkorporation gegeben sind. Falls ja, ist – soweit dies unter Zuhilfenahme der in den verschiedenen Rechtsordnungen bestehenden Mechanismen möglich ist – dem Aufsichtsrecht dieses Staates der Vortritt zu gewähren. Dies setzt voraus, dass das «inkorporationsfremde» Aufsichtsrecht die umfassende Regelung durch das Recht am Inkorporationsort als sachlich «richtiges» Hauptstatut anerkennt. Für das Schweizer Recht ist dies über den Mechanismus des Anwendungsverzichts möglich. Mit diesem wird auch die einseitige Anknüpfungsoptik des FinfraG korrigiert, welches keine grundsätzliche Anerkennung der ausländischen Aufsicht auch bei Inkorporation und Kotierung im selben Staat kennt.
- 1364 Eher überraschend wurde insgesamt bei der Übernahme ein beachtlicher Frei-
raum ausgemacht, das anwendbare Recht zu beeinflussen. Während eine eigentliche *Rechtswahlfreiheit* nur im Vertragsrecht gegeben ist, kann sie in den weiteren Gebieten zumindest in einer gewissen Form erkannt werden. Wahlfreiheit eröffnet die Möglichkeit der Abstimmung des anwendbaren Rechts, um rechtsgebietsübergreifend ein einheitliches Recht berufen zu können.

Schliesslich waren Lösungsansätze für den Umgang mit Normenkonflikten zu suchen. Für den Umgang mit *positiven Normenkonflikte* wurden für den Bereich des Übernahmerechts im geltenden Recht mehrere Lösungsansätze gefunden. Ausgangspunkt und Hauptinstrument stellt der Mechanismus des Anwendungsverzichts nach FinfraG dar, womit sich bereits ein Grossteil der möglichen Konstellationen von positiven Normenkonflikten sowohl zwischen mehreren Übernahmeaufsichtsrechten als auch im Verhältnis zum Privatrecht lösen lassen. Für die verbleibenden Konstellationen sind die weiteren Instrumente beizuziehen: Mittels Gestaltung der Rechtswahl kann das Verhältnis von Aufsichtsrecht und Privatrecht sowie zwischen mehreren Privatrechtsgebieten entschärft werden. Andererseits können mittels praktischer Lösungsansätze wie Angebotsrestriktionen und parallelen Angeboten Konflikte im transatlantischen Bezug vermieden werden, während für punktuelle Unstimmigkeiten und Widersprüche die im Übernahmerecht teils bewusst eingeräumte Flexibilität genutzt werden kann. Schliesslich erlauben die Anpassung und die Ausstrahlungstheorie, Unebenheiten zwischen dem anwendbaren Privat- und Aufsichtsrecht zu glätten, insbesondere bei Pflichtenkollisionen. Positive Normenkonflikte, für welche ein entsprechender Lösungsansatz gänzlich fehlt, sind deshalb die Ausnahme. Grösster Konfliktherd dürfte die – ausführlich dargestellte – Problematik des Verhältnisses von Gesellschafts- und Übernahmeaufsichtsrecht darstellen. Wenn auch gewiss juristisch elegantere Lösungen denkbar wären, wurde insgesamt – bei entsprechender *Auslegung* – ein ausreichendes *Instrumentarium an Konfliktlösungsansätzen* gefunden, um der erhöhten Gefahr von Normenkonflikten bei internationalen Unternehmensübernahmen zu begegnen.

Negative Normenkonflikte sind seit der Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Übernahmeregeln keine zentrale Problematik des Schweizer Rechts mehr. Einzelne Konstellationen verbleiben zwar, sind aber auf Lücken in den ausländischen Rechtsordnungen zurückzuführen und insofern keine Problematik des Schweizer Rechts. Da unter dem geltenden Recht keine geeignete Lösungsmöglichkeit auszumachen ist, um diese Konstellationen durch das FinfraG zu erfassen, wäre m. E. als Lösungsmöglichkeit *de lege ferenda* ein Anwendungsvorbehalt im Sinne einer Notzuständigkeit denkbar.

Die Lehre hat eingehend nach einem *einzigem, richtigem Anknüpfungskriterium* für das Übernahmerecht gesucht, mit welchem eine kumulative Anwendung verschiedener Rechtsordnungen für Übernahmen gänzlich vermieden werden kann. Dieses Unterfangen ist jedoch vergeblich, sofern nicht durch internationale Koordination eine einheitliche Anknüpfung herbeigeführt werden kann. Eine solche wiederum ist jedoch weder aktuell gegeben, noch kann sie erwar-

tet werden, zumal selbst innerhalb der Europäischen Union ein jahrelanges Ringen nicht zu einer eigentlichen (Sachrechts-)Koordination führte. Wenn auch das System nach der ÜRL (grundlegende Spaltung des Verfahrens in gesellschaftsrechtliche Aspekte nach dem Inkorporationsrecht und kapitalmarktrechtliche Aspekte nach dem Recht am Kotierungsort) in der Theorie zu überzeugen vermag, bedürfte dies für die Schweiz einer tiefgreifenden Systemumstellung und es blieben die tiefen Gräben im transatlantischen Bezug. Ein einziges richtiges Anknüpfungskriterium ist vor diesem Hintergrund gar nicht zu suchen, sondern es gilt diese Gegebenheiten zu bewältigen.

