

*Beiträge*

# Aktuelle Fragen im Umgang mit Grossaktionären von börsenkotierten Unternehmen

Simone Ehram<sup>[\*]</sup>Tino Gaberthüel<sup>[\*\*]</sup>

*This article deals with how listed stock corporations deal with major shareholders and the related legal and practical issues. For the purposes of this article, major shareholders are defined as shareholders who hold at least 10% of the voting rights. Neither the Swiss stock corporation law nor legal doctrine provides a uniform definition of a major shareholder. Based on the fact that [Art. 717 para. 2 of the Swiss Code of Obligations](#) establishes the principle of relative (rather than absolute) equal treatment of shareholders, the authors conclude that special treatment of a major shareholder is permissible if it is in the interests of the company, objectively justified, and proportionate. However, the question of whether a major shareholder is actually beneficial for a company cannot be answered in general terms. Each case must be carefully weighed up, taking into account the interests of both the minority shareholders and the company itself.*

## Inhaltsübersicht

- **I. Einleitung**
- **II. Ist eine Sonderbehandlung von Grossaktionären grundsätzlich zulässig?**
  1. 1. Zulässige Ungleichbehandlungen von Aktionären
  2. 2. Durchsetzung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots in der Praxis
- **III. Darf dem Grossaktionär privilegierter Zugang zu Informationen gewährt werden?**
  1. 1. Selektive Information aus aktienrechtlicher Perspektive
  2. 2. Selektive Information aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive

- **IV. Soll mit dem Grossaktionär ein Relationship Agreement abgeschlossen werden?**
  1. 1. Regelungsgegenstand
  2. 2. Gründe für den Abschluss eines Relationship Agreement
- **V. Soll dem Grossaktionär Einsitz im Verwaltungsrat gewährt werden?**
  1. 1. Umsetzung eines «Vertretungsrechts»
  2. 2. Spannungsfeld zwischen Verwaltungsratspflichten und Interessen des Grossaktionärs
  3. 3. Vor- und Nachteile eines Aktionärsvertreters im Verwaltungsrat
- **VI. Bringt der Grossaktionär Stabilität ins Aktionariat oder wirkt er als Transaktionsbeschleuniger?**
- **VII. Lohnt es sich, einen Grossaktionär zu haben?**
- **VIII. Fazit**

## I. Einleitung

Eine relativ grosse Zahl der an der SIX Swiss Exchange (SIX) kotierten Schweizer Unternehmen haben mindestens einen Aktionär mit einer Aktienbeteiligung von 10% oder mehr. Gemäss zRating Studie 2025 haben rund 55% aller Unternehmen einen Aktionär mit einer Aktienbeteiligung von mehr als 25% der Stimmrechte.<sup>[1]</sup> Wenn man bedenkt, dass lediglich rund 70% des jeweiligen Aktionariats an den diesjährigen Generalversammlungen teilgenommen haben, verfügen lediglich 45% aller Gesellschaften über keinen faktischen Mehrheitsaktionär.<sup>[2]</sup> Wenn auch keinen faktischen Mehrheitsaktionär so haben zudem rund 22% aller Unternehmen einen Aktionär mit einer Aktienbeteiligung von mindestens 10% bis 25%.<sup>[3]</sup>

Weder im Aktienrecht noch in der Lehre findet sich eine einheitliche Definition, ab welcher Beteiligungshöhe ein Aktionär einer kotierten Gesellschaft als Grossaktionär zu betrachten ist. Für Zwecke dieses Beitrags und unter Berücksichtigung, dass an den ordentlichen Generalversammlungen von kotierten Gesellschaften regelmässig ein wesentlicher Teil der Aktien nicht vertreten ist,<sup>[4]</sup> verstehen wir als Grossaktionäre jene Aktionäre, welche mindestens 10% der Stimmrechte halten.

Insbesondere bei börsenkotierten Gesellschaften stellt sich in der Praxis regelmässig ein diverser

Strauss an Fragen bezüglich des Umgangs mit einem Grossaktionär, welchen sich dieser Artikel widmet. Dabei geht es um Themen wie die generelle Frage der Zulässigkeit einer Sonderbehandlung eines Grossaktionärs (Ziff. II) oder konkret um die privilegierte Weitergabe von Informationen an einen Grossaktionär (Ziff. III), den Abschluss und Inhalt eines Relationship Agreement mit einem Grossaktionär (Ziff. IV) oder die Einsitznahme eines Grossaktionärs im Verwaltungsrat (Ziff. V). Sodann stellt sich für die Gesellschaften bzw. deren Verwaltungsräte

die Frage, ob ein Grossaktionär tatsächlich Stabilität ins Aktionariat bringt (Ziff. VI) und es sich deshalb lohnt, einen Grossaktionär an Bord zu holen (Ziff. VII).

## II. Ist eine Sonderbehandlung von Grossaktionären grundsätzlich zulässig?

**Art. 717 Abs. 2 OR** verpflichtet die Mitglieder des Verwaltungsrats und mit der Geschäftsführung befasste Dritte, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Obwohl **Art. 717 Abs. 2 OR** die «*Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung befasst sind*» in die Pflicht nimmt, richtet sich die Bestimmung nach allgemeiner Auffassung in erster Linie an den Verwaltungsrat als Organ und die übrigen geschäftsführenden Organe, wie insbesondere die Geschäftsleitung.<sup>[5]</sup>

In der Praxis zeigt sich insbesondere bei Gesellschaften mit einem Grossaktionär häufig das Bedürfnis, vom Grundsatz der Gleichbehandlung abzuweichen und dem Grossaktionär eine privilegierte Stellung einzuräumen. Daraus ergibt sich die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen eine solche Ungleichbehandlung zulässig ist.

### 1. Zulässige Ungleichbehandlungen von Aktionären

Bereits der Wortlaut des Gesetzes lässt erkennen, dass eine Ungleichbehandlung der Aktionäre grundsätzlich möglich ist, sofern tatsächlich unterschiedliche Voraussetzungen vorliegen. Es gilt m.a.W. der Grundsatz der *relativen* (und nicht der absoluten) Gleichbehandlung. Das Bundesgericht hat dementsprechend schon früh klargestellt, dass die Gesellschaftsorgane ihre Aktionäre nur so weit gleich behandeln müssen, «*als nicht Abweichungen im Interesse der Gesamtheit der Gesellschafter unumgänglich notwendig sind*».<sup>[6]</sup>

Abweichungen vom Grundsatz der Gleichbehandlung können entsprechend zulässig und gegebenenfalls sogar geboten sein. In der Lehre besteht Einigkeit darüber, dass eine Ungleichbehandlung unter den nachfolgenden Voraussetzungen zulässig ist:<sup>[7]</sup>

