

Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte moderner Finanzinstrumente – Perspektive der Schweiz

PETER V. KUNZ*

I.	Übersicht.....	182
1.	Ausgangslage.....	182
a)	Entwicklung.....	182
b)	Regulierung.....	184
c)	Selbstregulierung.....	185
2.	Schweizer Modell als Vorbild?.....	187
3.	Grundordnung von Art. 20 BEHG.....	188
a)	Tatbestand.....	188
b)	Rechtsfolge.....	189
c)	Sanktionsordnung.....	190
II.	Ausgewählte Rechtsfragen.....	192
1.	Finanzinstrumente.....	192
a)	Grundsätzliches.....	192
b)	Cash-Settlement-Optionen.....	193
c)	Weitere Finanzinstrumente.....	194
2.	Rechtssetzung.....	194
a)	Legislative Hektik 2007.....	194
b)	Wirtschaftliche Betrachtungsweise.....	196
3)	Rechtsanwendung.....	197
a)	Behörden und Gerichte.....	197
b)	Verfahrensübersicht.....	199
III.	Ausblick.....	201
1.	Offene Fragen.....	201
2.	Stimmrechtssuspendierungsklage.....	202
3.	Blick in die Kristallkugel.....	203
a)	Praxisverschärfung?.....	203
b)	Anstehende Gesetzesrevision.....	204

* Der Beitrag wurde *Ende August 2010* abgeschlossen; großen Dank für seine wertvolle Unterstützung schulde ich meinem wissenschaftlichen Assistenten am IWR, Herrn MLaw *Andreas Hagi*.

I. Übersicht

1. Ausgangslage

a) Entwicklung

Das Börsenrecht lag in der Schweiz über lange Zeit in der Kompetenz der Kantone, also der 26 Gliedstaaten der Eidgenossenschaft.¹ Aus diesem Grund dominierten viele Jahrzehnte kantonale Börsen² und kantonale Börsengesetze. In einigen Bereichen war außerdem eine Selbstregulierung zu beobachten.³ 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)⁴ in Kraft trat.

Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz, die in erster Linie den Einfluss der wichtigsten Risikokapitalgeber einer Unternehmung aufzeigen soll (d.h. 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 im Zusammenhang mit 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. Gemäß Art. 2 lit. c BEHG bedeutet *Kotierung* die „Zulassung zum Handel an der Haupt- oder Nebenbörse“.⁵ Gemäß diesem Verständnis gibt es zurzeit in der Schweiz etwa 400 Publikumsgesellschaften.⁶

¹ Hinweise zum Historischen: *Kunz*, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001, § 3 Rn. 199 ff.

² Genf (ab 1850); Basel (ab 1876); Zürich (ab 1877).

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

⁴ Börsengesetz vom 24. März 1995: SR 954.1.

⁵ 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 <www.six-swiss-exchange.com/index.html> und andererseits die sog. *BX berne eXchange* oder Berner Börse <www.berne-x.com/de/home>; Vorgängerin der BX war die „Telephonische Börse Bern“; *nicht* zum Börsenhandel gehört der sog.

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,⁷ im Kotierungsrecht der beiden Börsen⁸ sowie schließlich im Börsenrecht;⁹ das Börsengesetz stellt einerseits Spezialgesetz zum Aktienrecht dar und ist andererseits jünger, so dass es vorgeht (anwendbar sind die Grundsätze von „lex specialis“ sowie von „lex posterior“).¹⁰

Der hier interessierenden Investorenpflicht gemäß Art. 20 BEHG¹¹ – also der Grundnorm der schweizerischen kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz – kommt dogmatisch eine doppelte Funktion zu. Diese Pflicht des Publikumsanlegers hat einerseits ein *kapitalmarktrechtliches* Element¹² und andererseits einen *gesellschaftsrechtlichen* Aspekt.¹³

In aller Regel wird die Offenlegungspflicht als etwas Positives (insbesondere für Minderheitsinvestoren) verstanden, doch kann ein negatives Moment darin liegen, dass die Regelung zur Beteiligungstransparenz den „Übernahmepreis für einen potenziellen Bieter spürbar erhöhen“ kann¹⁴ – 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,

OTC-Handel („Ausserbörsliche“) der Berner Kantonalbank (BEKB); allg.: *Kunz*, GesKR 2006, 117 ff. m.w.H.

