RECHTSANWÄLTE

SCHELLENBERG WITTMER

JUNI 2019

Newsletter

Autoren:
Dr. Martin Weber, LL.M.
Dr. Lorenzo Olgiati, LL.M.

CORPORATE / MERGERS & ACQUISITIONS

Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat – Möglichkeiten und Schranken des Informationsflusses an Grossaktionäre

Die Vertretung und Interessenwahrung von Grossaktionären im Verwaltungsrat von Schweizer Gesellschaften ist zulässig. Dem Aktionärsvertreter kommt aber innerhalb des Verwaltungsrats keine rechtliche Sonderrolle zu. Eine Weitergabe von vertraulichen Informationen vom Aktionärsvertreter an "seinen" Grossaktionär ist nur unter strengen Voraussetzungen zulässig. Dies gilt erst recht im Umfeld von Publikumsgesellschaften.

1 AUSGANGSLAGE

Aktionärsvertreter von Grossaktionären, seien dies gewichtige Aktionäre oder sogar kontrollierende Grossaktionäre, sind im Verwaltungsrat von Schweizer Gesellschaften ein häufiges Phänomen. Dies gilt sowohl für privat gehaltene als auch für Publikumsgesellschaften. Damit öffnet sich regelmässig ein **Spannungsfeld** zwischen dem Bedürfnis des Grossaktionärs nach möglichst grosser Einflussnahme und Informationsvermittlung über den Aktionärsvertreter einerseits und Geheimhaltungsinteressen und –verpflichtungen des Aktionärsvertreters bzw. der betroffenen Gesellschaft andererseits.

2 WEISUNGEN DES GROSSAKTIONÄRS

2.1 AKTIONÄRSVERTRETER ALS DIENER ZWEIER HERREN

Aktienrechtlich sind Aktionärsvertreter als "Vertreter einer juristischen Person" im Sinne von Art. 707 Abs. 3 OR zu qualifizieren. Sie sind Organpersonen der Gesellschaft mit allen Rechten und Pflichten, stehen aber zugleich in einer Sonderbeziehung zu einem Aktionär.

Als **"Diener zweier Herren"** untersteht der Aktionärsvertreter zum einen als reguläres Verwaltungsratsmitglied der verwaltungsrätlichen Treue- und Sorgfaltspflicht und hat entsprechend die Gesellschaftsinteressen zu wahren. Zum anderen ist er an die Weisungen des Grossaktionärs gebunden.

2.2 WEISUNGSBEFOLGUNG UND FAKTISCHE ORGANSTELLUNG

Der Aktionärsvertreter kann Weisungen des Grossaktionärs im Rahmen seines Ermessens immer dann befolgen, wenn dies mit dem Gesellschaftsinteresse vereinbar ist. Mit anderen Worten hat die Erfüllung seiner Pflichten gegenüber der Gesellschaft **Vorrang** vor den Interessenswahrungspflichten gegenüber dem Grossaktionär.

Befolgt der Aktionärsvertreter die Weisungen des Grossaktionärs mechanisch und regelmässig, kann dies unter Umständen zu einer **faktischen Organstellung** des weisungserteilenden Aktionärs führen. Dies hat zur Konsequenz, dass letzterer derselben aktienrechtlichen Verantwortlichkeit untersteht wie ein formell gewähltes Mitglied des Verwaltungsrats.

3 EINGESCHRÄNKTE INFORMATIONSWEITERGABE AN GROSSAKTIONÄRE

Das Bedürfnis des entsendenden Grossaktionärs nach einem möglichst weitgehenden Informationsaustausch mit "seinem" Aktionärsvertreter untersteht verschiedenen **rechtlichen Einschränkungen**:

3.1 INFORMATIONSRECHT VS. GEHEIMHALTUNGSPFLICHT

Zunächst gilt es zu beachten, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats im Rahmen ihrer aktienrechtlichen Treuepflicht grundsätzlich der **Schweige- und Geheimhaltungspflicht** unterworfen sind, welche dem Informationsanspruch des Grossaktionärs vielfach fundamental entgegensteht. Aus den einschlägigen Bestimmungen des schweizerischen Gesellschaftsrechts lässt sich kein allgemeiner Anspruch von Grossaktionären auf informationelle Bevorzugung gegenüber Kleinaktionären ableiten.

Ein Aktionärsvertreter ist aus eigenem Recht nicht befugt, vertrauliche Informationen der Gesellschaft an den Grossaktionär weiterzugeben. Hierüber hat der Gesamtverwaltungsrat zu entscheiden.

