

# Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte moderner Finanzinstrumente – Perspektive der Schweiz

PETER V. KUNZ

Der vorliegende Beitrag widmet sich der schweizerischen Regelung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz in Art 20 BEHG.

## I. Übersicht

### 1. Ausgangslage

#### 1.1. Entwicklung

Das Börsenrecht lag in der Schweiz über lange Zeit in der Kompetenz der Kantone, also der 26 Gliedstaaten der Eidgenossenschaft.<sup>1</sup> Aus diesem Grund dominierten viele Jahrzehnte kantonale Börsen<sup>2</sup> und kantonale Börsengesetze. In einigen Bereichen war außerdem eine Selbstregulierung zu beachten.<sup>3</sup> Die selbstregulierende Ordnung sowie die kantonalen Regelungen kamen in den Jahren 1997/1998 schließlich zu einem Ende, als auf Bundesebene – *notabene* nach heftigen und jahrzehntelangen rechtspolitischen Auseinandersetzungen – das Börsen- und Effektenhandelsgesetz (BEHG)<sup>4</sup> in Kraft trat.

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, die in erster Linie den Einfluss der wichtigsten Risikokapitalgeber einer Unternehmung aufzeigen soll (dh Beteiligung = Anteil am Risiko- bzw am Eigenkapital einer Gesellschaft), betrifft in der Schweiz die Publikumsgesellschaften sowie deren Gesellschafter, also die Publikumsaktionäre. Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die entsprechenden börsenrechtlichen Investorenpflichten, obwohl die kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften umfassender sind.

Als sog Publikumsgesellschaft iZm individuellen Meldepflichten der Gesellschafter gilt jede Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere „*mindestens teilweise in der Schweiz kotiert*“ sind (Art 20 Abs 1 BEHG) – Gesellschaften mit Kotierung in der Schweiz, aber mit Sitz im Ausland zählen nicht dazu. Gem Art 2 lit c BEHG bedeutet Kotierung die „*Zulassung zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse*“.<sup>5</sup> Gem die-

sem Verständnis gibt es zurzeit in der Schweiz etwa 400 Publikumsgesellschaften.<sup>6</sup>

Beteiligungstransparenz auf Mikroebene einerseits sowie Offenlegungen auf Makroebene andererseits beruhen in der Schweiz auf verschiedenen Rechtsgrundlagen. Es finden sich spezifische Vorschriften für Publikumsgesellschaften im Aktienrecht,<sup>7</sup> im Kotierungsrecht der beiden Börsen<sup>8</sup> sowie schließlich im Börsenrecht,<sup>9</sup> das Börsengesetz stellt einerseits ein Spezialgesetz zum Aktienrecht dar und ist andererseits jünger, sodass es vorgeht (anwendbar sind die Grundsätze von *lex specialis* sowie von *lex posterior*).<sup>10</sup>

Der hier interessierenden Investorenpflicht gem Art 20 BEHG<sup>11</sup> – also der Grundnorm der schweizerischen kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz – kommt dogmatisch eine doppelte Funktion zu. Diese Pflicht des Publikumsanlegers hat einerseits ein kapitalmarktrechtliches Element<sup>12</sup> und andererseits einen gesellschaftsrechtlichen Aspekt.<sup>13</sup>

In aller Regel wird die Offenlegungspflicht als etwas Positives (insb für Minderheitsinvestoren) verstanden, doch kann ein negatives Moment darin liegen, dass die Regelung zur Beteiligungstransparenz den „*Übernahmepreis für einen potenziellen Bieter spürbar erhöhen*“ kann<sup>14</sup> – mit allen daraus folgenden Vor- und Nachteilen.

Die börsenrechtliche Meldepflicht und deren Sanktionsregime werden zwar bei jeder Verletzung von Art 20 BEHG thematisiert, also etwa auch bei unbeabsichtigten Nicht-Meldungen. Im Vordergrund der aktuellen, heftigen Diskussionen steht hingegen diese Investorenpflicht in erster Linie iZm dem (beabsichtigten) „*Heranschleichen*“ an Publikumsgesellschaften, dh iZm öffentlichen Übernahmeangeboten. Populistische Stichworte (nicht allein im Ausland, sondern

Prof. Dr. Peter V. Kunz, Rechtsanwalt, LL.M. (Georgetown University Law Center, Washington D.C.) ist Ordinarius für Wirtschaftsrecht und für Rechtsvergleichung an der Universität Bern, geschäftsführender Direktor des Instituts für Wirtschaftsrecht (<http://www.iwr.unibe.ch>) und Leiter des Departements für Wirtschaftsrecht. Der Beitrag wurde Ende August 2010 abgeschlossen; großen Dank für seine wertvolle Unterstützung schulde ich meinem wissenschaftlichen Assistenten am IWR, Herrn MLaw Andreas Hagi.

<sup>1</sup> Hinweise zum Historischen bei Kunz, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht (Habilitation, Bern 2001) § 3 N 199 ff.

<sup>2</sup> Genf (ab 1850); Basel (ab 1876); Zürich (ab 1877).

<sup>3</sup> Im Übernahmerecht gelangte seit den späten 1980er-Jahre der sog Schweizerische Übernahmekodex der Vereinigung Schweizer Börsen (VSB) auf freiwilliger Basis zur Anwendung.

<sup>4</sup> Börsengesetz vom 24.3.1995: SR 954.1.

<sup>5</sup> In der Schweiz gibt es zurzeit für Beteiligungspapiere zwei Börsen (bzw eine Börse und eine börsenähnliche Einrichtung), nämlich einerseits die sog SIX Swiss Exchange oder Schweizer Börse (<http://www.six-swiss-exchange.com/index.html>) und andererseits die sog BX berne eXchange oder Berner Börse (<https://www.berne-x.com/de/home>; Vorgängerin der BX war die „Telephonische Börse Bern“); nicht zum Börsenhandel gehört der sog OTC-Handel („Außerbörsliche“) der Berner Kantonalbank (BEKB); allgemein Kunz, Kotierung sowie Dekotierung, GesKR 2006, 117 mwN.

<sup>6</sup> Dies ist – per Mai 2010 – bloß ein Bruchteil im Verhältnis zu den Gesamtzahlen in der Schweiz mit knapp 188.000 AGs und zirka 122.000 GmbHs.

<sup>7</sup> Beispiele: Art 663c OR sowie Art 697h OR – es geht um Offenlegungsbestimmungen für die Gesellschaft.

<sup>8</sup> Beispiele: Art 53 f KR SIX (*Ad-hoc*-Publizität) sowie Art 51 KR SIX („*true and fair view*“ bei der Rechnungslegung) – in diesen Bereichen ist erneut die Gesellschaft zur Transparenz verpflichtet.

<sup>9</sup> Art 20 BEHG als Pflicht des Gesellschafters zur Offenlegung; vgl dazu unten Pkt I.3.

<sup>10</sup> Dies gilt insb im Hinblick auf die Aktionärspflichten, die durch Art 680 Abs 1 OR restriktiv ausgestaltet und durch das Börsengesetz ausgebaut werden; hierzu Kunz, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in Unternehmen – Transaktion – Recht (2008) 233 mwN.

<sup>11</sup> Vgl dazu unten Pkt I.3.

<sup>12</sup> Art 1 BEHG: Transparenz für Anleger sowie Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte.

<sup>13</sup> Es geht vor allem um den sog Minderheitenschutz (zB betreffend die Unzulässigkeit des „heimlichen Anschleichens“ bei öffentlichen Übernahmen); zudem dient Art 20 BEHG der Erfüllung von Art 663c OR.

<sup>14</sup> Ruffner, Reformbedarf des Aktienrechts – eine „Law and Economics“-Perspektive, SJZ 101 (2005), 253 (255); durch erhöhte Transaktionskosten kann der sog Markt für Unternehmensübernahmen, dem eine wichtige Disziplinierungsfunktion zukommt, in Frage gestellt sein.

ebenfalls in der Schweiz) sind bspw „räuberische Aktionäre“ oder „Heuschrecken“ oder „Raiders“.

Die Beteiligungstransparenz der Investoren stellt mE einen materiellen Teil des sog börsenrechtlichen Übernahmerechts dar, selbst wenn dies formell nicht aus der Gesetzessystematik ersichtlich wird, wie dies bspw in der Schweiz der Fall ist: Art 20 BEHG regelt die Grundzüge der Beteiligungstransparenz, während sich die börsengesetzliche Übernahmordnung im eigentlichen Sinne aus Art 22 ff BEHG ergibt.<sup>15</sup> Art 20 BEHG implementiert im Wesentlichen ein Frühwarnsystem für Unternehmensübernahmen.

Der Vollständigkeit halber muss ebenfalls auf Art 31 BEHG hingewiesen werden.<sup>16</sup> Diese Bestimmung stellt eine spezifische Beteiligungstransparenznorm für Übernahme-situationen dar.<sup>17</sup> Art 20 BEHG (= Thema des Beitrags) sowie Art 31 BEHG unterscheiden sich in vielfältiger Hinsicht. Die maßgebliche generelle Investorentransparenz in der Schweiz – also unabhängig von einer Übernahme – erfolgt indes auf Basis von Art 20 BEHG.<sup>18</sup> Während Art 31 BEHG geradezu toter Buchstabe geblieben ist, interessieren sich seit etwas drei Jahren nunmehr Investoren, Behörden und sogar Medien immer mehr für Art 20 BEHG.<sup>19</sup>

## 1.2. Regulierung

Das Börsengesetz ist – wie die meisten Erlasse des schweizerischen Kapitalmarktrechts<sup>20</sup> – als sog Rahmengesetz ausgestaltet,<sup>21</sup> dh, zahlreiche materielle, börsenrechtliche Vorschriften finden sich delegiert auf einer tieferen Rechtssetzungsstufe, nämlich in verschiedenen Verordnungen des Bundesrats<sup>22</sup> bzw von verschiedenen Behörden. Nebst dem Börsengesetz sind die BEHV,<sup>23</sup> die BEHV-FINMA<sup>24</sup> sowie (für das Übernahmerecht ieS) die UEV<sup>25</sup> und das Reglement der Übernahmekommission (UEK)<sup>26</sup> beachtlich, die das BEHG innerhalb des entsprechenden Delegationsrahmens ausgestalten sollen.