⁶ Dies ist – per Mai 2010 – bloß ein Bruchteil im Verhältnis zu den Gesamtzahlen in der Schweiz mit knapp 188.000 AG (Aktiengesellschaften) und ca. 122.000 GmbH (Gesellschaften mit beschränkter Haftung).

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

⁸ 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.

⁹ Art. 20 BEHG als Pflicht des Gesellschafters zur Offenlegung: Vgl. dazu hinten I.3.

¹⁰ Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Aktionärspflichten, die durch Art. 680 Abs. 1 OR restriktiv ausgestaltet und durch das Börsengesetz ausgebaut werden; hierzu: *Kunz*, in: Vogt/Stupp/Dubs, Unternehmen – Transaktion – Recht. Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, 2008, S. 233 ff. m.w.H.

¹¹ Vgl. dazu hinten I.3.

¹² Art. 1 BEHG: Transparenz für Anleger sowie Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte.

¹³ Es geht v.a. um den sog. Minderheitenschutz (z.B. betreffend die Unzulässigkeit des „heimlichen Anschleichens“ bei öffentlichen Übernahmen); zudem dient Art. 20 BEHG der Erfüllung von Art. 663c OR.

¹⁴ *Ruffner*, SJZ 101 (2005), 253, 255; durch erhöhte Transaktionskosten kann der sog. Markt für Unternehmensübernahmen, dem eine wichtige Disziplinierungsfunktion zukommt, in Frage gestellt sein.

heftigen Diskussionen steht hingegen diese Investorenpflicht in erster Linie im Zusammenhang mit dem (beabsichtigten) „Heranschleichen“ an Publikumsgesellschaften, d.h. im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten. Populistische Stichworte (nicht allein im Ausland, sondern ebenfalls in der Schweiz) sind beispielsweise „räuberische Aktionäre“ oder „Heuschrecken“ oder „Raiders“.

Die Beteiligungstransparenz der Investoren stellt m.E. den materiellen Teil des sog. börsenrechtlichen Übernahmerechts dar, selbst wenn dies formell nicht aus der Gesetzessystematik ersichtlich wird, wie dies beispielsweise in der Schweiz der Fall ist: Art. 20 BEHG regelt die Grundzüge der Beteiligungstransparenz, während sich die börsengesetzliche Übernehmordnung im eigentlichen Sinne aus Art. 22 ff. BEHG ergibt.¹⁵ Art. 20 BEHG implementiert im Wesentlichen ein Frühwarnsystem für Unternehmensübernahmen.

Der Vollständigkeit halber muss ebenfalls auf *Art. 31 BEHG* hingewiesen werden.¹⁶ Diese Bestimmung stellt eine spezifische Beteiligungstransparenznorm für *Übernahmesituationen* dar.¹⁷ 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.¹⁸ Während Art. 31 BEHG geradezu toter Buchstabe geblieben ist, interessieren sich seit etwa drei Jahren nunmehr Investoren, Behörden und sogar Medien immer mehr für Art. 20 BEHG.¹⁹

b) Regulierung

Das Börsengesetz ist – wie die meisten Erlasse des schweizerischen Kapitalmarktrechts²⁰ – als sog. Rahmengesetz ausgestaltet,²¹ d.h. zahlreiche

¹⁵ Auf das börsenrechtliche Übernahmerecht i.e.S. wird *nicht* eingegangen.

¹⁶ *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“.

¹⁷ 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 im Zusammenhang mit Art. 20 BEHG möglich ist: Vgl. dazu hinten I.3.a)/III.2.

¹⁸ Vgl. dazu hinten I.3.

¹⁹ Vgl. dazu hinten II.3.

²⁰ Die Doktrin unterscheidet zwar oftmals zwischen Finanzmarktrecht und Kapitalmarktrecht, doch die Differenzierung erscheint kaum sinnvoll – m.E. dürfen die Begriffe als *Synonyme* betrachtet werden.

materielle, börsenrechtliche Vorschriften finden sich delegiert auf einer tieferen Rechtssetzungsstufe, nämlich in verschiedenen Verordnungen des Bundesrats²² bzw. von verschiedenen Behörden. Nebst dem Börsengesetz sind die BEHV,²³ die BEHV-FINMA²⁴ sowie (für das Übernahmerecht i.e.S.) die UEV²⁵ und das Reglement der Übernahmekommission (UEK)²⁶ beachtlich, die das BEHG innerhalb des entsprechenden Delegationsrahmens ausgestalten sollen.