- *Gesellschaftsinteresse*: Die Ungleichbehandlung muss für die Wahrung der Interessen der Gesellschaft notwendig sein.<sup>[8]</sup>
- *Sachlicher Grund*: Für die Ungleichbehandlung muss ein sachlicher Grund vorliegen.
- *Verhältnismässigkeit*: Die Ungleichbehandlung darf nicht unverhältnismässig sein.<sup>[9]</sup> Das Gebot der Verhältnismässigkeit setzt voraus, dass die Ungleichbehandlung geeignet ist, das Gesellschaftsinteresse zu fördern, dass sie weiter erforderlich im Sinne des mildesten Mittels ist und schliesslich dass die Ungleichbehandlung für die benachteiligten Aktionäre zumutbar ist (sog. Übermassverbot).<sup>[10]</sup>

In Bezug auf eine Ungleichbehandlung von Gross- und Kleinaktionären dient regelmässig die unterschiedliche Kapitalbeteiligung als sachliches Differenzierungskriterium.<sup>[11]</sup> Ob eine Ungleichbehandlung von Gross- und Kleinaktionären im Interesse der Gesellschaft liegt und verhältnismässig ist, ist jeweils im Einzelfall und anhand der konkreten Umstände zu prüfen.<sup>[12]</sup>

## 2. Durchsetzung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots in der Praxis

Fraglich ist, ob und wie Aktionäre gegen eine unzulässige Ungleichbehandlung vorgehen können. Verwaltungsratsbeschlüsse sind nach ständiger Rechtsprechung des Bundesgerichts nicht anfechtbar,<sup>[13]</sup> und Nichtigkeit i.S.v. Art. 714 OR wird in der Praxis äusserst selten bejaht.<sup>[14]</sup> Entsprechend sind betroffene Aktionäre auf andere Rechtsbehelfe angewiesen, wenn sie gegen eine unzulässige Ungleichbehandlung eines Grossaktionärs vorgehen wollen.

Im Vordergrund steht dabei die Verantwortlichkeitsklage gemäss Art. 754 OR (allenfalls nach Durchführung einer Sonderuntersuchung). Regelmässig wird der ungleich behandelte Aktionär einen direkten Schaden geltend machen, wobei die unzulässige Ungleichbehandlung selbst die Pflichtverletzung bildet.<sup>[15]</sup> Denkbar ist aber auch eine Rückerstattungsklage durch die Gesellschaft (oder einen Aktionär mittels *actio pro socio*), wenn die Ungleichbehandlung zu einer ungerechtfertigten Gewinnverschiebung an einen Grossaktionär oder eine nahestehende Person geführt hat.<sup>[16]</sup>

Trotz dieser Möglichkeiten bleibt die Sanktionierung von Verletzungen des Gleichbehandlungsgebots in der Praxis schwierig. Eine direkte Korrektur wird in den meisten Fällen nur dann erfolgreich sein, wenn die Ungleichbehandlung einen Straftatbestand erfüllt oder in einen Generalversammlungsbeschluss mündet, der nach Art. 706 OR angefochten werden kann.<sup>[17]</sup> In den übrigen Fällen hängt die Durchsetzung vom Engagement der benachteiligten (Minderheits-)Aktionäre ab und ist mit prozessualen Unsicherheiten verbunden.<sup>[18]</sup>

## III. Darf dem Grossaktionär privilegierter Zugang zu Informationen gewährt werden?

In der Praxis stellt sich in verschiedenen Konstellationen immer wieder die Frage, ob eine privilegierte Informationsversorgung eines Grossaktionärs zulässig ist.<sup>[19]</sup> Insbesondere im Rahmen grösserer M&A-Transaktionen möchte der Verwaltungsrat den Grossaktionär oftmals frühzeitig einbinden. Konkret ist fraglich, ob eine solche frühzeitige selektive Information im Lichte der Gleichbehandlungspflicht sowie – bei kotierten Gesellschaften – der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zulässig ist.

### 1. Selektive Information aus aktienrechtlicher Perspektive

Vorbemerkend ist festzuhalten, dass es vorliegend um die Frage der Zulässigkeit von *freiwillig und direkt* an den Grossaktionär erteilten Informationen durch die Gesellschaft geht; d.h., es

geht nicht um Fälle, bei welchen die Gesellschaft einem Aktionär Auskunft gibt bzw. Einsicht gewährt, nachdem der Aktionär seine aktienrechtlichen Informations- und Auskunftsrechte gemäss Art. 697 ff. OR geltend gemacht hat. Es geht vorliegend ebenfalls nicht um die allgemein als zulässig erachtete Verdichtung bzw. Vertiefung von öffentlich zugänglichen Informationen.<sup>[20]</sup>

Ausgehend vom allgemeinen aktienrechtlichen Grundsatz der relativen Gleichbehandlung<sup>[21]</sup> ist mit der heute herrschenden Lehre davon auszugehen, dass die informationelle Ungleichbehandlung bzw. Privilegierung von Grossaktionären im Rahmen einer M&A-Transaktion unter folgenden Voraussetzungen zulässig ist:<sup>[22]</sup>

---

SZW-RSDA 2/2026 | S. 89-99

92

---

1. (a)

*Gesellschaftsinteresse*

Die selektive Weitergabe von Informationen an den Grossaktionär muss im Interesse der Gesellschaft liegen bzw. aus Sicht des Gesellschaftsinteresses angezeigt oder geboten sein. Bei M&A-Transaktionen, bei denen der Verwaltungsrat eine frühzeitige Information des Grossaktionärs in Betracht zieht, dürfte dieses Interesse regelmässig gegeben sein. Insbesondere wenn das Gelingen einer Transaktion wesentlich vom Beitrag des Grossaktionärs abhängt – etwa von seiner Zustimmung zu einer Kapitalerhöhung oder seiner Bereitschaft zum Verkauf seiner Beteiligung an einen Bieter – erweist sich eine frühzeitige und privilegierte Einbindung als gerechtfertigt. Würde der Verwaltungsrat von einer solchen absehen, würde er Gefahr laufen, eine Transaktion anzukündigen, die von Beginn an potenziell zum Scheitern verurteilt ist oder deren Erfolgchancen zumindest unsicherer sind.