Unter die Geheimhaltungspflicht des Aktionärsvertreters fallen grundsätzlich alle Informationen der Gesellschaft, die nicht allgemein bekannt sind, namentlich, wenn deren Bekanntgabe die Gesellschaft materiell oder immateriell schädigen kann.

Die Geheimhaltungspflicht betrifft einerseits **relative Geheimnisse**, bezüglich derer die Gesellschaft selbst Geheimnisherrin ist und deshalb auch selbst über eine Entbindung bzw. (selektive) Offenlegung entscheiden kann. Sie betrifft andererseits die **absoluten Geheimnisse**, zu deren Wahrung eine gesetzliche (z.B. Bankgeheimnis) oder vertragliche Verpflichtung gegenüber Dritten (z.B. Geheimhaltungsvereinbarung) besteht. Die Gesellschaft kann nicht alleine über die Offenlegung solcher absoluten Geheimnisse entscheiden. Deren Offenlegung ohne vorgängige Zustimmung sämtlicher betroffener Parteien würde selbst bei Zustimmung des Gesamtverwaltungsrats gegen die aktienrechtliche Treuepflicht sowie gegen die betreffenden gesetzlichen oder vertraglichen Bestimmungen verstossen.

3.2 RELATIVE GLEICHBEHANDLUNG

Der Aktionärsvertreter ist wie jedes andere Mitglied des Verwaltungsrats gehalten, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Dieser allgemeine relative Gleichbehandlungsgrundsatz gilt auch bezüglich der Weitergabe von vertraulichen Informationen an Aktionäre.

Eine **privilegierte Offenlegung** von relativen Geheimnissen nur an einzelne (Gross-)Aktionäre kann im Einzelfall aktienrechtlich gerechtfertigt sein, sofern (i) ein sachlicher Grund dafür besteht, (ii) das überwiegende Gesellschaftsinteresse dies gebietet und (iii) die Ungleichbehandlung verhältnismässig ist.

Die Stellung als Grossaktionär bzw. eine massgebliche Beteiligung an der Gesellschaft ist *per se* noch kein genügender sachlicher Grund für eine privilegierte Offenlegung vertraulicher Informationen. Der sachliche Grund für eine informationelle Bevorzugung eines Grossaktionärs muss vielmehr im **Gesellschaftsinteresse** gründen, was anhand der konkreten Umstände des jeweiligen Einzelfalls zu überprüfen ist. So kann eine informationelle Ungleichbehandlung beispielsweise in der Schlussphase der Vorbereitung einer grossen Transaktion gerechtfertigt sein, die ohne Einbezug des Grossaktionärs nicht über die Bühne gehen kann.

> "Ein Aktionärsvertreter ist aus eigenem Recht nicht befugt, vertrauliche Informationen der Gesellschaft an den Grossaktionär weiterzugeben."

Der **Grundsatz der Verhältnismässigkeit** verlangt die Ergreifung von geeigneten auf den konkreten Fall zugeschnittenen Massnahmen, wie beispielsweise die Beschränkung einer sachlich begründeten Vorabinformation und des zeitlichen Vorsprungs auf das absolut Notwendige, sowie das Einfordern von angemessenen vertraglichen Geheimhaltungsverpflichtungen. Bei Publikumsgesellschaften kommen Handelsverbote (sog. *Standstill*-Verpflichtungen) hinzu.

Absolute Geheimnisse dürfen ohne Einwilligung aller Beteiligten gar nicht offengelegt werden.

3.3 INFORMATIONSRECHT VS. KARTELLRECHT

Bei Informationsflüssen zwischen Aktionärsvertreter und Grossaktionär müssen auch etwaige **kartellrechtliche Informationsschranken** beachtet werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Grossaktionär in (aktueller oder potentieller) Konkurrenz zur Gesellschaft steht. Findet diesfalls ein Austausch von wettbewerbsrechtlich sensitiven Geschäftsinformationen statt oder werden gar Verhaltensweisen direkt oder indirekt koordiniert, kann dies als kartellrechtlich unzulässige horizontale Wettbewerbsabsprache sanktioniert werden.

Bei sich konkurrenzierenden Unternehmen ist somit eine Offenlegung von wettbewerbsrechtlich sensitiven Geschäftsinformationen, insbesondere über Preise, Preiskomponenten, Produktionsmengen, Kunden und Märkte, unbedingt zu vermeiden. Solche Informationen dürfen weder vom Aktionärsvertreter an den konkurrierenden Grossaktionär weitergeleitet werden, noch dürfen sie in entgegengesetzter Richtung vom Grossaktionär an seinen Aktionärsvertreter bzw. von diesem an den Verwaltungsrat der Gesellschaft fliessen.