M.E. 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. Insbesondere erlaubt dieses Legislativkonzept schnelle Anpassungen – wie sich gerade bei der Beteiligungsthematik gezeigt hat; ob diese Revisionen indes immer gelungen sind, kann durchaus bezweifelt werden.²⁷

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.²⁸ Hinsichtlich der Offenlegung bei (neueren) Finanzinstrumenten geht es meist um den sog. indirekten Erwerb, der (heute) konzeptionell im Sinne einer wirtschaftsrechtlichen Betrachtungsweise²⁹ in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG i.V.m. Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA geregelt wird. Behauptete rechtssetzende Lücken bei der Beteiligungstransparenz wurden ebenfalls durch Regulierung und nicht durch Selbstregulierung gefüllt.³⁰

c) *Selbstregulierung*

Der (nicht-hoheitlichen) sog. *Selbstregulierung* kommt in der Schweiz eine große kapitalmarktrechtliche Tradition zu,³¹ und zwar weit mehr als im

²¹ Statt aller: Langhart, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, S. 248 ff.

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

²³ Börsenverordnung: SR 954.11.

²⁴ Börsenverordnung-FINMA: SR 954.193.

²⁵ Übernahmeverordnung: SR 954.195.1.

²⁶ R-UEK: SR 954.195.2.

²⁷ Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Stimmrechtssuspendierungsklage: Vgl. dazu hinten III.2.

²⁸ Vgl. dazu hinten I.1.c).

²⁹ Vgl. dazu hinten II.2.b); der indirekte Erwerb steht in der Wirtschaftsrealität im Vordergrund des Interesses, doch wird die sog. indirekte Veräußerung analog geregelt.

³⁰ Vgl. dazu hinten II.2.a).

³¹ Hierzu: <www.finma.ch/archiv/ebk/d/publik/medienmit/20070704/200704_02_d.pdf> (Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor, Juli 2007).

Ausland. Eine Selbstregulierung durch Selbstregulatoren weist denn auch verschiedene Vorzüge (z.B. Anpassungsfähigkeit), aber eben auch einige Nachteile (z.B. Rechtsstaatlichkeit) aus.³² Gerade das Börsenrecht ist ein prägnanter kapitalmarktrechtlicher Anwendungsfall der Selbstregulierung, wie sich aus der Marginale von Art. 4 BEHG ergibt.³³

Die Börsen – notabene als private, wenn auch beaufsichtigte Unternehmungen – „erlassen“ als Selbstregulatoren ihre Reglemente, die in der Folge der staatlichen Aufsichtsbehörde³⁴ zur Genehmigung zu unterbreiten sind (Art. 4 Abs. 2 BEHG);³⁵ 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),³⁶ ist die Sicherstellung von Transparenz in einem umfassenden Sinn. SIX und BX haben deshalb zu verschiedenen Themen selbstregulierende Vorschriften „erlassen“ – insbesondere müssen Management Transaktionen einerseits³⁷ und kursrelevante Tatsachen andererseits (sog. Ad hoc-Publizität)³⁸ durch die Publikumsgesellschaften offengelegt werden.

Die *Beteiligungstransparenz* zulasten der Publikumsinvestoren wird in der Schweiz nicht durch Selbstregulierung,³⁹ sondern durch Regulierung im Rahmen von Art. 20 BEHG erfasst.⁴⁰ 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 Meldepflichtver-

³² Hinweise: *Kunz*, FS Böckli, 2006, S. 471, 481 f.

³³ Die Marginale der Norm lautet: „Selbstregulierung“.

³⁴ Per 1. Januar 2009 wurde neu die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FINMA) für eine integrierte Aufsicht u.a. von Banken und Versicherungen eingesetzt: Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG (SR 956.1); vorher amtierte als Aufsichtsbehörde im Bereich des Börsenrechts die Eidgenössische Bankenkommission (EBK); generell: *Kilgus*, FS von Büren, 2009, S. 817 ff.

³⁵ Es handelt sich somit um eine sog. unechte Selbstregulierung.

³⁶ Allg.: *Kellerhals*, FS Zobl, 2004, S. 375 ff.