ME hat sich diese konzeptionelle legislative Zweiteilung von Rahmengesetz einerseits und von Verordnung(en) andererseits im Schweizer Kapitalmarktrecht im Allgemeinen und im Börsenrecht im Besonderen bewährt. Insb erlaubt dieses Legislativkonzept schnelle Anpassungen – wie sich gerade bei der Beteiligungsthematik gezeigt hat; ob diese Revi-

sionen indes immer gelungen sind, kann durchaus bezweifelt werden.<sup>27</sup>

Bei der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz dominiert in der Schweiz die (hoheitliche) sog Regulierung. Die Selbstregulierung nimmt hingegen nur einen kleinen bzw sogar einen sehr kleinen Raum ein.<sup>28</sup> Hinsichtlich der Offenlegung bei (neueren) Finanzinstrumenten geht es meist um den sog indirekten Erwerb, der (heute) konzeptionell iS einer wirtschaftsrechtlichen Betrachtungsweise<sup>29</sup> in Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG iVm Art 9 Abs. 3 BEHV-FINMA geregelt wird. Behauptete rechtssetzende Lücken bei der Beteiligungstransparenz wurden ebenfalls durch Regulierung und nicht durch Selbstregulierung gefüllt.<sup>30</sup>

## 1.3. Selbstregulierung

Der (nicht-hoheitlichen) sog Selbstregulierung kommt in der Schweiz eine große kapitalmarktrechtliche Tradition zu,<sup>31</sup> und zwar weit mehr als im Ausland. Eine Selbstregulierung durch Selbstregulatoren weist denn auch verschiedene Vorzüge (zB Anpassungsfähigkeit), aber eben auch einige Nachteile (zB Rechtsstaatlichkeit) aus.<sup>32</sup> Gerade das Börsenrecht ist ein prägnanter kapitalmarktrechtlicher Anwendungsfall der Selbstregulierung, wie sich aus der Marginale von Art 4 BEHG ergibt.<sup>33</sup>

Die Börsen – *notabene* als private, wenn auch beaufsichtigte Unternehmungen – „erlassen“ als Selbstregulatoren ihre Reglemente, die in der Folge der staatlichen Aufsichtsbehörde<sup>34</sup> zur Genehmigung zu unterbreiten sind (Art 4 Abs 2 BEHG);<sup>35</sup> auf dieser Grundlage basieren die Kotierungsreglemente (KR) der Börsen in der Schweiz.

Ein Grundanliegen des Kotierungsrechts, das durch legislative Vorgabe „*international anerkannten Standards*“ Rechnung zu tragen hat (Art 8 Abs 3 BEHG),<sup>36</sup> ist die Sicherstellung von Transparenz in einem umfassenden Sinn. SIX und BX haben deshalb zu verschiedenen Themen selbstregulierende Vorschriften „erlassen“ – insb müssen Management Transaktionen einerseits<sup>37</sup> und kursrelevante Tatsachen andererseits (sog *Ad-hoc*-Publizität)<sup>38</sup> durch die Publikumsgesellschaften offengelegt werden.

<sup>27</sup> Dies gilt insb im Hinblick auf die Stimmrechtssuspendierungsklage; vgl dazu unten Pkt III.2.

<sup>28</sup> Vgl dazu unten Pkt I.1.3.

<sup>29</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.2.; der indirekte Erwerb steht in der Wirtschaftsrealität im Vordergrund des Interesses, doch wird die sog indirekte Veräußerung analog geregelt.

<sup>30</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.1.

<sup>31</sup> Hierzu [http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/publik/medienmit/20070704/20070704\\_02\\_d.pdf](http://www.finma.ch/archiv/ebk/d/publik/medienmit/20070704/20070704_02_d.pdf) (Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor, Juli 2007).

<sup>32</sup> Hinweise bei Kunz, Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, in FS Böckli (2006) 471 (481 f).

<sup>33</sup> Die Marginale der Norm lautet: „Selbstregulierung“.

<sup>34</sup> Per 1.1.2009 wurde neu die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) für eine integrierte Aufsicht ua von Banken und Versicherungen eingesetzt; Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG (SR 956.1); vorher amtierte als Aufsichtsbehörde im Bereich des Börsenrechts die Eidgenössische Bankenkommision (EBK); generell Kilgus, FINMAG und FINMA – Behörden(re)organisation oder regulatorische Innovation? in FS von Büren (2009) 817.

<sup>35</sup> Es handelt sich somit um eine sog unechte Selbstregulierung.

<sup>36</sup> Allgemein Kellerhals, Von der gesetzlichen Pflicht zur Internationalisierung des schweizerischen Wirtschaftsrechts, in FS Zobl (2004) 375.

<sup>37</sup> Zu den Selbstregulieren der SIX: Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT) – dazu gibt es seitens der SIX einen Kommentar RLMZ; allgemein statt aller Weber/Huber, Offenlegung von Managemententscheidungen und Management-Transaktionen, in Reutter/Werlen, Kapitalmarkttransaktionen II (2007) 99.

<sup>38</sup> Zu den Selbstregulieren der SIX: Art 53 f KR SIX; Richtlinie betreffend Ad-hoc-Publizität (RLAhP); die Ad-hoc-Publizität gehört in der Schweiz – anders als oft im Ausland (zB in Deutschland oder in China) – nicht zur Regulierung, sondern zur Selbstregulierung.

<sup>15</sup> Auf das börsenrechtliche Übernahmerecht ieS wird nicht eingegangen.

<sup>16</sup> Art 31 BEHG lautet wie folgt: „Der Anbieter oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer anderen Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, muss von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Übernahmekommission und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren diese Gesellschaft melden.“

<sup>17</sup> Die Verletzung von Art 31 BEHG kann – wie bei Art 20 BEHG – zwar strafbar sein (Art 41 Abs 1 lit b BEHG), allerdings niemals zu einer Suspendierung der Stimmrechte führen, was einzig iZm Art 20 BEHG möglich ist; vgl dazu unten Pkt I.3.3. und III.2.

<sup>18</sup> Vgl dazu unten Pkt I.3.

<sup>19</sup> Vgl dazu unten Pkt II.3.

<sup>20</sup> Die Doktrin unterscheidet zwar oftmals zwischen Finanzmarktrecht und Kapitalmarktrecht, doch die Differenzierung erscheint kaum sinnvoll – mE dürfen die Begriffe als Synonyme betrachtet werden.

<sup>21</sup> Statt aller Langhart, Rahmengesetz und Selbstregulierung (Diss, Zürich 1993) 248.

<sup>22</sup> In der Schweiz – anders als in Deutschland – handelt es sich beim Bundesrat nicht um die Bundesländervertretung im Parlament, sondern um die Regierung der Eidgenossenschaft.

<sup>23</sup> Börsenverordnung: SR 954.11.

<sup>24</sup> Börsenverordnung-FINMA: SR 954.193.

<sup>25</sup> Übernahmeverordnung: SR 954.195.1.

<sup>26</sup> R-UEK: SR 954.195.2.

Die Beteiligungstransparenz zulasten der Publikumsinvestoren wird in der Schweiz nicht durch Selbstregulierung,<sup>39</sup> sondern durch Regulierung im Rahmen von Art 20 BEHG erfasst.<sup>40</sup> Dies kann durchaus zu Problemen in der Praxis führen, erweisen sich doch die Börsen nach wie vor meist als erste Ansprechorganisation(en) für Untersuchungen bei Meldepflichtverletzungen.<sup>41</sup> ME könnte (und sollte) im Rahmen einer geplanten Neuorganisation der Behördenzuständigkeiten<sup>42</sup> diese Problematik thematisiert werden, dh, der Selbstregulierung sollte in Zukunft ein größeres Gewicht in diesem Bereich zukommen.

## 2. Schweizer Modell als Vorbild?

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte neuer Finanzinstrumente stellt ohne Zweifel eines der aktuellsten wirtschaftsrechtlichen Themen nicht allein in der Schweiz, sondern ebenfalls im Ausland<sup>43</sup> dar. Dies wird bspw durch zahlreiche Verfahren wegen angeblicher Verletzung der Meldepflicht sowie durch viele Gesetzgebungsprojekte – in der Schweiz und im Ausland – ersichtlich. Eine rechtsvergleichende Auseinandersetzung<sup>44</sup> lohnt sich somit für Rechtsanwendung und für Rechtssetzung.

Im Allgemeinen dürften die Schweiz und die Schweizer im Ausland ziemlich beliebt (und teilweise beneidet) sein, und zwar mit gutem Grund. Unflätige Kampfrhetorik von Hinz und Kunz sowie Drohungen gewisser Politiker mit einer „Kavallerie“ gegenüber den „Indianern“ in der Schweiz vermögen zum Glück politische Abwahlen nicht zu verhindern. Dass etwa zur Steuerproblematik oder zur Thematik des Bank(kunden)geheimnisses unterschiedliche Auffassungen vertreten werden können, bedarf sicherlich keiner vertieften Analyse.

Die Schweizer weisen (leider) nicht selten einen Mangel an Selbstvertrauen auf. Die Schweiz als Kleinstaat übernimmt zwar durch verschiedene Methoden der Rechtsvergleichung<sup>45</sup> immer wieder (und immer öfter) ausländische Rechtsvorstellungen und Rechtsmodelle, sodass geradezu ein legislativer Import erfolgt. Teils kommt aber auch das Umgekehrte, also ein legislativer Export vor; am bekanntesten ist sicherlich die integrale Rezeption des früheren Schweizer Zivilgesetzbuches (ZGB) im Jahre 1926 in der Türkei<sup>46</sup> oder des Schweizer Obligationenrechts (OR) in Teilen des Nahen Ostens und in Nordafrika.<sup>47</sup>

<sup>39</sup> Immerhin hatte die SIX (vormals: SWX) ursprünglich ihre (privaten) Interpretationen zu Art 20 BEHG publiziert: Offenlegung von Beteiligungen/Edition Januar 2008 – heute äußert sich die SIX indes weder offiziell noch offiziös zu dieser Thematik.

<sup>40</sup> Vgl dazu unten Pkt I.3.