2. (b)

*Sachlicher Grund*

Die selektive Informationsweitergabe muss sich weiter auf einen sachlichen Grund stützen, d.h., die Differenzierung ist in einer für Dritte nachvollziehbaren Weise vorzunehmen.<sup>[23]</sup> Die Grösse der Beteiligung eines Aktionärs rechtfertigt nach allgemeiner Auffassung für sich allein noch keine privilegierte Informationserteilung.<sup>[24]</sup>

Im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion können verschiedene sachliche Gründe eine selektive Information rechtfertigen. Ein solcher Grund kann etwa in der Sicherstellung der Zustimmung zu den für die Transaktion erforderlichen Beschlüssen der Generalversammlung liegen. Ebenso kann es im Interesse der Gesellschaft sein, wenn der Grossaktionär zusätzliche Mittel für die Finanzierung bereitstellt oder durch sein längerfristiges Commitment Stabilität im Aktionariat schafft, die nachhaltige strategische Ausrichtung unterstützt und gegebenenfalls mit weiteren Mitteln fördert.<sup>[25]</sup> Ein weiteres Beispiel für einen sachlichen Grund stellt die gezielte Information bestehender Aktionäre

dar, die als potenzielle Erwerber grösserer Beteiligungen im Rahmen einer Sekundär- oder gemischten Platzierung in Frage kommen.<sup>[26]</sup>

### 3. (c)

#### *Keine Schädigung übriger Aktionäre*

Will eine Gesellschaft einem Grossaktionär ein Informationsprivileg gewähren, so muss sie die Grundsätze der Verhältnismässigkeit wahren und insbesondere das aktienrechtliche Gebot der schonenden Rechtsanwendung beachten.<sup>[27]</sup> Der zeitliche Vorsprung gegenüber den übrigen Aktionären ist in diesem Sinne auf das absolut Notwendige zu beschränken.<sup>[28]</sup> Die Grenze der Zulässigkeit selektiver Informationsversorgung ist jedenfalls dort zu ziehen, wo die Ungleichbehandlung den übrigen Aktionären zum Nachteil gereicht oder zu deren Benachteiligung verwendet werden kann.<sup>[29]</sup> Im Einzelfall kann dies flankierende Massnahmen erforderlich machen, wie

---

SZW-RSDA 2/2026 | S. 89-99

93

---

beispielsweise vertragliche Handelsverbote bis zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der entsprechenden Information an das übrige Aktionariat.<sup>[30]</sup> Sofern dem Grossaktionär (wie in der Praxis üblich) ein Handelsverbot auferlegt wird, ist nicht ersichtlich, wie eine selektive Informationsweitergabe im Rahmen einer M&A-Transaktion für die übrigen Aktionäre nachteilig sein kann. Aus Sicht der Gesellschaft ist es allerdings ratsam, den Grossaktionär so spät wie möglich ins Boot zu holen. Ob dies am Vorabend der Ankündigung der Transaktion oder ein paar wenige Tage davor ist, hängt von den konkreten Umständen ab. Insbesondere in Situationen, in welchen sich der Verwaltungsrat vom Grossaktionär ein finanzielles oder anderes Commitment erhofft, ist dem Grossaktionär eine vernünftige Bedenkzeit einzuräumen. Ungeachtet des Zeitpunkts der Vorabinformation empfiehlt es sich, dem Grossaktionär, nebst dem Handelsverbot, eine umfassende Geheimhaltungsverpflichtung aufzuerlegen.

## 2. Selektive Information aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive

Will eine kotierte Gesellschaft ihre Grossaktionäre informationell privilegiert behandeln, muss sie neben den aktienrechtlichen Grundsätzen zusätzlich kapitalmarktrechtliche Besonderheiten beachten. Dass auch im Kapitalmarkt der Grundsatz der Gleichbehandlung herrscht, verdeutlicht bereits der Zweckartikel des FinfraG ([Art. 1 Abs. 2](#)), der die Gewährleistung der Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger zum Ziel erklärt. Ergänzend wird das Gleichbehandlungsgebot auch im Kotierungsreglement der SIX ausdrücklich festgehalten ([Art. 53 Abs. 3 KR](#)). Art. 6 der Richtlinie der SIX betreffend *Ad hoc*-Publizität hält sodann ausdrücklich fest, dass «*eine selektive Information von Marktteilnehmern gegen das Gleichbehandlungsgebot [verstösst]*».

Anders als bei **Art. 717 Abs. 2 OR** geht aus den kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen hingegen nicht explizit hervor, ob das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot absolut oder relativ gilt. In der Literatur scheint sich auch im Kapitalmarktrecht die Auffassung der *relativen* Gleichbehandlungspflicht durchgesetzt zu haben.<sup>[31]</sup> Argumentiert wird, dass die gegenteilige Auffassung mit der wirtschaftlichen Realität schlicht unvereinbar sei und dass das Kapitalmarktrecht durchaus Raum für Ungleichbehandlungen lasse.<sup>[32]</sup>

Auch wenn diesen Lehrmeinungen zu folgen ist, kann im Kapitalmarktrecht u.E. nicht in gleicher Weise von einem relativen Gleichbehandlungsgebot die Rede sein wie im Aktienrecht. Vielmehr ist das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot insofern strenger, als dass stets ein *level playing field* zwischen den Anlegern gewährleistet bleiben muss.<sup>[33]</sup> Unter Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Sonderbestimmungen (insbesondere der Regelungen zur *Ad hoc*-Publizität und des Insiderrechts<sup>[34]</sup>) ist eine informationelle Ungleichbehandlung unter gleichzeitiger Befolgung der aktienrechtlichen Voraussetzungen (dazu oben, Ziff. III.1) u.E. aber als zulässig zu erachten.<sup>[35]</sup> Zwecks Erfüllung von **Art. 54 KR** und **Art. 142 f.** sowie **Art. 154 f. FinfraG** ist darauf zu achten, die Informationsweitergabe mit einem Handelsverbot und einer Geheimhaltungspflicht des Grossaktionärs bzw. einem Hinweis auf das Verbot des Ausnützens der Informationen zu kombinieren, die bis zum Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntgabe der Information einzuhalten sind.<sup>[36]</sup>

## IV. Soll mit dem Grossaktionär ein Relationship Agreement abgeschlossen werden?

Bei Gesellschaften mit einem Grossaktionär stellt sich regelmässig die Frage, ob ein sogenanntes Relationship Agreement abgeschlossen werden soll. Darunter wird ein Vertrag zwischen der Gesellschaft und einem oder auch mehreren Aktionären verstanden, worin besondere Rechte und Pflichten des Aktionärs und der Gesellschaft geregelt werden. Insbesondere im Rahmen von IPOs, wo der Hauptaktionär auch nach dem Börsengang eine wesentliche Beteiligung an der Gesellschaft hält, oder bei grösseren Beteiligungsnahmen durch einen oder mehrere Investoren besteht ein praktisches Bedürfnis für solche Vereinbarungen.

### 1. Regelungsgegenstand

In Bezug auf den Regelungsgegenstand bestehen wesentliche Ähnlichkeiten zwischen den Relationship Agreements und den typischen Aktionärbindungsverträgen. Abreden, die in einem Relationship Agreement vereinbart werden, betreffen insbesondere den Verwaltungsrat und die Vertretung des Grossaktionärs im Verwaltungsrat, Stimmrechte und deren Ausübung an der Generalversammlung, Informationspflichten und Abreden betreffend Zu- und Abverkäufe durch den Aktionär.