4 SONDERASPEKTE BEI PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN

Publikumsgesellschaften unterliegen aus naheliegenden Gründen einer verschärften Regulierung des Informationsflusses, zumal Informationsvorteile bei kotierten Beteiligungspapieren unmittelbar ausgenützt werden können.

In Bezug auf eine privilegierte Informationsversorgung von Grossaktionären bei Publikumsgesellschaften ist somit ein **noch strengerer Massstab** anzuwenden.

4.1 KAPITALMARKTRECHTLICHE GLEICHBEHANDLUNG

Eine wesentliche Prämisse des Schweizer Kapitalmarktrechts ist die Sicherstellung eines *level playing field* für sämtliche Anleger, was insbesondere eine **informationsmässige Gleichbehandlung** der Aktionäre einer Publikumsgesellschaft voraussetzt.

Auch bei Publikumsgesellschaften gilt allerdings ein bloss relatives kapitalmarktrechtliches Gleichbehandlungsprinzip, welches die privilegierte Informationsversorgung des Grossaktionärs nicht ausschliesst, aber weiter einschränkt.

Eine informationelle Ungleichbehandlung bzw. Privilegierung eines Grossaktionärs ist somit im Einzelfall auch bei einer Publikumsgesellschaft möglich, aber nur unter Einhaltung der nachfolgend skizzierten zusätzlichen Schranken.

4.2 INFORMATIONSWEITERGABE VS. *AD HOC*-PUBLIZITÄT

Die ***Ad hoc*-Publizität** ist direkter Ausfluss des kapitalmarktrechtlichen Gleichbehandlungsprinzips und will die wahre, klare und vollständige Versorgung aller gegenwärtigen und potentiellen Marktteilnehmer mit potentiell kursrelevanten Informationen chancengleich sicherstellen. Eine selektive Versorgung von (Gross-)Aktionären mit kursrelevanten vertraulichen Tatsachen verstösst daher gegen diesen fundamentalen kapitalmarktrechtlichen Grundsatz.

Eine kapitalmarktrechtliche Ausnahme von der generellen Bekanntgabepflicht stellt der sog. **Bekanntgabeaufschub** dar: Danach kann eine Publikumsgesellschaft die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben, wenn (i) die Tatsache auf einem Plan oder Entscheid der Gesellschaft beruht, (ii) deren Verbreitung geeignet ist, die berechtigten Interessen der Gesellschaft zu beeinträchtigen und (iii) die Gesellschaft die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache sicherstellt. Diese Voraussetzungen können beispielsweise bei geplanten Kapitalerhöhungen, geplanten Übernahmen oder Verhandlungen von neuen Finanzierungen vorliegen.

> "Grossaktionäre können keinen privilegierten Informationsstatus gegenüber den anderen Aktionären beanspruchen."

Sind die Voraussetzungen für einen Bekanntgabeaufschub gegeben, dürfen kursrelevante Tatsachen grundsätzlich von der Gesellschaft (direkt oder via den Aktionärsvertreter) selektiv an einen Grossaktionär weitergeleitet werden, sofern dies auch unter aktienrechtlichen Gesichtspunkten zulässig ist (vgl. dazu vorne Ziffer 3), und wenn zudem sichergestellt ist, dass der Informationsempfänger einer strikten Geheimhaltungsverpflichtung und einem Handelsverbot untersteht.

4.3 INFORMATIONSWEITERGABE VS. INSIDERAUFSICHTSRECHT

Gemäss Art. 142 Abs. 1 lit. b Finanzmarktinfrastrukturgesetz stellt bereits die (blosse) **Mitteilung bzw. Offenlegung** von Insiderinformationen ein aufsichtsrechtlich unzulässiges Marktverhalten dar, das von der FINMA sanktioniert werden kann. Es wird oft übersehen, dass dieser aufsichtsrechtliche Insidertatbestand nicht nur für Banken oder andere der Aufsicht der FINMA unterstehende Finanzdienstleister gilt, sondern gleichermassen von sämtlichen Schweizer Publikumsgesellschaften zu beachten ist.

> "Auch bei Publikumsgesellschaften ist die privilegierte Informationsversorgung des Grossaktionärs nicht komplett ausgeschlossen, aber weiter einschränkt."