<sup>41</sup> Tatsächlich gehört die sog Offenlegungsstelle bzw OLS (Disclosure Office) zur Selbstregulierung, und deren Praxis betreffend Meldepflichten darf nicht unterschätzt werden, obwohl es sich dabei einzig um rechtsunverbindliche Empfehlungen handelt; vgl dazu unten Pkt II.3.1.

<sup>42</sup> Vgl dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>43</sup> Hinweise bei *Remm*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen (Diss, St. Gallen 2009) 155 (Großbritannien), 164 (Deutschland) sowie 198 (USA); zu Deutschland *Fleischer*, Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (§ 27a WpHG), AG 2008, 873; *Fleischer/Schmolke*, Das Anschließen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft, NZG 2009, 401.

<sup>44</sup> Der vorliegende Beitrag entspricht – etwas trivialisiert – einem Länderbericht zur Schweiz.

<sup>45</sup> Im Detail *Kunz*, Instrumente der Rechtsvergleichung in der Schweiz bei der Rechtssetzung und bei der Rechtsanwendung, ZVGIRWiss 108 (2009), 31; im Vordergrund für Rechtssetzer und Rechtsanwender steht das Recht der EU, doch „übernimmt“ der Kleinstaat Schweiz *volens volens* Rechtskonzepte aus der ganzen Welt.

<sup>46</sup> *Bucher*, The position of the Civil Law of Turkey in the Western Civilisations, in *Atatürk and Modern Turkey* (1999) 217; *Rainer*, Europäisches Privatrecht<sup>2</sup> (2007) 233.

<sup>47</sup> Hinweise bei *Bucher*, Das Schweizerische Obligationenrecht – ein Markstein und ein Vorbild, NZZ 132/2006, 31.

Die Schweiz hat also durchaus legislative Exporteur-Qualitäten. ME könnte sich Art 20 BEHG in Rechtssetzung und in Rechtsanwendung künftig ebenfalls als (rechtspolitischer) Schweizer Exportschlager erweisen, dh als Vorbild etwa in Deutschland oder in Österreich. Die materiellen Grundlagen dürften dabei von größerem Interesse sein als die formellen Themen, denn Verfahren und Behördenstrukturen in den verschiedenen Ländern sind (zu) unterschiedlich, um überzeugend miteinander verglichen werden zu können.

## 3. Grundordnung von Art 20 BEHG

### 3.1. Tatbestand

Die Grundordnung zur individuellen Beteiligungstransparenz in der Schweiz, nämlich Art 20 BEHG (und die Verordnungsbestimmungen), wurde im Jahre 1997 eingeführt und 10 Jahre später das bis anhin einzige Mal mittels Gesetzesänderung revidiert.<sup>48</sup> Obwohl sich verschiedene Probleme in der Praxis gezeigt hatten (zB keine effiziente Strafverfolgung), wurde ein Revisionsbedarf lange Zeit von der Rechtspolitik verneint – bis dann eben angebliche „Heuschrecken“ (aus dem Ausland) die Schweiz „überfielen“.

Der Tatbestand gem Art 20 Abs 1 BEHG (mit zusätzlichen Klarstellungen in Art 9 ff BEHV-FINMA) lautet zulasten eines Publikumsgesellschafters wie folgt:

„Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräußert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet“, hat als Rechtsfolge eine Meldepflicht wahrzunehmen.<sup>49</sup>

Sog Finanzinstrumente, die sich seit Jahren permanent weiterentwickeln und nicht zuletzt für Unternehmensübernahmen zum Einsatz gelangen (zB Cash-Settlement-Optionen, Contracts for Difference bzw CFD, Futures),<sup>50</sup> werden durch Sonderregelungen auf Verordnungsstufe einerseits sowie durch die Generalklausel des indirekten Erwerbs auf Gesetzesstufe andererseits legislativ „abgedeckt“, mindestens im Großen und Ganzen.<sup>51</sup> Primäre rechtspolitische Zielsetzung der Schweiz ist, möglichst sämtliche (Praxis-)Lücken zu füllen.

ME besteht die größte Herausforderung für die Rechtssetzung und für die Rechtsanwendung darin, nicht ins Hintertreffen gegenüber der Kreativität der Wirtschaftsrealität zu geraten. Gewisse Finanzinstrumente wurden und werden wohl „erfunden“, um die Beteiligungstransparenzordnung auszuhebeln. Es findet geradezu ein Wettlauf statt zwischen „Heuschrecken“ auf der einen Seite und Gesetzgebern bzw Regulatoren auf der anderen Seite.

### 3.2. Rechtsfolge

Ein Investor in Publikumsgesellschaften, der den Tatbestand der Beteiligungstransparenz erfüllt (zB das Überschreiten

<sup>48</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.1.

<sup>49</sup> Vgl dazu unten Pkt I.3.2.

<sup>50</sup> Vgl dazu unten Pkt II.1.2. und II.1.3.

<sup>51</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.1.

eines Grenzwertes infolge Erwerbs bestimmter Finanzinstrumente),<sup>52</sup> muss „dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden“ (Art 20 Abs 1 BEHG) – die Details dieser Meldung betreffend Form etc finden sich in Art 21 ff BEHV-FINMA. Eine Publikation und damit eine Publikumsbekanntmachung hat der Publikumsaktionär hingegen nicht vorzunehmen.

Vielmehr muss die betroffene Gesellschaft, dh die Emittentin, die ihr zugestellte Meldung publizieren (Art 21 BEHG),<sup>53</sup> wodurch – wenn auch mit einer nicht zu unterschätzenden zeitlichen Verzögerung<sup>54</sup> – Transparenz der Beteiligungssituation geschaffen wird.

Pflichterfüllungen erfolgen im (Wirtschafts-)Leben oftmals mangelhaft, wenn deren Durchsetzbarkeit juristisch nicht erzwungen werden kann. Art 20 BEHG stellt konsequenterweise keine sog *lex imperfecta* dar, sondern die Verletzung der Meldepflicht durch Investoren – anders als eine unterlassene Publikation durch die Emittenten<sup>55</sup> – kann sehr scharf sanktioniert werden. In der Schweiz betreffen die möglichen Sanktionen<sup>56</sup> unterschiedliche Rechtsgebiete, wobei das Strafrecht sowie (seltener) das Zivilrecht im Vordergrund stehen. Das Sanktionsregime befindet sich seit einiger Zeit im Umbruch.<sup>57</sup>

### 3.3. Sanktionsordnung

Die börsenrechtliche Sanktionsordnung in der Schweiz<sup>58</sup> erscheint zwar nicht übermäßig vielfältig, was die möglichen Maßnahmen gegen Meldepflichtverletzer betrifft, zumindest im internationalen Vergleich<sup>59</sup> mE aber sehr scharf. Im Vordergrund stehen zwei Sanktionen, nämlich die Buße einerseits sowie die Stimmrechtssuspendierung andererseits.<sup>60</sup>

Die Verletzung der Meldepflicht gem Art 20 BEHG ist strafbar, und zwar bei vorsätzlicher sowie bei fahrlässiger Begehung des Delikts.<sup>61</sup> Zwar droht niemals Freiheitsentzug für den Meldepflichtverletzer, doch die angedrohten Bußen können sich im konkreten Einzelfall durchaus als drakonisch er-

weisen<sup>62</sup> (und stehen nicht zuletzt unter diesem rechtsstaatlichen Aspekt in der Schweiz unter zunehmender Kritik).<sup>63</sup>

Der fahrlässige Verletzer kann immerhin „mit Busse bis zu 1.000.000 Franken bestraft“ werden (Art 41 Abs 3 BEHG).<sup>64</sup> Bei Vorsatz einer Meldepflichtverletzung – der gerade in „Heranschleichen“-Szenarien durch potenzielle Unternehmensübernehmer immer vorliegen dürfte – gibt es hingegen keinen Maximalbetrag möglicher Bußen; der Strafrahmen bemisst sich wie folgt: „Die Busse beträgt höchstens das Doppelte des Kauf- oder Verkaufspreises. Sie wird berechnet aufgrund der Differenz zwischen dem Anteil, über den der Meldepflichtige neu verfügt, und dem letzten von ihm gemeldeten Grenzwert“ (Art 41 Abs 2 BEHG).<sup>65</sup>

Seit dem 1.12.2007 sieht das Börsengesetz in der Schweiz eine neue Sanktionsmöglichkeit bei Meldepflichtverletzungen vor, nämlich die sog Stimmrechtssuspendierungsklage, deren Rechtsnatur umstritten ist<sup>66</sup> und die mE noch (zu) viele Fragen unbeantwortet lässt.<sup>67</sup> Eine Suspendierung der Stimmrechte muss als äußerst schwerwiegende Sanktion betrachtet werden. Art 20 Abs 4<sup>bis</sup> BEHG als Basis dieser Klage, teils von ausländischen Rechtsordnungen (mit)inspiriert,<sup>68</sup> hält idZ fest:

„Auf Verlangen der FINMA [= Finanzmarktaufsichtsbehörde], der Gesellschaft oder eines ihrer Aktionäre kann der Richter die Ausübung des Stimmrechts der Person, die eine Beteiligung unter Verletzung der Meldepflicht erwirbt oder veräussert, für die Dauer von bis zu fünf Jahren suspendieren. Hat die Person eine Beteiligung im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot ... unter Verletzung der Meldepflicht erworben, so können die Übernahmekommission [= UEK] ..., die Zielgesellschaft oder einer ihrer Aktionäre vom Richter die Suspendierung des Stimmrechts verlangen.“

*De lege ferenda* sollen – mE mit gutem Grund – FINMA und UEK nicht nur klagebefugt, sondern entscheidbefugt sein.<sup>69</sup> Damit werden die Kompetenzen der Aufsichtsbehörde(n) erheblich vergrößert.

ME gibt es im Übrigen nebst der Buße und der Stimmrechtssuspendierung keine weiteren oder weitergehenden Sanktionen für den Fall einer Verletzung von Art 20 BEHG. Insb muss *de lege lata* eine Nichtigkeit des Erwerbsgeschäfts ebenso abgelehnt werden wie andere zivilrechtliche Eingriffs-

<sup>52</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.1.