- 1368 *Mangels internationaler Koordination* ist erstens mit international nicht vereinheitlichten Anknüpfungsprinzipien umzugehen und zweitens mit einem einseitigen, nicht verweisenden Anknüpfungssystem. Mit der Möglichkeit des Anwendungsverzichts nach Art. 125 Abs. 2 FinfraG wurde ein Mechanismus gefunden, der – bei entsprechender Auslegung – einen Grossteil der Konflikte abfedern kann. Die Möglichkeit des Anwendungsverzichts relativiert die Einseitigkeit der Anknüpfung, indem durch Nichtanwendung des eigenen Rechts zugunsten eines fremden Rechts eine mittelbare Allseitigkeit geschaffen wird.
- 1369 Über ein *wirtschaftskollisionsrechtliches Verständnis* ist dem Anknüpfungssystem des FinfraG der Ansatz zugrunde zu legen, dass zuerst der Anwendungswille des eigenen Rechts geprüft wird, indem der engste Bezug der Übernahme unter kombinierter Betrachtung von Inkorporations- und Kotierungsort gesucht, und anschliessend – über das Institut des Anwendungsverzichts – die Anwendung flexibilisiert wird, indem sie mittels (Anleger-)Schutzzweckvergleichs und Äquivalenzansatzes gegenüber der Anwendung kollidierender Normengefüge abgewogen wird.
- 1370 Nach vorliegend vertretenem Verständnis kann dem – eigentlich einseitigen – Anknüpfungssystem des FinfraG mithilfe des Mechanismus des Anwendungsverzichts eine *allseitige Optik* aufgesetzt werden: Entsprechend dieser Lesart sind sowohl der statutarische Sitz der Zielgesellschaft als auch ihr *Kotierungsort* zu berücksichtigen – wie dies theoretisch (aber nicht tatsächlich) auch gemäss gesetzlicher Konzeption der Fall wäre. Im Unterschied zu dieser ist die Anknüpfung aber *allseitig*, d. h. auch bei einem Verweis von Inkorporation oder Kotierungsort ins Ausland, zu beachten. Sind sowohl Inkorporation als auch Kotierungsort in der Schweiz zu lokalisieren, so ist vollumfänglich Schweizer Recht anzuwenden. Wenn hingegen Inkorporation und Kotierung beide ins Ausland verweisen, ist dem ausländischen Recht (auch bei zusätzlicher Kotierung in der Schweiz) mittels Anwendungsverzicht zum Durchbruch zu verhelfen. Fallen Inkorporations- und Kotierungsort hingegen *auseinander*, so

schlägt der Verweis auf eine einzige Rechtsordnung fehl. Im Grundsatz ist das Übernahmeaufsichtsrecht nach dem Kotierungsort zu richten, während das reine Gesellschaftsrecht des Inkorporationsorts zur Anwendung kommt (den resultierenden Normenkonflikten ist mit den beschriebenen Lösungsansätzen zu begegnen). Bei *Mehrfachkotierungen* (ohne gleichzeitige Inkorporation in einem dieser Staaten) muss im Rahmen der Prüfung des Anwendungsverzichts der engste Bezug im Sinne einer Gesamtbetrachtung gesucht werden. Je nach Verweis des engsten Bezugs sind die Regeln des FinfraG anzuwenden oder es ist ein Anwendungsverzicht vorzunehmen.

Die Berücksichtigung von sowohl Inkorporation als auch Kotierung in einer Gesamtwürdigung bei der Anknüpfung kann als Konkretisierung des engsten Zusammenhangs gesehen werden. Das *Prinzip des engsten Zusammenhangs* ist in der vorliegenden Untersuchung in verschiedenen Ausprägungen aufgetaucht: Es ist in erster Linie allgemein im internationalen Privatrecht sowie im Besonderen beim Übernahmevertragsstatut anzutreffen. Daneben wurde es aber auch in der gesetzlichen Konzeption der Anknüpfung von Art. 125 Abs. 1 FinfraG gefunden. Beim Anwendungsverzicht und der damit verbundenen Abwägung zwischen mehreren anwendbaren Übernahmeaufsichtsrechtsordnungen wurde es ebenfalls als sinnvolles Kriterium qualifiziert. Schliesslich tauchte es bei der Frage nach der Durchsetzung von Übernahmeaufsichtsrecht als ausländisches Eingriffsrecht auf. Damit kommt dem Prinzip des engsten Zusammenhangs bei der Frage nach dem anwendbaren Übernahmerecht eine gewisse *rechtsgebiets- und methodenübergreifende Bedeutung* zu. 1371

