

conformément à l'art. 211 al.1 LP appliqué par analogie (sur l'application analogique de l'art. 211 LP dans le cadre d'un concordat par abandon d'actif, cf. ATF 107 II 109 consid. 3c et les références). De ce point de vue également, les demanderesse revendiquent ainsi à tort les titres litigieux.»

3. Da den Klägerinnen mithin *ausschliesslich obligatorische Rechte aus Kauf* zustanden, waren sie mit einer entsprechenden Geldforderung in der fünften Klasse zu kollozieren.

Bemerkungen

1. Der Entscheid ist von grundlegender Tragweite für die Praxis der *Festübernahme*, wie sie bei der Emission von Aktien, Partizipationsscheinen und Obligationen durch Publikumsgesellschaften in der Schweiz üblich ist: Die neugeschaffenen Titel werden zunächst von Mittelspersonen — häufig Banken oder Bankenkonsortien — aufgrund eines Emissionsvertrages fest übernommen, mit der Verpflichtung, die Titel den bisherigen Aktionären oder sonstigen Berechtigten zu bestimmten Bedingungen zum «Bezug» anzubieten.

Die Vorteile dieses Vorgehens sind klar: Der Emittent weiss, dass seine Emission *voll plaziert* ist. Bei Kapitalerhöhungen ermöglicht dieses Verfahren der *indirekten Anbietung* zudem die Durchführung in einer einzigen Generalversammlung, da der gesetzlich verlangte Feststellungsbeschluss unmittelbar nach dem Beschluss über die Kapitalerhöhung gefasst werden kann.

2. *Funktionell* entspricht dieses Verfahren der direkten Zeichnung, und es wird dieser in der Praxis gleichgestellt. So wird etwa eine Kapitalerhöhung mittels Festübernahme und anschliessender Offerte an die bisherigen Aktionäre als eine solche mit Gewährung des Bezugsrechts behandelt und werden die Erwerber als originäre Erwerber der neugeschaffenen Aktien betrachtet.

Das Bundesgericht stellt nun klar, dass dem *rechtlich* nicht so ist: Zwischen der emittierenden Gesellschaft und dem «Zeichner» besteht kein direktes Rechtsverhältnis. Vielmehr steht der «Zeichner» in einer Rechtsbeziehung (nur) zum Institut, welches die «Zeichnungen» entgegennimmt, also regelmässig zu einer Bank. *Zeichner* im Rechtssinne ist diese *Bank*, die anschliessend die Papiere an die «Berechtigten» *verkauft*.

3. So überzeugend, ja zwingend die Argumentation des Bundesgerichts ist, so *unerwartet und unerwünscht* ist das Ergebnis:

Die fatalen Folgen eines Zusammenbruchs des Mitelmannes zeigt der Entscheid plastisch auf. Aber auch in Fällen, in denen die Emission wie geplant verläuft, wirft die Festübernahme heikle und bisher kaum beachtete Rechtsfragen auf, führt sie zu Verschiebungen in der Rechtsposition des Erwerbers, die von keiner beteiligten Partei gewollt sind:

— Bei der Festübernahme anlässlich der *Gründung* liegt eine *Simultangründung* mit anschliessendem Verkauf der Aktien vor¹ und brauchen daher die besonderen *Schutzvorkehrungen* der Sukzessivgründung *nicht eingehalten* zu werden. Dafür stehen dem Erwerber vertragsrechtliche Rechtsbehelfe gegenüber der dazwischengeschalteten Bank zu. Insbesondere kann er sich auf die Regeln über die Gewährleistung beim Kauf und auf den Schutz bei Willensmängeln berufen, was bei der echten Zeichnung nur sehr beschränkt möglich ist.

— Bei *Gründung* und *Kapitalerhöhung* liegt *keine Aktiengabe mit öffentlichem Zeichnungsangebot* im Sinne von OR 631 und 651 vor, sondern eine solche im geschlossenen Kreis, verbunden mit einem anschliessenden Verkauf. Es ist daher meines Erachtens *kein Prospekt erforderlich*, und die regelmässig als «Prospekt» bezeichnete Ankündigung muss den Erfordernissen von OR 631 bzw. 651 nicht genügen². Wird ein Prospekt ausgegeben, dann greift freilich dennoch die Prospekthaftung nach OR 752 Platz³.