<sup>53</sup> Art 21 BEHG lautet wie folgt: „Die Gesellschaft muss die ihr mitgeteilten Informationen über die Veränderungen bei den Stimmrechten veröffentlichen.“

<sup>54</sup> Der Investor hat die Meldung innert vier Tagen vorzunehmen (Art 22 Abs 1 BEHV-FINMA) und die Publikumsgesellschaft muss sie innerhalb von zwei weiteren Tagen publizieren (Art 22 Abs 2 BEHV-FINMA), dh, es kann durchaus vorkommen, dass erst sechs Tage nach Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen einer Meldepflicht die Beteiligungstransparenz geschaffen wird – mE wäre eine Verkürzung dieser Fristen rechtspolitisch dringend angebracht; gerade die Frist gem Art 22 Abs 1 BEHV-FINMA kann für einen heimlichen Beteiligungsaufbau ohne Weiteres im legalen Rahmen genutzt werden und eine Wochenfrist stellt in „unfreundlichen Übernahme-szenarien“ fast schon eine Ewigkeit dar.

<sup>55</sup> Die Verletzung von Art 21 BEHG ist nicht strafbar (Art 20 BEHG, aber nicht Art 21 BEHG ist in Art 41 BEHG erwähnt); die Sanktionierung erfolgt ausschließlich durch die Börse – vgl insb Pkt 4.7 des Reglements für die Offenlegungsstelle der Schweizer Börse vom 19.11.1997 (das Reglement soll in naher Zukunft revidiert, aber materiell nicht grundlegend überarbeitet werden).

<sup>56</sup> Vgl dazu unten Pkt I.3.3.

<sup>57</sup> Vgl dazu unten Pkt III.2. und III.3.2.

<sup>58</sup> Statt aller *Bertschinger*, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, 283.

<sup>59</sup> Einen Überblick zu Meldepflichten in ausgewählten ausländischen Rechtsordnungen verschafft *Hagi*, Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften nach Art. 20 BEHG (Masterarbeit, Bern 2010) 43.

<sup>60</sup> Jede Sanktion kann einzeln oder kumuliert mit der anderen verhängt werden, wobei Verfahren sowie Zuständigkeiten unterschiedlich sind.

<sup>61</sup> Übersicht bei *Watter*, Rechtliche Konsequenzen bei Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflichten gemäss Art. 20 und 31 BEHG, in *Ackermann/Wohlens*, 3. Zürcher Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht (2009) 165; allgemein *Nater*, Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Diss, Zürich 2000).

<sup>62</sup> Vgl dazu unten Pkt II.3.2.

<sup>63</sup> Vgl. dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>64</sup> Die Strafbarkeit der Fahrlässigkeit wurde erst per 1.1.2009 ins Börsenrecht eingeführt.

<sup>65</sup> Sollte sich also eine „Heuschrecke“ absolut still „angeschlichen“ und (noch) überhaupt keine Meldung gem Art 20 BEHG vorgenommen haben, kann die Buße das Doppelte des Gesamtinvestments in diese Publikumsgesellschaft ausmachen; mangels Verfassungsgerichtsbarkeit in der Schweiz könnte von Gerichten nicht überprüft werden, ob diese Regelung verfassungskonform oder potenziell enteignend ist.

<sup>66</sup> Hinweise in der Verfügung vom 13.8.2009 des Obergerichts des Kantons Zürich in der Rs *Verein pro Aktionärsrechte Sulzer gegen Everest Beteiligungs GmbH in Liq. ua* (NL090126/Z2) – Besprechung dieses Entscheids bei *Reiser/von der Crone*, SZW 81 (2009), 509.

<sup>67</sup> Vgl dazu unten Pkt III.2.

<sup>68</sup> In Verkennung gewichtiger Unterschiede zwischen den Rechtsordnungen wurde im Gesetzgebungsverfahren insb auf die Regelung in Deutschland verwiesen, nämlich auf § 28 WpHG („Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören ..., bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten ... nicht erfüllt werden. Die gilt nicht für [gewisse] Ansprüche ..., wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.“); Amtl Bull NR 2007 100 (*de Buman*); Prot WAK-SR: 4.6.2007, 12 sowie 13. (Noch) kein Thema in der Schweiz war hingegen die neue Regelung in Österreich – § 124 AktG trat am 1.8.2009 in Kraft; dazu detailliert *Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, GesRZ 2010, 146.

<sup>69</sup> Vgl dazu unten Pkt III.3.2.

möglichkeiten<sup>70</sup> (zB ein Dividendenstopp oder ein Zukaufsverbot für neue Aktien);<sup>71</sup> früher der EBK und heute der FINMA stehen zudem keine administrativen Sanktionen offen. Ob die Rechtslagen idZ für die Zukunft angepasst werden sollen oder nicht, sollte durchaus rechtspolitisch diskutiert werden.<sup>72</sup>

## II. Ausgewählte Rechtsfragen

### 1. Finanzinstrumente

#### 1.1. Grundsätzliches

Der Begriff der sog Finanzinstrumente wird im Börsenrecht zwar nicht definiert, aber an verschiedenen Stellen vorausgesetzt.<sup>73</sup> Bei den börsengesetzlichen Legaldefinitionen finden sich zwar die „Effekten“, zu denen insb ebenfalls die „Derivate“ gezählt werden (Art 2 lit a BEHG),<sup>74</sup> doch die Finanzinstrumente bleiben *expressis verbis* unerwähnt.<sup>75</sup> Tatsächlich handelt es sich mE um einen Sammelbegriff.

Unter einem Derivat bzw Finanzinstrument ist ein Terminkontrakt zu verstehen, bei dem die Vertragsleistung(en) abgeleitet wird (werden) von einer zugrunde liegenden Variablen (= *underlying*). Es besteht eine Vielzahl möglicher vertraglicher Absprachen<sup>76</sup> – und die Finanzindustrie entwickelt ständig neue Produkte. Finanzinstrumente können zwar, müssen aber nicht notwendigerweise für Unternehmensübernahmen eingesetzt werden.<sup>77</sup>

Zu den Finanzinstrumenten gehören insb Erwerbsrechte („Calls“) einerseits sowie Veräußerungsrechte („Puts“) andererseits bezüglich kotierter Aktien. Das Gesetz stellt mit Art 20 Abs 1 BEHG klar, dass solche Finanzinstrumente ebenfalls meldepflichtig sind.<sup>78</sup> Der Gestaltungskreativität der Wirtschaftsrealität sind bekanntlich keine Grenzen gesetzt – die in der Schweiz bekanntesten Finanzinstrumente sind wohl Cash-Settlement-Optionen<sup>79</sup> sowie weitere Derivate wie etwa Contracts for Difference (CFD),<sup>80</sup> Financial Futures, Swaps oder Convertible Bonds, die teils in Rechtssetzung und Rechtsanwendung der Schweiz in den letzten Jahren bedeutsame Rollen spielten.

#### 1.2. Cash-Settlement-Optionen

Die sog Cash-Settlement-Optionen – Finanzinstrumente, die in der Praxis öfters (und damals legal) zur „Heran-

schleichung“ verwendet wurden<sup>81</sup> – waren ursprünglich im schweizerischen Börsenrecht von der Meldepflicht ausdrücklich ausgenommen. Art 13 Abs 1 BEHV-EBK: „Der Meldepflicht unterstehen: a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen; b. das Einräumen (Schreiben) von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.“

Cash-Settlement-Optionen sehen grundsätzlich keine Lieferung (also kein *physical settlement*) der zugrunde liegenden Beteiligungspapier (zB kotierte Aktien) vor, sondern werden bar abgegolten. Doch der Optionsinhaber und der Emittent können am Ende der Laufzeit vereinbaren, die aus Gründen der Absicherung (*hedging*) vom Letzteren erworbenen Aktien trotzdem an den Inhaber der Option zu liefern bzw zu verkaufen. Um entsprechende Umgehungsgeschäfte zu verhindern, hat die Aufsichtsbehörde im Jahre 2007<sup>82</sup> nunmehr ebenfalls Cash-Settlement-Optionen der Meldepflicht unterstellt.<sup>83</sup>

#### 1.3. Weitere Finanzinstrumente

Als Folge der verschiedenen Verfahren um *Implemia/Laxey*<sup>84</sup> hat es das Finanzinstrument der sog Contracts for Difference (CFD) zu einer gewissen „Berühmtheit“ in der Schweiz gebracht: „Bei einem [CFD] handelt es sich im Wesentlichen um einen derivativen Finanzvertrag ohne Erwerb der Basiswerte. Der CFD stellt ein Differenzgeschäft dar, mit dem zwei Parteien ausgehend von einem gemeinsam festgelegten Grundpreis, in der Regel der Marktpreis, den synthetischen Kauf eines anderen Finanzinstruments [z.B. von Aktien] vereinbaren und sich versprechen, die Kursdifferenz zu einem späteren Zeitpunkt auszugleichen.“<sup>85</sup>

Maßgeblich für eine Meldepflicht ist nicht die Bezeichnung, sondern der Inhalt des Finanzinstruments, dh, eine wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise<sup>86</sup> herrscht im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht der Schweiz vor. Aus diesem Grund sind zB Wandelanleihen bzw sog Convertible Bonds als meldepflichtige Finanzinstrumente zu qualifizieren.<sup>87</sup> Dasselbe gilt zudem als Folge des erwähnten Bundesgerichtsurteils für CFD (selbst vor Inkrafttreten von Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG).<sup>88</sup> Diese Finanzinstrumente sind nunmehr – wie auch die sog Financial Futures – ausdrücklich durch Art 15 BEHV-FINMA abgedeckt.<sup>89</sup>

<sup>70</sup> Statt aller *Senn*, Anmerkungen zur zukünftigen Meldepflicht im Börsengesetz – Art. 20 BEHG, SZW 65 (1993), 227 (231 FN 29).

<sup>71</sup> Ein Zukaufsverbot soll *de lege ferenda* eingeführt werden; vgl dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>72</sup> Vgl dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>73</sup> Das Börsengesetz erwähnt die Finanzinstrumente nur an einer einzigen Stelle: Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG; auf Verordnungsebene finden sich hingegen zahlreiche Erwähnungen der Finanzinstrumente: Art 12 Abs 1 lit a Z 4, 5 sowie lit b Z 3, Art 15, 16 lit a Z 4, Art 18 Abs 1, Art 21 Abs 1 lit a, b sowie Abs 2 lit b Z 1, lit c bis e, Art 33 Abs 2 BEHV-FINMA.