Bei der Ausarbeitung eines Relationship Agreement ist stets zu bedenken, dass dessen Abschluss zur Bildung einer offenlegungsrechtlichen<sup>[37]</sup> oder angebotspflichtigen<sup>[38]</sup> Gruppe führen kann. Insbesondere Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten führen regelmässig zur Entstehung einer offenlegungsrechtlichen Gruppe.<sup>[39]</sup>

Die Bildung einer angebotspflichtigen Gruppe ist in der Praxis weniger oft ein Thema. Einerseits wird die Angebotspflicht erst ausgelöst, wenn die Beteiligung des Grossaktionärs zusammen mit dem Eigenbestand der Gesellschaft die Schwelle von einem Drittel (oder bei Gesellschaften, welche über ein Opting-up verfügen, von maximal 49%) überschreitet. Andererseits setzt die Annahme einer angebotspflichtigen Gruppe voraus, dass die Absprache im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft getroffen wurde. In diesem Zusammenhang sind vor allem Abreden betreffend die Zusammensetzung des Verwaltungsrats von Bedeutung.<sup>[40]</sup>

Obwohl bestimmte in einem Relationship Agreement getroffene Vereinbarungen das Risiko der Bildung einer offenlegungs- oder angebotspflichtigen Gruppe erhöhen können, ist für die Frage, ob tatsächlich eine Gruppe besteht, eine Gesamtwürdigung des Regelungsgegenstandes und der konkreten Umstände erforderlich. Entsprechend hat sich in der Praxis etabliert, die Frage einer angebotspflichtigen Gruppe vor Abschluss des Relationship Agreement mit der Übernahmekommission zu erörtern.<sup>[41]</sup>

## 2. Gründe für den Abschluss eines Relationship Agreement

Aus Sicht des Grossaktionärs sprechen zahlreiche Gründe für den Abschluss eines Relationship Agreement. Vor allem wenn der Aktionär die Gesellschaft nicht kontrolliert, kann er sich auf diesem Weg Rechte und Einfluss sichern, die ihm allein aufgrund seiner Beteiligung nicht oder nicht in diesem Umfang zustehen würden.

Die Gesellschaft ist dagegen beim Entscheid über den Abschluss eines Relationship Agreement nicht völlig frei. Da die Kompetenz hierfür beim Verwaltungsrat liegt, muss dieser aufgrund seiner Sorgfalts- und Treuepflicht ([Art. 717 Abs. 1 OR](#)) prüfen, ob ein solcher Vertrag im Interesse der Gesellschaft liegt. Zudem ist zu beurteilen, ob die mit einem solchen Ver-

trag einhergehende Ungleichbehandlung der Aktionäre zu rechtfertigen und zulässig ist.

Aus Sicht der Gesellschaft können insbesondere folgende Überlegungen für den Abschluss eines Relationship Agreement sprechen:<sup>[42]</sup>

- *Transparenz und Klarheit*: Ein Relationship Agreement schafft eine klare Rollenverteilung zwischen der Gesellschaft, dem Grossaktionär und den Minderheitsaktionären. Die Spielregeln der Beziehung werden verbindlich festgelegt und für den Markt transparent.

- *Sicherstellung der Unabhängigkeit und Stabilität:* Hält der Grossaktionär eine Mehrheitsbeteiligung, kann sein Einfluss durch ein Relationship Agreement gezielt begrenzt werden. Vereinbarungen über Stimmausübung, Stimmenthaltung oder Vertretung im Verwaltungsrat dienen der Wahrung der Unabhängigkeit der Gesellschaft. Darüber hinaus können Abreden zu Beteiligungsveränderungen für Stabilität im Aktionariat sorgen und Übernahmespekulationen oder -fantasien der weiteren Marktteilnehmer verhindern oder zumindest vermindern.
- *Regelung praktischer Aspekte:* Ein Relationship Agreement kann den privilegierten Zugang zu Informationen, die Informationsweitergabe durch den Vertreter des Grossaktionärs im Verwaltungsrat, die Geheimhaltung sowie den Umgang mit Insiderinformationen verbindlich festlegen und dadurch Unsicherheiten beseitigen. Sofern Gesellschaft und Grossaktionär als Gruppe im Sinne des Offenlegungsrechts gelten, ermöglicht das Relationship Agreement zudem, die Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit den offenlegungsrechtlichen Meldepflichten zu regeln und zu koordinieren.

Ob ein Relationship Agreement abgeschlossen werden soll, ist stets im Einzelfall und anhand der konkreten Umstände zu prüfen. Auch wenn die oben genannten Überlegungen für den Abschluss einer solchen Vereinbarung sprechen können, sind aus Sicht der Gesellschaft auch weitere Umstände zu würdigen. Von besonderer Bedeutung ist dabei insbesondere auch die Art des Grossaktionärs: Handelt es sich um einen langjährigen Ankeraktionär oder gar um den Gründer, erscheint die Situation für den Verwaltungsrat berechenbarer und das Bedürfnis nach einer klaren vertraglichen Vereinbarung geringer, als wenn ein bislang unbekannter Investor neu eine wesentliche Beteiligung erwirbt.

## V. Soll dem Grossaktionär Einsitz im Verwaltungsrat gewährt werden?

Insbesondere bei Gesellschaften, in denen der Grossaktionär keine Kontrolle über die Generalversammlung ausüben kann, stellt sich die Frage, ob ihm das Recht eingeräumt werden sollte, einen (oder allenfalls auch mehrere) Vertreter in den Verwaltungsrat zu entsenden. Neben der grundsätzlichen Frage der Zulässigkeit eines solchen Rechts im Hinblick auf die Pflicht zur Gleichbehandlung aller Aktionäre<sup>[43]</sup> ist dabei insbesondere zu klären, wie ein entsprechendes Recht konkret auszugestalten ist und welche Besonderheiten zu berücksichtigen sind.

### 1. Umsetzung eines «Vertretungsrechts»

Ein Recht auf eine Vertretung im Verwaltungsrat kann die Gesellschaft dem Grossaktionär weder vertraglich noch sonst wie einräumen.<sup>[44]</sup> Die Wahl des Verwaltungsrats selbst liegt nach den aktienrechtlichen Bestimmungen zwingend in der Kompetenz der Generalversammlung, bei kotierten Gesellschaften darüber hinaus auch die Wahl des Präsidenten des Verwaltungsrats (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 bzw. Art. 712 Abs. 1 OR). Die Gesellschaft kann sich lediglich verpflichten, die vom Grossaktionär nominierte(n) Person(e)n der