¹ Ebenso *U. C. Schrafl*: Die Aktien-Emission durch Banken nach schweizerischem Recht (Diss. Bern 1939) 52 ff.

² Dies ist freilich nicht unbestritten, wie hier *Gaudenz Zindel*: Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft (Diss. Zürich 1984 = SSHW 78) 297; *A. B. Rolf*: Der Börsenprospekt (Diss. Zürich 1969) 21 und *F. Jacob*: Die Aktienemission durch Banken ... (Diss. Basel 1949, MaschSchr) 71; für das Erfordernis eines Prospekts in Fällen des indirekten öffentlichen Angebots dagegen *Siegwart*, Zürcher Kommentar Art. 652 N 3; *P. Balastier*: Die qualifizierte Kapitalerhöhung bei Aktiengesellschaften (Diss. Zürich 1953) 131 f.; *R. v. Salis*: Das autorisierte Kapital (Diss. Zürich 1937) 165 und *W. Stricker*: Aktienkapitalerhöhungen und Bezugsrechte (Diss. oec. Zürich 1955) 46. Unentschieden *Bürgi/Nordmann*: Zürcher Kommentar zu Art. 752 N 16, die offenbar weniger an die feste Übernahme von Emissionen durch Bankkonsortien denken als an Umgehungen der Publizitätsvorschriften durch mehr oder weniger dubiose «Promoters». — In der Praxis werden die Anforderungen von OR 651 — soweit ersichtlich — erfüllt.

³ Vgl. *P. Forstmoser*: Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit ... (Zürich 1978) N 635 (Neuaufgabe im Erscheinen).

— Werden Aktien — was die Regel ist — von Banken zu pari übernommen und anschliessend zu einem höheren Preis weitergegeben, dann stellt die Differenz *kein Agio* dar und unterliegt sie dessen Beschränkungen nicht.

4. Die Praxis der Festübernahme entspricht einem legitimen Bedürfnis. Sie dürfte — zumindest bei der ordentlichen und der autorisierten Kapitalerhöhung, aber auch bei der Ausgabe von Obligationen — auch künftig bei Publikumsgesellschaften die Regel sein: Zwar soll nach neuem Aktienrecht der Feststellungsbeschluss bei Kapitalerhöhungen nicht mehr in die Kompetenz der Generalversammlung, sondern in jene des Verwaltungsrates fallen. Das Verfahren der indirekten Anbietung bleibt aber weiterhin vorteilhaft, weil dabei die Vollzeichnung von Anfang an fest steht. (Auch in der deutschen Emissionspraxis ist die Festübernahme das verbreitete Verfahren, obwohl nach AktG 182 die Hauptversammlung — entsprechend künftigem schweizerischem Recht — lediglich den Erhöhungsbeschluss, nicht aber einen Feststellungsbeschluss zu fassen hat.)

Wünschbar — und wie der nun vorliegende Entscheid zeigt, erforderlich — ist es daher meines Erachtens, *im künftigen schweizerischen Aktienrecht*, das namentlich die Kapitalerhöhung sorgfältig und praxisbezogen ordnen wird, auch die *Emission mittels Einschaltung von Finanzinstituten zu regeln*. Vorzusehen wäre dabei, dass der Erwerber, der neue Aktien, Partizipationsscheine oder Obligationen über eine Mittelsperson erlangt, juristisch so zu stellen ist, wie wenn er selbst direkt gezeichnet hätte. Ein entsprechender Vorschlag — freilich beschränkt auf Aktien — ist von *Alain Hirsch* und dem Unterzeichneten in SAG 1985 S.30 zur Diskussion gestellt worden. Ein Ansatz hiezu findet sich im deutschen Recht: § 186 V AktG erklärt ausdrücklich, dass es nicht als Ausschluss des Bezugsrechts anzusehen ist, wenn neue Aktien von einem Kreditinstitut mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten. Darüber hinaus wäre eine allgemeine Gleichstellung der direkten und der indirekten Zeichnung anzustreben.

Prof. Peter Forstmoser, Zürich