<sup>74</sup> Detailliert *Contratto*, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht (Diss, Freiburg in der Schweiz 2006) 128 mwN; eine Legaldefinition der Derivate findet sich in Art 5 BEHV.

<sup>75</sup> ME ist nach allgemeinem Sprachgebrauch davon auszugehen, dass Finanzinstrument und Derivat als Synonyme verwendet werden.

<sup>76</sup> Allgemein *Hutterli*, Strukturierte Produkte (Diss, St. Gallen 2008) 11.

<sup>77</sup> Es besteht keine generelle Meldepflicht für Finanzinstrumente, weil ansonsten falsche Signale an den Markt gegeben würden; vgl *Schenker*, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in *Tschäni*, Mergers & Acquisitions XI (2009) 252 (257).

<sup>78</sup> Gewisse Finanzinstrumente werden außerdem seit dem 1.12.2007 beispielhaft für den (meldepflichtigen) indirekten Erwerb erwähnt (Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG); vgl dazu unten Pkt II.2.1.

<sup>79</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.1.

<sup>80</sup> Vgl dazu unten Pkt II.1.3.

<sup>81</sup> Allgemein *Watter/Dubs*, Wettlauf der „Waffensysteme“ bei Unternehmensübernahmen, NZZ 19/2007, 31.

<sup>82</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.1.

<sup>83</sup> Dies war einfach zu erreichen, indem die EBK in Art 13 Abs 1 BEHV-EBK bestehende Einschränkungen in lit a und b (nämlich: „soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen“) gestrichen hat; damit unterstehen grundsätzlich sämtliche Optionen als Finanzinstrumente der Meldepflicht von Art 20 BEHG.

<sup>84</sup> Vgl dazu unten Pkt II.3.2.

<sup>85</sup> BGE 2C\_77/2009 vom 11.3.2010, Erw 5.4 (*Implemia/Laxey*); vgl dazu unten Pkt II.3.2.

<sup>86</sup> Vgl dazu unten Pkt II.2.2.

<sup>87</sup> Detailliert Empfehlung V-03-09 der Offenlegungsstelle der SIX, die sich abgedruckt findet im Jahresbericht OLS 2009, 39 ff mwN.

<sup>88</sup> Im Detail der Jahresbericht OLS 2007, 18 ff mwN.

<sup>89</sup> Art 15 Abs 1 lit c BEHV-FINMA beinhaltet im Wesentlichen die Meldepflicht für „Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie weitere Differenzgeschäfte (wie Contracts for difference, Financial Futures)“ – mE ist die Aufzählung nicht abschließend.

## 2. Rechtssetzung

### 2.1. Legislative Hektik 2007

In den Jahren 2005/2006 fanden in der Schweiz mehrere („unfriendly“) Übernahmen bzw. Übernahmeveruche statt, die zu heftigen Debatten und zu verschiedenen Verfahren führten.<sup>90</sup> Die damaligen Interessenten an schweizerischen „Industrieperlen“ kamen oftmals aus dem Ausland, nämlich etwa aus Österreich,<sup>91</sup> aus Russland,<sup>92</sup> aus Großbritannien<sup>93</sup> oder aus Frankreich,<sup>94</sup> was bei Politikern den Pulsschlag umso mehr erhöhte. Vor diesem Hintergrund erfolgte eine erhebliche Verschärfung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz,<sup>95</sup> die über den internationalen Standard weit hinausging.

ME war der „Heimatschutz“ ein klarer rechtspolitischer Leitgedanke der Revision(en), auch wenn dies seitens der Behörden und im Eidgenössischen Parlament vehement bestritten wurde.<sup>96</sup> Im Jahre 2007 wurden die börsenrechtlichen Grundlagen der Beteiligungstransparenz mehrfach revidiert, und zwar einmal das Börsengesetz und zweimal die Börsenverordnung der damaligen Aufsichtsbehörde in diesem Bereich.<sup>97</sup>

Per 1.12.2007 trat eine revidierte Fassung von Art 20 BEHG in Kraft. Diese Gesetzesrevision brachte gewichtige Änderungen zur börsenrechtlichen Beteiligungstransparenz mit sich. Als erste Neuerung hat der Gesetzgeber die Grenzwerte verschärft.<sup>98</sup> Die zweite Neuerung auf Gesetzesstufe bestand darin, für den Fall einer Meldepflichtverletzung eine Klage auf Suspendierung der Stimmrechte des Verletzers einzuführen.<sup>99</sup>

Finanzinstrumente, die in der Praxis zum „Heranschieben“ benutzt wurden, waren auch gewichtiges Thema der Gesetzesrevision. Als dritte Neuerung wurde Art 20 Abs 1 BEHG insofern ausgedehnt, als neben Aktien nunmehr umfassend ebenfalls Erwerbs- und Veräußerungsrechte darauf unterstellt wurden.<sup>100</sup> Im vorliegenden Zusammenhang von besonderem Interesse ist die vierte Neuerung, die eine Klarstellung zum (meldepflichtigen) sog indirekten Erwerb darstellt: „Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“ (Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG).<sup>101</sup>

Die EBK revidierte ihre Börsenverordnung zuerst per 1.7.2007 und danach erneut per 1.12.2007. Bei der ersten BEHV-EBK-Revision ging es um die (erstmalige) Erfassung von Cash-Settlement-Optionen, die in schweizerische Schlagzeilen geraten waren,<sup>102</sup> außerdem wurde neu die Addition von Aktieneigentum und von Optionen bzw von Derivaten vorgesehen.<sup>103</sup> Bei der zweiten BEHV-EBK-Revision standen formelle Fragen im Vordergrund, und zwar in Anpassung der parallel ebenfalls revidierten Gesetzesgrundlage von Art 20 BEHG.<sup>104</sup> In der Folge kam es zu weiteren kleineren Anpassungen.<sup>105</sup>

Die Neuordnung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz für Finanzinstrumente lässt verschiedene Fragen offen.<sup>106</sup> Angesichts der großen Bedeutung dieser Rechtsthematik in der Wirtschaftsrealität kann kaum erstauen, dass schon verschiedene Verfahren idZ laufen<sup>107</sup> und sich zahlreiche Autoren damit beschäftigt haben.<sup>108</sup>

### 2.2. Wirtschaftliche Betrachtungsweise

Die sog wirtschaftliche Betrachtungsweise, die – etwas trivialisiert – dem Motto „substance over form“ folgt, stellt eine wichtige Methode (sei es der Rechtsanwendung oder der Rechtssetzung) in verschiedenen Bereichen des Wirtschaftsrechts dar. In der Schweiz im Vordergrund stehen einerseits das Steuerrecht<sup>109</sup> sowie andererseits das kapitalmarktrechtliche Aufsichtsrecht; in weiteren Rechtsbereichen (etwa im Aktienrecht)<sup>110</sup> dürfte die wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise vermehrt Einzug halten.<sup>111</sup>

Das kapitalmarktrechtliche Offenlegungsrecht im Rahmen von Art 20 BEHG und dem darauf basierenden Verordnungsrecht wird ebenfalls von der wirtschaftsrechtlichen Betrachtungsweise beherrscht, und zwar sowohl bei der Rechtssetzung als auch bei der Rechtsanwendung. Rechtspolitisch beabsichtigt wird in erster Linie, allfällige Meldepflichtumgehungen zu verhindern, und zwar mittels eines börsenrechtlichen Auffangtatbestands.

Die wirtschaftsrechtliche Betrachtung zur Meldepflicht kommt bspw darin zum Ausdruck, dass nicht allein der direkte, sondern auch der indirekte Erwerb (und *vice versa* natürlich ebenso die indirekte Veräußerung) von kotierten Beteiligungspapieren meldepflichtig ist (Art 20 Abs 1 BEHG).<sup>112</sup> Zur Verhinderung von Umgehungen wurde diese Regelung

<sup>90</sup> Vgl dazu unten Pkt II.3.2.; zudem Kunz, Das Einberufungsrecht für GV sowie weitere Aktionärsrechte zwischen Hammer und Amboss von Managementwillkür und Rechts(un)sicherheit, Jusletter vom 19.11.2007, Rz 3 mwN.

<sup>91</sup> Industriebeteiligungsgesellschaft Victory.

<sup>92</sup> Unternehmensgruppe Renova.

<sup>93</sup> Hedgefonds Laxey Partners.

<sup>94</sup> Rückversicherungskonzern Scor.

<sup>95</sup> Übersicht bei von der Crone/Bilek/Hirschle, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 80 (2008), 1 mwN; Nobel, Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären, Jusletter vom 4.2.2008; eine detaillierte Übersicht zur legislativen Entwicklung findet sich ebenfalls im Jahresbericht OLS 2007, 3 ff.

<sup>96</sup> Vertiefte Diskussionen zur Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte einerseits sowie zum Markt für Unternehmensübernahmen (Market for Corporate Control) andererseits wurden nicht geführt.

<sup>97</sup> Die EBK war bis zum 31.12.2008 zuständig; per 1.1.2009 übernahm die FINMA.

<sup>98</sup> Den ersten meldepflichtigen Grenzwert hat die Revision von Art 20 Abs 1 BEHG von 5 % auf 3 % gesenkt; zudem wurden zwei neue Grenzwerte zur Meldepflicht eingeführt, nämlich bei 15 % und bei 25 %.

<sup>99</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.3.

<sup>100</sup> Unter dem früheren Börsenrecht waren Erwerbsrechte (zB Call-Optionen und geschriebene Put-Optionen) bereits erfasst, allerdings (noch) nicht Veräußerungsrechte.

<sup>101</sup> ME handelt es sich um einen „klassischen“ Auffangtatbestand – sozusagen eine legislative wirtschaftliche Betrachtungsweise – iZm Unternehmensübernahmen, und zwar unbeschrieben der eingesetzten Beteiligungspapiere bzw Finanzinstrumente.

<sup>102</sup> Vgl dazu oben Pkt II.1.2.

<sup>103</sup> Bis Ende Juni 2007 unterstanden das Aktieneigentum sowie die Derivate je einzeln der damals geltenden Meldeschwelle, dh, eine kumulierte Anwendung war nicht vorgesehen; es war deshalb bspw legal, 4,99 % Aktieneigentum mit 4,99 % Optionen darauf (= total 9,98 %) zu kombinieren, ohne meldepflichtig zu sein.