Für die Erfüllung des aufsichtsrechtlichen Insider-Tatbestandes ist blosses Wissen-Müssen (etwa des mitteilenden Aktionärsvertreters) ausreichend, dass es sich im konkreten Fall um eine potentiell kursrelevante Insiderinformation handelt; die Verschaffung eines Vermögensvorteils wird ebenso wenig vorausgesetzt wie ein individuelles Verschulden. Damit ist im Grundsatz **jede Weitergabe** von Insiderinformationen verboten, insbesondere auch an einen Grossaktionär.

In der *Safe Harbor*-Bestimmung von Art. 128 Finanzmarktinfrastrukturverordnung findet sich eine (abschliessende) Aufzählung von **Ausnahmen** vom Mitteilungsverbot für Insiderinformationen; d.h. eine von dieser Bestimmung abgedeckte Informationsweitergabe darf aufsichtsrechtlich (und auch strafrechtlich) nicht als Insiderverstoss geahndet werden. Dies ist insbesondere der Fall, wenn

- die Informationsempfängerin zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist; oder
- wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist.

Es gibt leider bis jetzt keine verlässlichen Erläuterungen des Regulators zu diesen wichtigen *Safe Harbor*-Ausnahmen, was angesichts von deren grossen Tragweite sehr zu bedauern ist. Ebenso wenig besteht eine konkretisierende veröffentlichte Praxis oder ein FAQ-Katalog. Es ist daher in jedem Einzelfall sorgfältig zu prüfen, ob eine beabsichtigte Weitergabe von kurssensitiven Informationen unter diesen Ausnahmekatalog fällt oder vielmehr zu unterlassen ist.

4.4 INFORMATIONSWEITERGABE VS. INSIDERSTRAFRECHT

Eine Offenlegung von Insiderinformationen ist unter gewissen Voraussetzungen nicht nur aufsichtsrechtlich unzulässig, sondern zudem auch **strafbar**. Eine strafrechtliche Sanktionierung setzt aber voraus, dass (i) durch die Weitergabe einer kursrelevanten Tatsache ein Vermögensvorteil erzielt wird bzw. beabsichtigt ist, und (ii) dass dem Handelnden subjektiv ein Vorsatz zur Last gelegt werden kann.

Als sog. **Primärinsider** im Sinne der Strafbestimmung qualifizieren zunächst die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung einer Publikumsgesellschaft, und damit insbesondere der Aktionärsvertreter eines Grossaktionärs im Verwaltungsrat. Die Informationsemp-

fänger beim Grossaktionär qualifizieren grundsätzlich als sog. **Tippnehmer** (Sekundärinsider) und unterstehen ebenfalls den strafrechtlichen Insiderbestimmungen.

5 FAZIT

Grossaktionäre einer Schweizer Gesellschaft können keinen gegenüber den anderen Aktionären privilegierten Informationsanspruch geltend machen. Ihre Vertreter im Verwaltungsrat der Gesellschaft müssen bei der Weitergabe von Informationen an "ihren" Grossaktionär stets die Grundsätze der (relativen) Gleichbehandlung sowie das Gesellschaftsinteresse beachten.

Bei Publikumsgesellschaften stehen einer Informationsweitergabe an Grossaktionäre zusätzlich die Hürden der *Ad hoc*-Publizität sowie des Insideraufsichts- und Insiderstrafrechts entgegen.

Kontakte

Der Inhalt dieses Newsletter stellt keine Rechts- oder Steuerauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihre Kontaktperson bei Schellenberg Wittmer oder an eine der folgenden Personen:

In Zürich:

Dr. Martin Weber, LL.M.

Partner
martin.weber@swlegal.ch

Dr. Lorenzo Olgiati, LL.M.

Partner
lorenzo.olgiati@swlegal.ch

In Genf:

Tarek Houdrouge, LL.M.

Partner
tarek.houdrouge@swlegal.ch

Jean Jacques Ah Choon

Partner
jeanjacques.ahchoon@swlegal.ch

SCHELLENBERG WITTMER AG / Rechtsanwälte

ZÜRICH / Löwenstrasse 19 / Postfach 2201 / 8021 Zürich / Schweiz / T +41 44 215 5252

GENF / 15bis, rue des Alpes / Postfach 2088 / 1211 Genf 1 / Schweiz / T +41 22 707 8000

SINGAPUR / Schellenberg Wittmer Pte Ltd / 6 Battery Road, #37-02 / Singapur 049909 / www.swlegal.sg

www.swlegal.ch

Dieser Newsletter ist auf unserer Website www.swlegal.ch auf Deutsch, Englisch und Französisch verfügbar.