Mehrfach musste das *Schicksal der sachverhaltsbezogenen Einzelfallbetrachtung* konstatiert werden. Dies ist aus verschiedenen Gründen für die vorliegende Thematik unvermeidbar: Eine Erfassung des Übernahmeaufsichtsrechts mit der international-privatrechtlichen Dogmatik muss über die Eingriffsnormen erfolgen. Deren Naturell liegt eine einzelfallbezogene Funktionsweise zugrunde. Dasselbe gilt für den Mechanismus des Anwendungsverzichts gemäss FinfraG, da es sich um einen Ausnahmeverbehalt im Einzelfall handelt. Auch das Institut der Anpassung erlaubt eine Korrektur nur ausnahmsweise und einzelfallbezogen. Damit setzen drei für die Lösung der vorliegenden Problematik zentrale Institute zwingend eine Einzelfallbetrachtung voraus. Dazu kommt, dass andere Normenkonfliktproblematiken auftauchen, je nachdem, welche konkreten Rechtsordnungen kollidieren und was die Wahl der Transaktionsstruktur ist. Vor diesem Hintergrund überrascht nicht, wenn bei generell-abstrakten Aussagen Zurückhaltung geübt werden muss. Immerhin konnten gewisse Konstellationen eruiert werden, für welche allgemeingültige Aussagen gemacht wurden. 1372

- 1373 Die vorliegend präsentierte Methodik und die dargestellten Lösungsansätze sind nur auf Grundlage einer *entsprechenden Auslegung* möglich. Schon die international-privatrechtliche Erfassung des Übernahmeaufsichtsrechts über die Eingriffsnormen bedarf einer grosszügigen Auslegung der Anwendungsvoraussetzungen von Art. 18 f. IPRG. Wenn dem Anwendungsverzicht – wie hier vertreten – eine überaus prominente Stellung bei der Normenkonfliktvermeidung zuzumessen ist, so steht dies unter der Prämisse, dass die Anwendungsverzichts-voraussetzungen entsprechend nicht zu streng gehandhabt werden. Dasselbe gilt für die Anerkennung einer Ausstrahlungswirkung und weitere dargestellte Problematiken. Die dogmatische Grundlage für die entsprechende Auslegung liefert das Institut der Anpassung.
- 1374 Da die kollisionsrechtliche Erfassung aller Aspekte einer Übernahme mit einem *vielschichtigen Mosaik* aus Rechtsgebieten, Methodiken, Anknüpfungssystemen und Zuständigkeiten umzugehen hat, ist vor diesem Hintergrund ein gewisser methodischer Zerriss unvermeidbar, sodass es ein eigentliches Übernahmekollisionsrecht nicht geben kann. Stattdessen stellt das Schweizer Recht eine Palette an international-privatrechtlichen und wirtschaftskollisionsrechtlichen Instrumenten zur Verfügung. Der Mosaikcharakter des materiellen Rechts spiegelt sich damit im Übernahmekollisionsrecht wider. Mit dem Instrumentarium des geltenden Rechts können – trotz der eminent schwierigen Ausgangslage – sowohl positive als negative Normenkonflikte weitgehend ausgeräumt werden.
- 1375 Die Schaffung eines allseitig verweisenden, international koordinierten Anknüpfungssystems wäre zwar in der Theorie wünschenswert, ist aber nicht zu erwarten. Eine *künftige Schweizer Regelung* vor dem Hintergrund der internationalen Gegebenheiten könnte sich jedoch an folgenden Überlegungen orientieren:
- 1376 Wenn auch beim *Anknüpfungssystem* des FinfraG keine wesentlichen Mängel verortet werden müssen, läge eine bessere Abstimmung mit dem Anknüpfungssystem der ÜRL nahe. Wünschenswert wäre eine Anknüpfung der schweizerischen Normen aus einer allseitigeren Optik sowie unter feinerer Differenzierung der verschiedenen Konstellationen von Inkorporation und (Mehrfach-)Kotierung. Zwar kann über das Institut des Anwendungsverzichts auch heute ein ähnliches Ergebnis erzielt werden, eine dogmatisch saubere Lösung wäre aber vorzuziehen.
- 1377 Auch beim Verständnis des «Hauptkotierungsorts» wurde Revisionsbedarf verortet. Wenn schon die Bedeutung des Gesellschaftssitzes für das Anknüpfungssystem des FinfraG faktisch massiv zurückgestuft wurde, könnte conse-

quenterweise eine gänzliche Aufgabe des Sitzkriteriums diskutiert werden, wie sie in der Lehre bereits lange gefordert wurde. Das ist aber m. E. abzulehnen, da die Berücksichtigung des statutarischen Sitzes nach dem hier vertretenen Verständnis für die Differenzierung nach den verschiedenen Konstellationen von Sitz und Kotierung bedeutend ist. Zudem würde eine Brücke zum internationalen Privatrecht niedergerissen.