<sup>104</sup> Art 10 Abs 3 BEHV-EBK: Erwerbs- und Veräußerungspositionen („Zwei-Topf-Lösung“); Art 13 BEHV-EBK (Finanzinstrumente).

<sup>105</sup> Seit dem 1.1.2009 gilt die BEHV-FINMA.

<sup>106</sup> Vgl dazu unten Pkt III.1.

<sup>107</sup> Vgl dazu unten Pkt II.3.2.

<sup>108</sup> Auswahl: Jutzi/Schären, Erfassung von Finanzinstrumenten im revidierten Offenlegungsrecht, ST 2009, 570; Ryser/Weber, Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 82 (2010), 112; Remm, Die börsenrechtliche Meldepflicht von Finanzderivaten, SZW 82 (2010), 186.

<sup>109</sup> Matteotti, Wirtschaftliche Betrachtungsweise und Steuergerechtigkeit, ZSR 129 (2010), I 217.

<sup>110</sup> Bspw sollen im Rahmen der aktuellen Aktienrechtsrevision sog Rückforderungsklagen (Art 678 OR) möglich sein gegenüber Vergütungen „ungeachtet der rechtlichen oder wirtschaftlichen Form“ – so der Vorschlag der ständerätlichen Kommission; vgl Boemle, Wiederbelebung des Tantieme-Modells, FuW 56/2010, 20.

<sup>111</sup> Beispiele: Abzahlungsrecht, arbeitsvertragliches Konkurrenzverbot sowie der sog Durchgriff (im Gesellschaftsrecht) – im Detail zu diesen Themen Lanz, Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im schweizerischen Privatrecht (Diss, Bern 2000) 62.

<sup>112</sup> Detaillierter zum Verständnis Art 9 Abs 3 BEHV-FINMA.

im Jahre 2007 mit Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG ergänzt.<sup>113</sup> Extensiv formuliert es schliesslich Art 9 Abs 3 lit d BEHV-FINMA („alle anderen Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können“).

## 3. Rechtsanwendung

### 3.1. Behörden und Gerichte

In der Praxis kommt es immer wieder zu Problemen bei der (versuchten) Ahndung von Meldepflichtverletzungen durch Behörden. ME dürfte dies nicht zuletzt mit einem wenig übersichtlichen Wirrwarr von Zuständigkeiten zu tun haben<sup>114</sup> – heute können bis zu sechs Behörden bzw Institutionen offenlegungsrechtliche Sachverhalte untersuchen, nämlich etwa die Börsen, die FINMA, das EFD, kantonale Strafverfolgungsbehörden, der Bundesanwalt sowie Zivilgerichte; im Einzelnen sieht das Formelle in der Schweiz aus wie folgt:<sup>115</sup>

Die SIX als Selbstregulatorin<sup>116</sup> hat basierend auf Art 25 BEHV-FINMA eine Offenlegungsstelle (OLS) eingerichtet. Die OLS ist insb zuständig für die Überwachung der Meldepflicht, für die Bearbeitung von Gesuchen um Ausnahmen oder Erleichterungen von dieser Pflicht<sup>117</sup> sowie für den Erlass von sog Vorabentscheiden.<sup>118</sup> Die Praxis der OLS, die im Übrigen nicht rechtsverbindlich ist,<sup>119</sup> wird in deren Jahresberichten publiziert.<sup>120</sup>

Die UEK ist im Rahmen von Art 23 BEHG zwar (erste) Aufsichtsbehörde betreffend das Übernahmerecht (Art 22 ff BEHG). Hinsichtlich der Meldepflicht gem Art 20 BEHG hat die UEK allerdings im Prinzip keine Kompetenz(en) – immerhin vorbehaltlich der Aktivlegitimation für die Stimmrechtssuspendierungsklage in Übernahmefällen.<sup>121</sup>

Von Gesetzes wegen ist die FINMA zur Aufsicht über die Einhaltung der Meldepflicht kompetent; bspw nimmt sie allfällige Anzeigen (Art 20 Abs 4 BEHG) – zB der OLS<sup>122</sup> oder der betroffenen Emittenten<sup>123</sup> oder von Aktionären – wegen behaupteter Verletzungen entgegen und führt entsprechende Untersuchungen durch. Die FINMA hat anders als die OLS hoheitliche Kompetenzen, sodass sie die legale Möglichkeit zu verbindlichen Abklärungen hat. Sollte die FINMA überzeugt sein, dass ein strafbares Verhalten vorliegt, leitet sie das entsprechende Dossier dem EFD zur Beurteilung weiter.<sup>124</sup>

Die in der Praxis (äußerst seltenen) Verfügungen des EFD können mit unterschiedlichen Rechtsmitteln an verschiedene

gerichtliche Instanzen weitergezogen werden, und zwar an das Bundesverwaltungsgericht<sup>125</sup> in Bern, an das Bundesstrafgericht<sup>126</sup> in Bellinzona sowie schliesslich – und zwar von beiden gerichtlichen Vorinstanzen herkommend – an das Bundesgericht<sup>127</sup> in Lausanne als letzte Instanz. Sollten sämtliche Möglichkeiten ausgeschöpft werden, dürften sich Verfahren mehrere Jahre in die Länge ziehen.

### 3.2. Verfahrensübersicht

Verschiedene (versuchte oder erfolgte) Unternehmensübernahmen der letzten Jahre führten zu Streit und teils zu Verfahren. Im allgemeinen Bewusstsein stehen bekannte Gesellschaften wie etwa Saurer oder Sulzer oder Implemia, bei denen Optionsstrategien eingesetzt wurden;<sup>128</sup> in jüngster Zeit zu reden gibt ein weiterhin pendentes Verfahren betreffend OC Oerlikon, bei dem Rekordbußen für drei Investoren (total 120 Mio Franken) verhängt wurden.<sup>129</sup>

Ähnliche Übernahmestrategien wurden teils auch im Ausland verfolgt. In den USA (zBCSX – TCI) sowie in Deutschland (insb Continental – Schaeffler)<sup>130</sup> finden sich in jüngerer Vergangenheit vergleichbare Fallbeispiele.<sup>131</sup>

Eine abschließende Übersicht zur Schweiz ist unmöglich, weil die meisten Verfahren entweder nicht publik oder (noch) nicht rechtskräftig sind. Im Jahre 2003 wurde eine Untersuchung iZm Feldschlösschen vom EFD eingestellt; im gleichen Jahr hat das EFD (meines Wissens bis anhin das einzige Mal) einen Meldepflichtverletzer rechtskräftig gebüßt, und zwar mit einer Busse von 50.000 Franken. Die Meldungen der OLS SIX an die FINMA nahmen zwar ständig zu,<sup>132</sup> doch kam es selten zu FINMA-Anzeigen beim EFD.<sup>133</sup>

Im vorliegenden Zusammenhang am interessantesten ist ein Urteil des Bundesgerichts betreffend *Implemia/Laxey* vom 11.3.2010.<sup>134</sup> Die OLS der SWX/SIX hatte ursprünglich in einem Vorabentscheid festgehalten, dass die von Laxey eingesetzten Contracts for Difference (CFD) nicht meldepflichtig seien; die damalige Aufsichtsbehörde EBK zog das Verfahren an sich (sog Attraktion) und verfügte, dass Laxey der Meldepflicht unterstehe. Das Bundesverwaltungsgericht<sup>135</sup> sowie letztinstanzlich das Bundesgericht bestätigten dies in der Folge.

<sup>113</sup> Vgl dazu oben Pkt II.2.1.

<sup>114</sup> Außerdem fehlt es nicht selten an einem Informationsaustausch zwischen den involvierten Behörden – in erster Linie mangelt es der Börse an formellem Zugang zur FINMA sowie zum EFD.

<sup>115</sup> Eine Straffung bzw eine Vereinfachung des Verfahrens stellt eine wichtige Zielsetzung des aktuellen Reformvorhabens im Börsenrecht dar; vgl dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>116</sup> Vgl dazu oben Pkt I.1.3.

<sup>117</sup> Art 24 BEHV-FINMA.

<sup>118</sup> Art 20 BEHV-FINMA.

<sup>119</sup> Die OLS erlässt einzig Empfehlungen, die an die FINMA zum rechtsverbindlichen Entscheid mittels Verfügung gelangen können; vgl Art 26 Abs 2, 4 BEHV-FINMA.

<sup>120</sup> Internet: [http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/disclosure/annual\\_reports\\_de.html](http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/disclosure/annual_reports_de.html); zudem hat eine laufende Orientierung der Öffentlichkeit zu erfolgen (Art 25 Abs 3 BEHV-FINMA).

<sup>121</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.3.

<sup>122</sup> Im Jahre 2009 erstattete die OLS in 106 Fällen entsprechende Anzeigen an die FINMA – diese ihrerseits erhob aber nur in einem einzigen Fall eine Anzeige beim EFD; vgl Jahresbericht OLS 2009, 3 sowie 98 f.

<sup>123</sup> In der schweizerischen Wirtschaftsrealität erfolgen Anzeigen oftmals durch die Emittenten, und zwar geradezu als Abwehrstrategie gegen „unfreundliche“ Übernahmeversuche.

<sup>124</sup> Mit anderen Worten: Die FINMA nimmt die Vorabklärungen vor und das EFD führt die eigentliche Strafverfolgung im Rahmen von Art 40 ff BEHG durch.

<sup>125</sup> Bspw im Rahmen eines aufsichtsrechtlichen Verfahrens der FINMA oder bei Vorliegen einer Verfügung der FINMA (zB betreffend eine OLS-Empfehlung; Art 26 Abs 4 BEHV-FINMA) steht der Weiterzug an das Bundesverwaltungsgericht offen; hierzu Art 54 Abs 1 FINMAG iVm Art 47 Abs 1 lit b VwVG (SR 172.021) iVm Art 31 ff VGG (SR 173.32).

<sup>126</sup> Ein verwaltungsstrafrechtliches Verfahren (zB Art 41 BEHG) führt bei Weiterzug an das Bundesstrafgericht; vgl Art 50 Abs 1, 2 FINMAG iVm Art 72 Abs 1 VStrR (SR 313.0).