Generalversammlung zur Wahl vorzuschlagen. Dabei empfiehlt es sich, sowohl das Anforderungsprofil als auch den Nominierungsprozess möglichst genau zu definieren und festzulegen.<sup>[45]</sup> Insbesondere ist zu regeln, welche Kompetenzen, Expertise und Erfahrung ein zukünftiges Mitglied mitbringen sollte,<sup>[46]</sup> ob und unter welchen Voraussetzungen die Gesellschaft ein nominiertes Mitglied ablehnen kann, bis wann die No-

minierung beim Verwaltungsrat einzugehen hat, welche Informationen zum nominierten Mitglied den Aktionären zugänglich gemacht werden sollen und ob das Nominierungsrecht einmalig oder auch für zukünftige Generalversammlungen eingeräumt wird. Oft verpflichtet sich die Gesellschaft zudem ergänzend, keine Vergrösserung des Verwaltungsrats zu beantragen, weil so das Gewicht der Vertreter des Grossaktionärs verwässert werden könnte.<sup>[47]</sup>

## 2. Spannungsfeld zwischen Verwaltungsratspflichten und Interessen des Grossaktionärs

Hat der Grossaktionär ein oder mehrere Verwaltungsratsmitglieder nominiert und wurden diese von der Generalversammlung gewählt, befinden sich diese regelmässig in einem potenziellen strukturellen Interessenkonflikt. Als reguläre Verwaltungsratsmitglieder müssen sie zunächst die damit einhergehenden Pflichten beachten, worunter insbesondere auch die Sorgfalts- und Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft sowie das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot gemäss **Art. 717 Abs. 1 und Abs. 2 OR** fallen.<sup>[48]</sup> Darüber hinaus besteht für sie aber auch eine Weisungsgebundenheit gegenüber dem sie nominierenden Grossaktionär, die sich regelmässig aus einem mit diesem vorbestehenden Rechtsverhältnis, im Einzelfall aber auch erst durch eine mit der Wahlannahme begründete, auftragsähnliche Beziehung ergibt.<sup>[49]</sup>

Realisiert sich dieses latente Spannungsverhältnis in einem konkreten Fall, hat der vom Grossaktionär bestellte Verwaltungsrat die Interessen der Gesellschaft über diejenigen des Grossaktionärs zu stellen.<sup>[50]</sup> Die Weisungen des Grossaktionärs dürfen vom Verwaltungsratsmitglied aber insofern befolgt werden, als sie sich im Rahmen dessen (oft breiten) Ermessensspielraums bewegen. Im Ergebnis kann der Grossaktionär also gültige Weisungen erteilen, die aber immer dann unbeachtlich sind, wenn deren Beachtung nicht vom Gesellschaftsinteresse gedeckt ist.<sup>[51]</sup>

Die Einräumung eines Verwaltungsratssitzes an einen Grossaktionär kann damit zwar ein geeignetes Mittel zur Einbindung und Stabilisierung des Aktionariats darstellen, sie vermag aber die Pflicht des entsandten Mitglieds, die Interessen der Gesellschaft zu wahren, nicht zu relativieren. So kann es auch Situationen geben, in denen das entsandte Mitglied in den Ausstand treten muss; dies insbesondere dort, wo die Interessen der Gesellschaft und des entsendenden Aktionärs gegeneinander laufen.

Für Vertreter von Grossaktionären im Verwaltungsrat stellt sich die Frage, ob die im Verwaltungsrat erhaltenen Informationen mit dem Grossaktionär geteilt werden dürfen. Die Lehre ist sich diesbezüglich uneinig. Während einige Autoren die Meinung vertreten, die Geheimhaltungspflicht sei für Vertreter von Grossaktionären zu lockern, sind andere Autoren der Ansicht, dass auch sie an die Geheimhaltungspflicht gebunden sind. Die Befürworter einer Lockerung argumentieren, dass das Weisungsrecht des Grossaktionärs gerade bedinge, dass der Grossaktionär über alle Informationen verfüge.<sup>[52]</sup> Auch wenn der Grossaktionär aufgrund des Vertreters faktisch näher an die internen Informationsflüsse der Gesellschaft rückt, sollte der Vertreter die erhaltenen Informationen u.E. nicht ohne Ermächtigung des Gesamtverwaltungsrats eins zu eins an den Grossaktionär weitergeben. Entsprechend hat sich insbesondere in Private Equity-Konstellationen etabliert, dass der Informationsfluss vertraglich geregelt wird. Stets im Auge zu behalten ist, dass je nach Qualität und Umfang der geteilten Informationen gewisse börsenrechtliche Pflichten (wie z.B. die Pflicht zur Meldung von Management-Transaktionen) auch auf den Grossaktionär Anwendung finden können und dass der Grossaktionär in besonderen Konstellationen zivilrechtlich als faktisches Organ gelten könnte.<sup>[53]</sup>

### 3. Vor- und Nachteile eines Aktionärsvertreters im Verwaltungsrat

Ob dem Grossaktionär ein Sitz im Verwaltungsrat eingeräumt werden soll, lässt sich nicht pauschal beantworten. Unter den Voraussetzungen, dass zwischen der Gesellschaft und dem Grossaktionär klare Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten und zur Informationsweitergabe bestehen und die relative Gleichbehandlungspflicht gewahrt bleibt, sprechen unseres Erachtens jedoch einige Gründe für die Einräumung eines entsprechenden Rechts.

Ein Vertreter des Grossaktionärs im Verwaltungsrat bringt diesen näher an die Gesellschaft heran – ein Umstand, der nicht nur dem Grossaktionär, sondern auch der Gesellschaft zugutekommt. Sie erhält dadurch die Möglichkeit, frühzeitig die Haltung des Grossaktionärs zu für sie wesentlichen Themen zu kennen. Gerade im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, bei denen die Gesellschaft auf die Unterstützung des Grossaktionärs angewiesen ist, kann dadurch verhindert werden, dass eine über Monate hinweg verhandelte Transaktion letztlich an der fehlenden Unterstützung und Zustimmung des Grossaktionärs scheitert. Darüber hinaus kann ein Vertreter des Grossaktionärs auch von Nutzen sein, wenn das Verhältnis zwischen Grossaktionär und Gesellschaft angespannt ist. In solchen Situationen kann der Vertreter als Bindeglied fungieren und der Gesellschaft als Ansprechpartner («sole point of contact») dienen.

## VI. Bringt der Grossaktionär Stabilität ins Aktionariat oder wirkt er als Transaktionsbeschleuniger?

Für den Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft stellt sich u.a. auch die Frage, ob der Einstieg eines Grossaktionärs öffentliche Kaufangebote erleichtert oder erschwert. Pauschal lässt sich diese Frage nicht beantworten. Klar ist: Je grösser die Beteiligung eines Grossaktionärs, desto entscheidender ist dessen Haltung für das Gelingen oder Scheitern eines öffentlichen Kaufangebots.