Als spiegelbildliches Pendant zum Anwendungsverzicht wäre zur Verhinderung von negativen Normenkonflikten ein Anwendungsvorbehalt im Sinne einer Auffangzuständigkeit denkbar. 1378

Schliesslich würde ein Ausbau der Amts- und Rechtshilfe eine bessere Koordination der Verfahren ermöglichen und Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Anwendungsverzicht eliminieren. 1379

Zum Schluss sei nochmals darauf hingewiesen, dass bei der Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Unternehmensübernahmen die *verschiedenen Blickwinkel* eine wichtige Rolle spielen. Die Beurteilung durch ein Zivilgericht, eine in- oder ausländische Aufsichtsbehörde sowie die Transaktionsberater offenbaren eine unterschiedliche Sicht auf eine Mischmaterie. Ein Gesamtblick ist nicht einfach zu finden, zumal sich in den verschiedenen berührten Disziplinen teilweise andere Prinzipien, Herangehensweisen und Begrifflichkeiten durchgesetzt haben. 1380

Dem vorliegenden Versuch einer Gesamtbetrachtung liegt die Hoffnung zugrunde, dass die Rechtsanwender insofern einen Blick über den Horizont des eigenen Rechtsgebiets hinaus wagen, als sie die jeweils fremde Optik zumindest in die eigenen Überlegungen mit einfliessen lassen. 1381

Abstract

Gegenstand der Dissertation ist eine umfassende Aufarbeitung der kollisionsrechtlichen Aspekte der internationalen Unternehmensübernahme. Der Autor behandelt die Frage, welches Vertrags-, Sachen-, Wertpapier-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht auf eine internationale Übernahme anwendbar ist. Diese einzelnen Rechtsgebiete werden einerseits separat aus kollisionsrechtlicher Sicht erläutert. Andererseits wird das Übernahmerecht als rechtsgebiets- und methodenübergreifende Querschnittsmaterie einer kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtung zugeführt. Dabei wird die Thematik aus Sicht des internationalen Privatrechts sowie des Wirtschaftskollisionsrecht behandelt. Das Buch stellt kollisionsrechtliche Werkzeuge zum Umgang mit positiven und negativen Normenkonflikten bei internationalen Übernahmen zur Verfügung und zeigt praktische Lösungsansätze auf.

Curriculum Vitae

Daniel Lütolf absolvierte bis 2008 das mathematisch-naturwissenschaftliche Gymnasium an der Kantonsschule im Lee in Winterthur. Anschliessend studierte er Rechtswissenschaft an der Universität Zürich bis 2013, inkl. einem Austauschsemester in Chicago. Im Anschluss an das Studium arbeitete er als Substitut bei der Anwaltskanzlei Homburger und als Auditor sowie Gerichtsschreiber am Bezirksgericht Zürich. Es folgte der Erwerb des Rechtsanwaltspatents des Kantons Zürich im Jahr 2017. In den folgenden Jahren war er Doktorand an der Universität Zürich und wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht von Prof. R. Sethe. Seit 2020 ist er als Anwalt bei Homburger tätig.

Gegenstand der Dissertation ist eine umfassende Aufarbeitung der kollisionsrechtlichen Aspekte der internationalen Unternehmensübernahme. Der Autor behandelt die Frage, welches Vertrags-, Sachen-, Wertpapier-, Gesellschafts- und Aufsichtsrecht auf eine internationale Übernahme anwendbar ist. Diese einzelnen Rechtsgebiete werden einerseits separat aus kollisionsrechtlicher Sicht erläutert. Andererseits wird das Übernahmerecht als rechtsgebiets- und methodenübergreifende Querschnittsmaterie einer kollisionsrechtlichen Gesamtbetrachtung zugeführt. Dabei wird die Thematik aus Sicht des internationalen Privatrechts sowie des Wirtschaftskollisionsrechts behandelt. Das Buch stellt kollisionsrechtliche Werkzeuge zum Umgang mit positiven und negativen Normenkonflikten bei internationalen Übernahmen zur Verfügung und zeigt praktische Lösungsansätze auf.