<sup>127</sup> Art 78 ff BGG (SR 173.110) betreffend Beschwerden in Strafsachen sowie Art 82 ff BGG betreffend Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten.

<sup>128</sup> Hinweise bei *Watter/Dubs*, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in *Tschäni, Mergers & Acquisitions X* (2008) 173 (186 ff); im Publikum etwas weniger bekannt ist das im November 2009 betreffend *sia Abrasives Holding* bzw einer Investorengruppe in deren Beteiligungspapiere eingeleitete Verwaltungsverfahren der FINMA; vgl AJP 2010, 780 mwN in FN 120.

<sup>129</sup> Vgl dazu unten Pkt III.3.1.

<sup>130</sup> *Habersack*, Beteiligungstransparenz adieu? – Lehren aus dem Fall Continental/Schaeffler, AG 2008, 817.

<sup>131</sup> Übersicht bei *Watter/Hinsen*, Empty Voting und verwandte Taktiken, in *Tschäni, Mergers & Acquisitions XI* (2009) 1 (4 ff).

<sup>132</sup> 2006: 47; 2007: 58; 2008: 101; 2009: 106.

<sup>133</sup> 2006: 1; 2007: 1; 2008: 2; 2009: 0.

<sup>134</sup> BGE 2C\_77/2009, 2C\_78/2009; hierzu *Rampini/Wieser*, Bundesgerichtliche Klarstellungen zum Begriff des indirekten Erwerbs und zur Stellung des Meldepflichtigen im Verfahren vor der FINMA, GesKR 2010, 240 (die Autoren waren in den Verfahren für die obsiegende Implemia tätig); zum Zwischenurteil vom 2.6.2009 in dieser Sache *Vogt/Handle*, Parteistellung der Gesellschaft in Verwaltungsverfahren betreffend die Meldepflicht nach Börsengesetz, GesKR 2010, 79.

<sup>135</sup> Zwei Urteile vom 18.12.2008: B-635/2008 sowie B-2775/2008.

Die höchstrichterliche Argumentation zu den materiellen Aspekten geht weit und beabsichtigt wohl in erster Linie, allfällige Offenlegungslücken zu schließen, und zwar mit einer extensiven Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffs des indirekten Erwerbs:<sup>136</sup>

„Das Börsengesetz bezweckt die Schaffung von Transparenz, insbesondere gegenüber den Anlegern, ... sowie die Gewährleistung eines Frühwarnsystems für Übernahmen zugunsten der Marktteilnehmer und der Zielgesellschaft ... Der Gesetzgeber umschrieb die massgeblichen Erwerbstatbestände sehr weit, indem er [zB] die indirekte Beschaffung erfasste. Der Gesetzgeber war sich offenbar bewusst, dass der Finanzmarkt regelmässig neue Erwerbsformen und Handlungsweisen schafft, die im Voraus ausdrücklich zu erfassen schwierig oder unmöglich wäre. Der gesetzlichen Formulierung kommt in diesem Sinne eine gewisse Auffangfunktion zu“ (Erw 7.4).<sup>137</sup>

ME zu Kritik veranlassen sollte das Bundesgerichtsurteil immerhin bei zwei formellen Aspekten, indem es der FINMA (zu) weitgehende Kompetenzen einzuräumen scheint:

Einerseits hat die FINMA im Rahmen der sog Vorabklärungen den Betroffenen keine Parteirechte zu gewähren (Erw 6.3),<sup>138</sup> obwohl diese Phase oft zentral ist für den weiteren Verfahrensverlauf. Noch bemerkenswerter äusserte sich das Bundesgericht andererseits zur Zulässigkeit einer sog antizipierten Beweiswürdigung. Die Vorinstanz durfte „ihre tatsächlichen Schlussfolgerungen in antizipierter Beweiswürdigung ziehen ... Wie bereits dargelegt (vgl Erw 3.3), ist es zulässig, das Beweisverfahren abzuschliessen, wenn mit guten Gründen davon ausgegangen werden kann, der Sachverhalt sei derart umfassend abgeklärt, dass er eine zutreffend Einschätzung der tatsächlichen Verhältnisse erlaube“ (Erw 6.6).<sup>139</sup>

### III. Ausblick

#### 1. Offene Fragen

Die legislative Strategie der Schweiz im Bereich der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz erscheint relativ simpel:

Finanzinstrumente können der Verschleierung der wahren Verhältnisse dienen und sollen deshalb mit der Meldepflicht umfassend erfasst werden; dies geschieht dadurch, dass einerseits spezifische Finanzinstrumente explizit erwähnt

(nämlich gewisse Call-Optionen und Put-Optionen, CFD sowie Financial Futures)<sup>140</sup> und andererseits alle übrigen Finanzinstrumente dem Auffangtatbestand des indirekten Erwerbs unterstellt werden.<sup>141</sup> Dadurch wird anscheinend eine lückenlose dynamische Ordnung erreicht.<sup>142</sup>

Doch der Regulator sprengt die Gesetzesordnung *de lege lata*. ME erweist sich nämlich Art 15 Abs 1 lit c BEHV-FINMA als gesetzeswidrig, dh, diese Regelung geht weiter als der gesetzliche Delegationsrahmen von Art 20 Abs 1, 2<sup>bis</sup> BEHG.<sup>143</sup> Außerdem scheint die Bedeutung des neuen<sup>144</sup> Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG nicht völlig klar; obwohl der Gesetzgeber mit dieser Neuordnung nicht alle Derivate ohne Realerfüllung erfassen wollte, scheint jüngst das Bundesgericht<sup>145</sup> in dieser Hinsicht extensiver zu sein. Diese beiden Rechtsfragen sollen weiterhin diskutiert werden.

Des Weiteren wird die Übernahmeabsicht beim Einsatz der übrigen Finanzinstrumente „vermutet, wenn die Anrechte oder Anwartschaften aus solchen Finanzinstrumenten zusammen mit den übrigen Erwerbpositionen ... den Stimmrechtsanteil von 15 Prozent übersteigen“ (Art 15 Abs 2 Satz 2 BEHV-FINMA). Dieser Grenzwert für die Vermutung, die eine Beweislastregel darstellt, basiert nicht auf einer gesetzlichen Vorgabe, dürfte mE aber gesetzeskonform sein, weil es sich beim Börsengesetz um ein Rahmengesetz handelt.<sup>146</sup>

Rechtspolitisch diskutabel erscheint, ob bei (unfreundlichen) Übernahmeversuchen wirklich die „Verteidigung“ so stark unterstützt werden soll, wie dies in der Schweiz aktuell der Fall ist. Dadurch könnte nicht zuletzt der Investmentplatz Schweiz in Mitleidenschaft gezogen werden – nachdem in den letzten Jahren insb Großaktionäre aus dem Ausland betroffen waren, könnte dies ein negatives Signal an ausländische Investoren darstellen.

#### 2. Stimmrechtssuspendierungsklage

Die Börsengesetzrevision per 1.12.2007<sup>147</sup> hat als neue Sanktion die von einem Zivilrichter auszusprechende Suspendierung der Stimmrechte eines meldepflichtverletzenden Investors eingeführt. Art 20 Abs 4<sup>bis</sup> BEHG<sup>148</sup> bzw dessen Entstehungsgeschichte und Redaktion, die zahlreiche Fragen offenlassen und damit zu Rechtsunsicherheiten für (potenzielle) Investoren führen, wurden vom Unterzeichner scharf kritisiert.<sup>149</sup>

Umstritten sind zahlreiche Aspekte – bspw, ob es für eine erfolgreiche Klage ein Verschulden brauche (und wenn ja: Vorsatz oder Fahrlässigkeit), ob ein Nachholen der Meldung

<sup>136</sup> Den Begriff des indirekten Erwerbs hat das BEHG bereits im Jahre 1997 eingeführt (Art 20 Abs 1 BEHG); mit der Teilrevision per 1.12.2007 hat Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG die Regelung ergänzt (das Bundesgericht geht nicht von einer Ausdehnung, sondern ausschließlich von einer Präzisierung zu Art 20 Abs 1 BEHG aus: Erw 7.11); Vgl dazu oben Pkt II.2.1.

<sup>137</sup> BGE 2C\_77/2009, Erw 7.7: „Der vom Gesetz separat erfasste ‚indirekte Erwerb‘ [schliesst] alles geschäftliche Handeln ein, das den Aufbau einer für die Meldepflicht massgeblichen Beteiligung trotz Auseinanderfallens der wirtschaftlichen und formalen Berechtigung objektiv ermöglicht bzw. das im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln kann, wenn aufgrund der Umstände darauf geschlossen werden muss, dass eine solche Beteiligung auch angestrebt wird. Ausschlaggebend ist mithin ein faktisches und nicht ein juristisches Kriterium“ (Hervorhebungen hinzugefügt).

<sup>138</sup> BGE 2C\_77/2009, Erw 6.3: „Vor Eröffnung des ordentlichen Verwaltungsverfahrens finden die Bestimmungen über das Verfahren und insbesondere über die Parteirechte grundsätzlich keine Anwendung, selbst wenn insoweit die rechtsstaatlichen Anforderungen an staatliches Handeln (wie Legalitätsprinzip und Verhältnismässigkeitsgrundsatz; vgl. Art. 5 BV) zu beachten sind. Nach der formellen Einleitung des Verfahrens sind den Betroffenen die Parteirechte indes vollumfänglich zu gewähren, wobei sie sich insbesondere auch zu den bereits getroffenen Abklärungen äussern können müssen ...“ (Hervorhebungen hinzugefügt).

<sup>139</sup> BGE 2C\_77/2009, Erw 3.3, auf den in Erw 6.6 verwiesen wird, hält insb fest, es sei „durchaus zulässig, bei einem komplexen Sachverhalt wie dem vorliegenden aus einzelnen vertieft abgeklärten Umständen in antizipierter Beweiswürdigung auf das Ganze zu schliessen ...“ (Hervorhebungen hinzugefügt).

<sup>140</sup> Art 15 Abs 1 BEHV-FINMA.

<sup>141</sup> Art 15 Abs 2 BEHV-FINMA enthält immerhin die Einschränkung auf Finanzinstrumente zum Erwerb von Beteiligungspapieren „im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot“.