Häufig wird argumentiert, ein Grossaktionär Sorge für Stabilität im Aktionariat und könne Übernahmefantasien dämpfen. Dies mag zutreffen, greift im Übernahmekontext jedoch zu kurz. Insbesondere in den letzten drei Jahren hat sich gezeigt, dass Gesellschaften mit einem Grossaktionär beliebte Übernahmekandidaten gewesen sind. Insbesondere Private Equity-Investoren zeigen reges Interesse an solchen Gesellschaften, da in derartigen Konstellationen mit einem «willigen» Grossaktionär die Erfolgswahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Transaktion wesentlich grösser ist. Sodann haben sich Grossaktionäre vermehrt nicht mehr mit der Rolle des Angebotsempfängers begnügt und sind selbst als (Mit-)Anbieter aufgetreten, um die Gesellschaft im Anschluss an das öffentliche Kaufangebot von der Börse zu nehmen.<sup>[54]</sup> Dies weil es aus Sicht von Grossaktionären oftmals unattraktiv ist, in einem illiquiden Titel investiert zu sein und gleichzeitig den relativ weitgehenden und kostspieligen Börsenregulierungen zu unterliegen. Verfügt der Grossaktionär über die notwendigen Mittel – oder kann er diese beschaffen –, liegt die Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots daher nahe.

Welchen Einfluss ein Grossaktionär auf die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen öffentlichen Kaufangebots hat, hängt im Wesentlichen von den Eigenschaften des Grossaktionärs ab. Finanzinvestoren sind in der Regel weniger geeignet zur Abwehr öffentlicher Kaufangebote, da sie primär auf die mögliche Prämie und ihren Investitionsgewinn fokussiert sind. Strategische Investoren mit langfristigen Beteiligungsabsichten hingegen können einem öffentlichen Kaufangebot kritisch gegenüberstehen, da ihnen durch das Angebot der strategische Nutzen der Investition und die Einflussmöglichkeiten auf die Zielgesellschaft entzogen werden. Auch das ist allerdings nicht in allen Situationen so: Wird einem strategischen Grossaktionär ein sogenannter «Roll-over» in die Bietergesellschaft oder eine andere attraktive Reinvestitionsmöglichkeit angeboten, kann ein öffentliches Kaufangebot auch für ihn interessant sein.

Da ein Grossaktionär massgeblich über Erfolg oder Misserfolg eines öffentlichen Kaufangebots entscheiden kann, empfiehlt es sich für den Verwaltungsrat, einen aktiven und regelmässigen Dialog mit seinen Grossaktionären zu pflegen. So lässt sich frühzeitig erkennen, wie die Grossaktionäre zur strategischen Ausrichtung und zur operativen Entwicklung der Gesellschaft stehen und wie sich die Grossaktionäre in

einer (potenziellen) Übernahmesituation verhalten könnten.

## VII. Lohnt es sich, einen Grossaktionär zu haben?

Uns sind keine Untersuchungen bekannt, die belegen würden, dass sich der Aktienkurs von Unternehmen mit einem Grossaktionär regelmässig besser entwickeln würde als der Aktienkurs von Unternehmen mit einem breit gestreuten Aktionariat ohne Grossaktionär.<sup>[55]</sup> Ob es sich für eine Gesellschaft somit lohnt, einen Grossaktionär zu haben, hängt stark von der konkreten Situation und den spezifischen Umständen ab.

Bringt beispielsweise ein Private Equity-Investor eine Portfolio-Gesellschaft über ein IPO an die Börse, ist es üblich, dass der Investor weiterhin eine wesentliche Beteiligung am kotierten Unternehmen hält, die er dann nach Ablauf eines marktüblichen «Lock-up» gestaffelt verkauft bzw. zumindest reduziert.<sup>[56]</sup> In einer solchen Konstellation stellt sich die Frage, ob sich ein Grossaktionär lohnt, nicht wirklich. Vielmehr hat die Gesellschaft mit ihrem bisherigen Grossaktionär (weiter) zu leben und sich zu arrangieren.

Befindet sich eine Gesellschaft hingegen in einer operativ oder finanziell herausfordernden Situation und benötigt sie zusätzliche finanzielle Mittel, stellt sich u.a. die Frage, ob sie diese Mittel im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung unter Wahrung des Bezugsrechts aller Aktionäre oder unter Bezugsrechtsausschluss und Einbinden eines neuen Investors einsammelt. Letzteres hat den Vorteil, dass die Mittel sehr schnell und unkompliziert und meist ohne Erstellung eines Prospekts erhältlich gemacht werden können. Allenfalls hat der neue Aktionär auch besonderes Know-how und Expertise, welche für das Unternehmen in der operativ angespannten Situation von besonderer Bedeutung sind, um den «Turn-around» zu schaffen. In einer solchen Situation kann es sich sehr wohl lohnen, einen Grossaktionär an Bord zu holen. Steht eine Gesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat sodann unter dem Druck kurzfristig denkender Investoren oder ist sie Ziel eines potenziellen Übernahmeversuchs, welchen die Gesellschaft als nicht im besten Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre beurteilt, kann ein glaubwürdiger und langfristig engagierter Grossaktionär die notwendige Ruhe und Stabilität bringen, damit der Verwaltungsrat seine Strategie im besten Interesse der Gesellschaft umsetzen kann.

Die obigen Beispiele zeigen, dass es keine allgemeingültige Antwort auf die Frage gibt, ob sich ein Grossaktionär lohnt. Fest steht, dass ein Grossaktionär nie Selbstzweck ist. Die Antwort, ob ein Grossaktionär im Interesse der Gesellschaft ist, ist meist von den konkreten Gegebenheiten und Umständen abhängig. Die Vorteile eines Grossaktionärs sind u.a. die Stabilisierung des Aktionariats aufgrund einer langfristigen Orientierung des Grossaktionärs oder die strategische Expertise des Grossaktionärs und dessen Unterstützung in einer für das Unternehmen schwierigen Phase. Andererseits kann ein Grossaktionär aber auch Nachteile mit sich bringen. Zu denken ist etwa an eine geringere Marktliquidität und daraus resultierend ein erschwerter Handel, eine erhöhte Abhängigkeit der Gesellschaft vom Grossaktionär (beispielsweise betreffend Governance-Themen) oder die Abschreckung potenzieller Übernehmer.<sup>[57]</sup>

Kommt der Verwaltungsrat zum Schluss, dass ein Grossaktionär im Interesse des Unternehmens und seiner Minderheitsaktionäre ist, dann ist sicherzustellen, dass der Verwaltungsrat bei der Identifikation und Auswahl eines geeigneten Grossaktionärs alle relevanten Aspekte angemessen berücksichtigt und die Vor- und Nachteile gegeneinander

abwiegt. Dazu gehören u.a. Track Record bei anderen Beteiligungen, Expertise und Know-how, Investitionshorizont, Rollenverständnis des Grossaktionärs (eher aktiv oder passive Rolle).