³⁷ Zu den Selbstregularen der SIX: Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT) – dazu gibt es seitens der SIX einen Kommentar RLMZ; allg. statt aller: *Weber/Huber*, in: Reutter/Werlen, Kapitalmarkttransaktionen II, 2007, S. 99 ff.

³⁸ Zu den Selbstregularen der SIX: Art. 53 f. KR SIX; Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität (RLAhP); die Ad hoc-Publizität gehört in der Schweiz – anders als oft im Ausland (z.B. in Deutschland oder in China) – nicht zur Regulierung, sondern zur Selbstregulierung.

³⁹ 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.

⁴⁰ Vgl. dazu hinten I.3.

letzungen.⁴¹ M.E. könnte (und sollte) im Rahmen einer geplanten Neuorganisation der Behördenzuständigkeiten⁴² diese Problematik thematisiert werden, d.h. 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 Ausland⁴³ dar. Dies wird beispielsweise durch zahlreiche Verfahren wegen angeblicher Verletzung der Meldepflicht sowie durch viele Gesetzgebungsprojekte – in der Schweiz und im Ausland – ersichtlich. Eine rechtsvergleichende Auseinandersetzung⁴⁴ 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 Rechtsvergleichung⁴⁵ immer wieder (und immer öfter) ausländische Rechtsvorstellungen und Rechtsmodelle, so dass 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

⁴¹ 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 hinten II.3.a).

⁴² Vgl. dazu hinten III.3.b).

⁴³ Hinweise: *Renn*, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Diss. St. Gallen 2009, S. 155 ff. (Großbritannien), 164 ff. (Deutschland) sowie 198 ff. (USA); zu Deutschland: *Fleischer*, AG 2008, 873 ff.; *Fleischer/Schmolke*, NZG 2009, 401 ff.

⁴⁴ Der vorliegende Beitrag entspricht – etwas trivialisiert – einem *Länderbericht* zur Schweiz.

⁴⁵ Im Detail: *Kunz*, ZVglRWiss 108 (2009), 31; im Vordergrund für Rechtssetzer und Rechtsanwender steht das Recht der Europäischen Union, doch „übernimmt“ der Kleinstaat Schweiz nolens volens Rechtskonzepte aus der ganzen Welt.

Jahre 1926 in der Türkei⁴⁶ oder des Schweizer Obligationenrechts (OR) in Teilen des Nahen Ostens und in Nordafrika.⁴⁷

Die Schweiz hat also durchaus legislative Exporteur-Qualitäten. M.E. könnte sich Art. 20 BEHG in Rechtssetzung und in Rechtsanwendung künftig ebenfalls als (rechtspolitischer) Schweizer Exportschlager erweisen, d.h. 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

a) Tatbestand

Die Grundordnung zur individuellen Beteiligungstransparenz in der Schweiz, nämlich Art. 20 BEHG (und die Verordnungsbestimmungen), wurde im Jahre 1997 eingeführt und zehn Jahre später das bis anhin einzige Mal mittels Gesetzesänderung revidiert.⁴⁸ Obwohl sich verschiedene Probleme in der Praxis gezeigt hatten (z.B. 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 gemäß Art. 20 Abs. 1 BEHG (mit zusätzlichen Klarstellungen in Art. 9 ff. BEHV-FINMA) lautet zulasten eines Publikumsgehalters 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.⁴⁹

Sog. Finanzinstrumente, die sich seit Jahren permanent weiterentwickeln und nicht zuletzt für Unternehmensübernahmen zum Einsatz gelangen (z.B. Cash-Settlement-Optionen, Contracts for Difference bzw.

⁴⁶ *Bucher*, The position of the Civil Law of Turkey in the Western Civilisations, in: *Atatürk and Modern Turkey*, Lausanne 1999, S. 217 ff.; *Rainer*, Europäisches Privatrecht – Die Rechtsvergleichung, 2. Aufl., 2007, S. 233 f.

⁴⁷ Hinweise: *Bucher*, NZZ v. 10./11.6.2006, S. 31.

⁴⁸ Vgl. dazu hinten II.2.a).

⁴⁹ Vgl. dazu hinten I.3.b).