<sup>142</sup> Die Dynamik besteht darin, dass die Unterstellung auch *pro futuro* gilt, also für im Zeitpunkt des Inkrafttretens von Art 20 Abs 2<sup>bis</sup> BEHG unbekannt bzw (noch) nicht „erfundene“ Finanzinstrumente; Optionsstrategien zum heimlichen Aufbau bedeutender Beteiligungen im Hinblick auf Unternehmensübernahmen, wie in den letzten Jahren in der Schweiz mehrfach erfolgt, sollen generell ausgeschlossen sein.

<sup>143</sup> Statt aller *Iffland/Gilliard*, Les nouvelles règles en matière de publicité des participations importantes, GesKR 2007, 365; im Detail *Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht (Habilitation, St. Gallen 2009) 89.

<sup>144</sup> Vgl dazu oben Pkt II.2.1.

<sup>145</sup> Vgl dazu oben Pkt II.3.2.

<sup>146</sup> Vgl dazu oben Pkt I.1.2.

<sup>147</sup> Vgl dazu oben Pkt II.2.1.

<sup>148</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.3.

<sup>149</sup> *Kunz*, Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsengesetz, SZW 80 (2008), 280 (286) mwN.

die Sanktion verhindern oder zumindest mildern könne, ob die Suspendierung die in Frage stehenden Aktien oder den Verletzer *ad personam* treffe, ob die Sanktion eine Fernwirkung habe (also weitere Aktionärsrechte betreffe), und schließlich, ob die Stimmrechtssuspendierungsklage rückwirkende Geltung habe.

Mit der in naher Zukunft anstehenden Revision der Stimmrechtssuspendierungsklage<sup>150</sup> werden die meisten problematischen Aspekte nicht gelöst bzw nicht einmal in Angriff genommen. ME überrascht doch sehr, dass diese Rechtsunsicherheiten weiterhin bestehen bleiben sollen. Ob diese Sanktionsmöglichkeit tatsächlich zu Klagen führen oder vielmehr generalpräventiv wirken wird, steht heute (noch) nicht fest. Immerhin hat sich das Zürcher Obergericht mit einem Urteil vom 13.8.2009 betreffend Auseinandersetzungen bei Sulzer in der Schweiz erstmals mit dieser Klage auseinandergesetzt.<sup>151</sup>

### 3. Blick in die Kristallkugel

#### 3.1. Praxisverschärfung?

Das schweizerische Sanktionsregime bei Verletzung der Meldepflicht ist sehr scharf – zumindest in der Theorie und im Rahmen des rechtlich Zulässigen.<sup>152</sup> In der Praxis der letzten 10 Jahre hat sich allerdings gezeigt, dass die Suppe nicht ganz so heiss gegessen wie gekocht wird. Den Behörden wird vielmehr – mE nicht ganz zu Unrecht – seit Jahren vorgeworfen, dass sie ihre legalen Möglichkeiten nicht nutzen. Tatsache ist, dass es aus verschiedenen (wohl teils institutionellen und teils personellen) Gründen in der Schweiz äusserst selten zu formellen Verfahren wegen Verletzung der Beteiligungstransparenz kommt.<sup>153</sup>

Jüngst hat sogar die Schweizer Börse (SIX) im Jahresbericht 2009<sup>154</sup> scharfe Kritik gegen die FINMA und das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) vorgebracht: „Die Börse wirft beiden letztlich Untätigkeit bei der Durchsetzung der Offenlegungspflichten bei Beteiligungen an Unternehmungen vor.“<sup>155</sup> FINMA und EFD weisen die Kritik zurück.

Ob eine behördliche Praxisverschärfung in Zukunft ansteht, kann heute nicht seriös prognostiziert werden. Immerhin hat ein Verfahren iZm OC Oerlikon für Aufruhr gesorgt<sup>156</sup> (bei Abschluss dieses Manuskripts war der rechtskräftige Verfahrensausgang noch nicht bekannt);<sup>157</sup> ein angeblicher „Parallelfall“ wegen heimlichem Beteiligungsaufbau der identi-

schen Betroffenen betreffend Sulzer wird nunmehr mit Spannung abgewartet.

#### 3.2. Anstehende Gesetzesrevision

Nicht allein in der Behördenpraxis zum kapitalmarktrechtlichen Offenlegungsrecht, sondern ebenfalls in der Rechtssetzung dürften in naher Zukunft nicht unerhebliche Änderungen bevorstehen. Dabei werden teils Verschärfungen und teils Entschärfungen vorgeschlagen.

Bis Ende April 2010 dauerte die Vernehmlassung zur geplanten Revision der Regulierung im Bereich Börsendelikt und Marktmissbrauch.<sup>158</sup> IdZ sollen insb die strafrechtlichen Bestimmungen zum Insiderverbot sowie zur Kursmanipulation verschärft werden. Im Offenlegungsrecht sollen – nebst Vereinfachungen im Wirrwarr<sup>159</sup> des Verfahrens sowie der Zuständigkeiten – insb die Kompetenz zur Stimmrechtssuspendierung vom Zivilrichter auf die FINMA (und in Übernahme-situationen auf die UEK) übertragen und mit einem Zukaufsverbot für Meldepflichtverletzer ergänzt werden, was die Rechtslage gegenüber dem Status quo effizienter machen und verschärfen würde:

„Die FINMA kann die Ausübung des Stimmrechts der Person, die eine Beteiligung unter Verletzung der Meldepflicht erworben oder veräussert hat, für die Dauer von höchstens fünf Jahren suspendieren. Sie kann für die gleiche Dauer ein Zukaufsverbot gegen diese Person oder gegen mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen verfügen“ (Art 20 Abs 4<sup>bis</sup> VE-BEHG).<sup>160</sup> Außerdem wird nunmehr gem Art 331 VE-BEHG als weitere Sanktion die Möglichkeit einer Gewinneinziehung vorgesehen.

In die andere Richtung gehen die Vorschläge zur Bußenordnung, die *de lege lata* drakonisch ist<sup>161</sup> und entschärft werden soll.<sup>162</sup>

Bei fahrlässiger Verletzung der Meldepflicht soll nur noch eine Buße von maximal 150.000 Franken drohen (Art 41 Abs 3 VE-BEHG); die maximale Buße bei vorsätzlicher Deliktsbegehung soll sogar nur noch 500.000 Franken betragen (Art 41 Abs 1 VE-BEHG). Während die aktuelle Ordnung ohne jeglichen Maximalbußenansatz rechtsstaatlich bedenklich erscheint, könnte mE der Vorschlag *de lege ferenda* die generalpräventive Funktion der Bußendrohung (zu) stark relativieren – es bleibt abzuwarten, wohin die Rechtspolitik und der Zeitgeist idZ treiben werden.<sup>163</sup>

<sup>150</sup> Vgl dazu unten Pkt III.3.2.

<sup>151</sup> Verfügung der II. Zivilkammer des Obergerichts des Kantons Zürich vom 13.8.2009, NL090126/Z2 – mitgeteilt *Fleischer*, ZR 108 (2009), 225 ff; im Detail *Montanari*, Erste Erfahrungen mit der Stimmrechtssuspendierungsklage nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG, Jusletter vom 28.9.2009.

<sup>152</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.3.

<sup>153</sup> Dies trifft zumindest für die Bußenverfahren zu; ob sich bei den Stimmrechtssuspendierungsklagen etwas ändern wird, bleibt abzuwarten – mE könnte es angesichts der vielen offenen Fragen idZ (vgl dazu oben Pkt III.2.) zu einer Abschreckung (ausländischer) Investoren kommen, was sich auf die Finanzierungsmöglichkeiten und auf die Anzahl möglicher Prozesse auswirken würde.

<sup>154</sup> Jahresbericht OLS 2009, 3 ff.

<sup>155</sup> NZZ 132/2010, 41 („Börse wirft Finma und EFD Untätigkeit vor“).

<sup>156</sup> In einem zurzeit noch nicht rechtskräftigen Verfahren hat kürzlich das EFD drei angebliche Verletzer der Meldepflicht mit Bußenzahlungen von je 40 Mio Franken bzw einem Total von 120 Mio Franken bestraft; vgl NZZ vom 28.1.2010 („Vekselberg im Visier des Bundes – Busse im Zusammenhang mit Einstieg bei Oerlikon“); Tages-Anzeiger vom 28.8.2010, 47 („Warum Viktor Vekselberg die 40-Millionen-Franken-Busse fürchtete“); zudem *Gisler*, Showdown in Bellinzona, Weltwoche 35/2010, 23; die Thematik führte ua zu diplomatischen Kontakten zwischen der Schweiz und Russland.

<sup>157</sup> Die Verhandlung vor dem Bundesstrafgericht fand am 15./16.9.2010 statt; es ist anzunehmen, dass das Verfahren in jedem Fall an das Bundesgericht weitergezogen werden wird.

<sup>158</sup> Übersicht unter <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index.html?lang=de> (mit Vorentwurf zum Börsengesetz [VE-BEHG] und erläuterndem Bericht); Bericht der Expertenkommission vom 29.1.2009, <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html>.

<sup>159</sup> Vgl dazu oben Pkt II.3.1.

<sup>160</sup> Konzeptionell etwas fragwürdig könnte erscheinen, dass die FINMA als Aufsichtsbehörde damit Personen sanktionieren könnte, die nicht ihrer Aufsicht unterstehen; nicht zuletzt aus Gründen der Effizienz kann die Kompetenzerweiterung zugunsten der FINMA indes begrüßt werden.

<sup>161</sup> Vgl dazu oben Pkt I.3.3.

<sup>162</sup> Diese geplante Entschärfung stünde insb im Widerspruch zur kürzlichen Verschärfung im Bereich des (selbstregulierten) Kotierungsrechts; seit dem 1.7.2009 kann die SIX wegen Verletzung des Kotierungsreglements (zB betreffend *Ad-hoc*-Publizität) „Bußen“ in Höhe von 10 Mio Franken verhängen.

<sup>163</sup> Der Entscheid des Bundesrates – also der Schweizer Regierung – zum weiteren Vorgehen bei diesem Revisionsprojekt wird im Spätherbst 2010 erwartet.