## VIII. Fazit

Eine Vielzahl der an der SIX kotierten Gesellschaften haben einen oder sogar mehrere Grossaktionäre. Dabei stellen sich für die Gesellschaft bzw. deren Verwaltungsrat verschiedene Fragen im Umgang mit diesen Grossaktionären. Diese Fragen betreffen regelmässig Themen wie den Umgang mit dem Aktionär (z.B. Informationsfluss, VR-Vertretung, Relationship Agreement) oder auch konkrete Situationen wie etwa eine M&A- oder Kapitalmarkttransaktion (z.B. privilegierter Informationsfluss). Dabei hat der Verwaltungsrat stets seinen aktienrechtlichen Pflichten (insbesondere der Gleichbehandlungspflicht der Aktionäre) nachzukommen. Bei der Pflicht zur Gleichbehandlung handelt es sich um eine relative Gleichbehandlung. Der Verwaltungsrat kann, wenn dies gerechtfertigt ist, einen Grossaktionär anders behandeln als die Minderheitsaktionäre. Dazu gehört insbesondere auch ein privilegierter Informationsfluss, das Recht, einen oder mehrere VR-Mitglieder vorzuschlagen, und der Abschluss eines Relationship Agreement.

\* *Simone Ehram* ist Rechtsanwältin in Zürich. Die Autorin bedankt sich *Yves Loher* und *Nils Maag* für die tatkräftige Unterstützung bei der Ausarbeitung dieses Aufsatzes.

\*\* *Tino Gaberthüel* ist Rechtsanwalt in Zürich. Der Autor bedankt sich *Yves Loher* und *Nils Maag* für die tatkräftige Unterstützung bei der Ausarbeitung dieses Aufsatzes.

1 zRating-Studie 2025, Corporate Governance in Schweizer Publikumsgesellschaften, Oktober 2025, 38.

2 zRating-Studie 2025 (Fn. 1), 8 und 38 f.

3 zRating-Studie 2025 (Fn. 1), 38 f.

4 Dies weil die betroffenen Aktionäre nicht im Aktienregister eingetragen sind (sogenannte Dispo-Aktien) oder weil sie zwar im Aktienregister eingetragen sind, nicht aber an der Generalversammlung teilnehmen. Vgl. Fn. 2.

5 *Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter*, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 30 Rz. 19 darauf hinweisend, dass [Art. 717 Abs. 2 OR](#) für die einzelnen Mitglieder allenfalls im Rahmen eines Verantwortlichkeitsprozesses Bedeutung erlangen kann. Vgl. dazu unten, Ziff. II.2.

6 BGE 69 II 246 E. 1.

7 *Von der Crone Hans Caspar*, Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020, Rz. 747; *Böckli Peter*, Schweizer Aktienrecht, 5. Aufl., Zürich/Genf 2022, § 9 Rz. 732.

8 *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 732; vgl. auch BGE 69 II 246 E. 1, wonach neben dem Gesellschaftsinteresse auch andere sachliche Gründe eine Differenzierung rechtfertigen können.

9 *Von der Crone* (Fn. 7), Rz. 747; *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 732.

10 BSK OR II-*Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 23; *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 732.

11 *Von der Crone* (Fn. 7), Rz.747.

12 Siehe dazu unten Ziff. III.1.

13 Erneut bestätigt in BGE 144 III 100 E. 5.2.3.2.

14 *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 736 und insb. die dortige Fn. 1695.

15 BSK OR II-*Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 36; *Bauen Marco/Venturi Silvio*, Der Verwaltungsrat: Organisation, Kompetenzen, Verantwortlichkeit, Corporate Governance, Zürich 2007, Rz. 224.

- 16 Gemäss [Art. 678 OR](#); vgl. *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 736; *Bauen/Venturi* (Fn. 15), Rz. 224; BSK OR II-*Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 36; vgl. aber *Olgiati Lorenzo*, Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften: Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Grossaktionäre, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), *Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII*, Zürich 2019, 67 ff., 76, der zu Recht darauf hinweist, dass nicht direkt geschädigte Aktionäre faktisch kaum je ein Interesse an einer Klage auf Leistung an die Gesellschaft haben werden.
- 17 *Bauen/Venturi* (Fn. 15), Rz. 220; *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 737.
- 18 *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 737.
- 19 Zur Frage, ob ein Vertreter des Grossaktionärs im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft die erhaltenen Informationen mit dem Grossaktionär teilen darf, siehe unten Ziff. V.2.
- 20 *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 752.
- 21 [Art. 717 Abs. 2 OR](#), dazu oben, Ziff. II.1.
- 22 BSK OR II-*Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 30; ZK OR-*Bühler*, Art. 717 N 276; *Hartmann Jürg E./Singer Illona*, Gross- und Ankeraktionäre von kotierten und nichtkotierten Publikums-Aktiengesellschaften, GesKR 2012, 539 ff., 544 ff.; *Daeniker Daniel/Dettwiler Emanuel*, Selektive Information von Grossaktionären: Aktien-, kapitalmarkt- und strafrechtliche Aspekte, in: Sethe Rolf/Heinemann Andreas/Hilty Reto/Nobel Peter/Zäch Roger (Hrsg.), *Festschrift für Rolf H. Weber*, Bern 2011, 19 ff., 26; *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 750 ff.; *Watter Rolf*, Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 1993, 117 ff., 121; *Watter Rolf/Dubs Dieter*, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich 2010, 27 ff.; a.A. *Huguenin Jacobs Claire*, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil., Zürich 1994, 244; *Kunz Peter V.*, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, § 8 Rz. 77 ff., der aber auch von einem «faktischen Graubereich» spricht; a.A. wohl auch *Bauen/Venturi* (Fn. 15), Rz. 215 und *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 39 Rz. 68.
- 23 *Harisberger Severin*, Die Mitwirkung des Emittenten bei Sekundärplatzierungen und gemischten Platzierungen von Aktien im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 2021, Rz. 518; vgl. auch *Huguenin Jacobs* (Fn. 22), 38 f.; *Daeniker/Dettwyler* (Fn. 22), 27; ZK OR-*Bühler*, Art. 717 N 276.
- 24 ZK OR-*Bühler*, Art. 717 N 277; *Christoph B. Bühler*, Informationsversorgung im Konzern: Rechtliche Rahmenbedingungen für den Austausch von Finanzinformationen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft, in: Weber Rolf H./Stoffel Walter/Chenau Jean-Luc/Sethe Rolf (Hrsg.), *Festschrift für Hans Caspar von der Crone*, Zürich 2017, 153 ff., 166 ff.; *Daeniker/Dettwyler* (Fn. 22), 27; *Olgiati* (Fn. 16), 79 f.; *Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel* (Fn. 5), § 39 Rz. 68; vgl. aber *Hofstetter Karl*, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 1996, 222 ff., 227 f.
- 25 *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 545.
- 26 *Harisberger* (Fn. 23), Rz. 518, der primär institutionelle Investoren im Blick hat und relativierend festhält, dass der Emittent nicht einzelne potenzielle Investoren von der Information ausschliessen darf (vorbehaltlich sonstiger sachlicher Differenzierungskriterien).
- 27 *Watter/Dubs* (Fn. 22), 29; *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 545.
- 28 *Olgiati* (Fn. 16), 80.
- 29 *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 545; BSK OR II-*Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 30.
- 30 *Olgiati* (Fn. 16), 80.
- 31 *Krämer Janine*, Der Insiderstatbestand unter besonderer Berücksichtigung der Ausnahmebestimmungen, Diss. Zürich 2020, 249 ff. m.w.H.; *Olgiati* (Fn. 16), 82; *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 546; *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 751; a.M. *Huguenin Jacobs* (Fn. 22), 244; *Marolda Martinez Larissa*, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 336 f.; *Eugster Karin/Marolda Martinez Larissa*, Informationsasymmetrie im Vorfeld von Umstrukturierungen, GesKR 2007, 39 ff., 43; ZK OR-*Bühler*, Art. 717 N 273.
- 32 So auch *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 751; *Daeniker/Dettwyler* (Fn. 22), 31 f. mit Hinweis auf den Bekanntgabeaufschub; ferner *Olgiati* (Fn. 16), 82.
- 33 ZK OR-*Bühler*, Art. 717 N 279; *Olgiati* (Fn. 16), 82.
- 34 Es ist im Einzelfall zu prüfen, ob eine Mitteilung an Grossaktionäre überhaupt unter das aufsichts- oder strafrechtliche Verbot der Mitteilung von Insiderinformationen fällt ([Art. 142](#) bzw. [Art. 154 FinfraG](#)). Das ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn es nur um die Erläuterung, Vertiefung und Verdichtung von bereits bekannten Insiderinformationen geht, ohne dass dabei neue Insiderinformationen bekannt gegeben werden, vgl. eingehend hierzu *Olgiati* (Fn. 16), 86 und *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 752 ff.

- 35 *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 546; *Krämer* (Fn. 31), 251; a.A. *Böckli* (Fn. 7), § 9 Rz. 753.
- 36 *Krämer* (Fn. 31), 251; BSK OR II- *Watter/Roth Pellanda*, Art. 717 N 30; *Hartmann/Singer* (Fn. 22), 546.
- 37 Art. 120 ff. *FinfraG* i.V.m. Art. 10 ff. *FinfraV-FINMA*.
- 38 Art. 135 ff. *FinfraG* i.V.m. Art. 33 *FinfraV-FINMA*.
- 39 *Tschäni Rudolf/Gaberthüel Tino*, § 23 Offenlegungsrecht, in: Sester Peter et al. (Hrsg.), *Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen*, Zürich/St. Gallen 2018, Rz. 53 ff.; *Häusermann Daniel M.*, *Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht*, *SZW 2022, 241 ff.*, 251; *Watter/Dubs* (Fn. 22), 32 f.; vgl. auch Verfügung der Übernahmekommission 853/01 vom 31. August 2023 i.S. GAM Holding AG, E. 4.1 und Verfügung der Übernahmekommission 872/01 vom 30. Mai 2024 i.S. Laliq Group AG, E. 2.1.
- 40 *Watter/Dubs* (Fn. 22), 35; Verfügung der Übernahmekommission 920/01 vom 11. Dezember 2025 i.S. APG SGA SA, E. 3.1 f.; Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, E. 2.3; Verfügung der Übernahmekommission 882/01 vom 29. August 2024 i.S. dormakaba Holding AG, E. 2.2.
- 41 Siehe z.B. Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, E. 2.3.
- 42 Vgl. dazu auch *Häusermann* (Fn. 39), 242; *Watter/Dubs* (Fn. 22), 14.
- 43 Siehe dazu oben Ziff. II.1.
- 44 *Wolf Matthias/Gaberthüel Tino*, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, *GesKR* 2013, 195 ff., 212 f.
- 45 *Häusermann* (Fn. 39), 243 f.; vgl. auch *Wolf/Gaberthüel* (Fn. 44), 213.
- 46 Ein solches Anforderungsprofil kann bei regulierten Unternehmen, wie beispielsweise Banken oder Versicherungen, besonders relevant sein.
- 47 *Häusermann* (Fn. 39), 243.
- 48 *Olgiate* (Fn. 16), 72 f.; vgl. auch BSK OR II- *Wernli*, Art. 707 N 32.
- 49 BSK OR II- *Wernli*, Art. 707 N 37; *Olgiate* (Fn. 16), 71 f.; *Watter Rolf*, *Interessenkonflikte im neuen Aktienrecht*, *GesKR* 2022, 250 ff., 251.
- 50 *Olgiate* (Fn. 16), 74 f.; vgl. auch BGE 130 III 213 E. 2.1.
- 51 *Forstmoser Peter/Küchler Marcel*, «Vertreter» im Verwaltungsrat und ihr Recht auf Weitergabe von Informationen, in: *Sethe Rolf/Heinemann Andreas/Hilty Reto/Nobel Peter/Zäch Roger* (Hrsg.), *Festschrift für Rolf H. Weber*, Bern 2011, 35 ff., 46; *Olgiate* (Fn. 16), 74 f.
- 52 *Krnetz Georg*, *Praxiskommentar Verwaltungsrat*, 2. Aufl., Bern 2005, N 193 ff.; *Lazopoulos Michael*, *Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates*, Diss. Zürich 2004, 105 f.; *Wenninger Renate M.*, *Die aktienrechtliche Schweigepflicht*, Diss. Zürich 1983; vgl. auch m.w.H. *Olgiate* (Fn. 16), 77 f.
- 53 *Olgiate* (Fn. 16), 75 f.; BSK OR II- *Watter/Roth Pellanda*, Art. 716a N 3a.
- 54 Vgl. z.B. in den letzten Jahren das öffentliche Kaufangebot von Silvio Denz für die Aktien der Laliq Group SA mit anschliessender Dekotierung oder das öffentliche Tauschangebot der Cosmo Pharmaceuticals N.V. für die Aktien der Cassiopea S.p.A mit anschliessender Dekotierung.
- 55 Vgl. z.B. *Demsetz Harold/Villalonga Belén*, *Ownership structure and corporate performance*, *Journal of Corporate Finance* 2001, 209 ff., die darauf hinweisen, dass es keinen statistisch relevanten Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Unternehmensperformance gibt; siehe auch *Edmans Alex/Holderness Clifford G.*, *Blockholders: A Survey of Theory and Evidence*, *ECGI Working Paper Series in Finance* 2017, die weiter darauf hinweisen, dass die Wirkung von Grossaktionären stark von deren Identität abhängt und pauschale Aussagen nicht möglich sind.
- 56 Vgl. z.B. IPO von Galderma, bei dem die bisherigen Eigentümer (EQT Fund Management, Abu Dhabi Investment Authority und Auba Investment) eine Beteiligung von rund 79,9% behielten und dann gestaffelt reduzierten.
- 57 Je nach Perspektive kann diese aber gerade auch ein Vorteil sein (vgl. Ziff. VI).