CFD, Futures),⁵⁰ werden durch Sonderregelungen auf Verordnungsstufe einerseits sowie durch die Generalklausel des indirekten Erwerbs auf Gesetzesstufe andererseits legislativ „abgedeckt“, mindestens im Großen und Ganzen.⁵¹ Primäre rechtspolitische Zielsetzung der Schweiz ist, möglichst sämtliche (Praxis-)Lücken zu füllen.

M.E. 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.

b) Rechtsfolge

Ein Investor in Publikumsgesellschaften, der den *Tatbestand* der Beteiligungstransparenz erfüllt (z.B. das Überschreiten eines Grenzwertes infolge Erwerbs bestimmter Finanzinstrumente),⁵² 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, d.h. die *Emittentin* die ihr zugestellte Meldung publizieren (Art. 21 BEHG),⁵³ wodurch – wenn auch mit einer nicht zu unterschätzenden zeitlichen Verzögerung⁵⁴ – 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,

⁵⁰ Vgl. dazu hinten II.1b)/II.1.c)

⁵¹ Vgl. dazu hinten II.2.a).

⁵² Vgl. dazu vorne I.3.a).

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

⁵⁴ 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), d.h. es kann durchaus vorkommen, dass erst sechs Tage nach Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen einer Meldepflicht die Beteiligungstransparenz geschaffen wird – m.E. wäre eine Verkürzung dieser Fristen rechtspolitisch dringend angebracht; gerade die Frist gemäß Art. 22 Abs. 1 BEHV-FINMA kann für einen heimlichen Beteiligungsaufbau ohne weiteres im legalen Rahmen genutzt werden, und eine Wochenfrist stellt in „unfreundlichen Übernahmeszenarien“ fast schon eine Ewigkeit dar.

sondern die Verletzung der Meldepflicht durch Investoren – anders als eine unterlassene Publikation durch die Emittenten⁵⁵ – kann sehr scharf sanktioniert werden. In der Schweiz betreffen die möglichen Sanktionen⁵⁶ unterschiedliche Rechtsgebiete, wobei das Strafrecht sowie (seltener) das Zivilrecht im Vordergrund stehen. Das Sanktionsregime befindet sich seit einiger Zeit im Umbruch.⁵⁷

c) Sanktionsordnung

Die börsenrechtliche Sanktionsordnung in der Schweiz⁵⁸ erscheint zwar nicht übermäßig vielfältig, was die möglichen Maßnahmen gegen Meldepflichtverletzer betrifft, zumindest im internationalen Vergleich⁵⁹ m.E. aber sehr scharf. Im Vordergrund stehen zwei Sanktionen, nämlich die Buße einerseits sowie⁶⁰ die Stimmrechtssuspendierung andererseits:

Die Verletzung der Meldepflicht gemäß Art. 20 BEHG ist *strafbar*, und zwar bei vorsätzlicher sowie bei fahrlässiger Begehung des Delikts.⁶¹ Zwar droht niemals Freiheitsentzug für den Meldepflichtverletzer, doch die angedrohten Bußen können sich im konkreten Einzelfall durchaus als drakonisch erweisen⁶² (und stehen nicht zuletzt unter diesem rechtsstaatlichen Aspekt in der Schweiz unter zunehmender Kritik).⁶³

Der fahrlässige Verletzer kann immerhin „mit Busse bis zu 1.000.000 Franken bestraft“ werden (Art. 41 Abs. 3 BEHG).⁶⁴ Bei *Vorsatz* einer Meldepflichtverletzung – der gerade in „Heranschleichen“-Szenarien durch potentielle Unternehmensübernehmer immer vorliegen dürfte – gibt es

⁵⁵ 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. insbesondere Ziff. 4.7 des Reglements für die Offenlegungsstelle der Schweizer Börse vom 19. November 1997 (das Reglement soll in naher Zukunft revidiert, aber materiell nicht grundlegend überarbeitet werden).

⁵⁶ Vgl. dazu hinten I.3.c).

⁵⁷ Vgl. dazu hinten III.2./III.3.b).

⁵⁸ Statt aller: *Bertschinger*, AJP 6 (1997), 283 ff.

⁵⁹ Einen Überblick zu Meldepflichten in ausgewählten ausländischen Rechtsordnungen verschafft: *Hagi*, Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften nach Art. 20 BEHG, Masterarbeit Universität Bern 2010, 43 ff. – unpubliziert.

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

⁶¹ Übersicht: *Watter*, Rechtliche Konsequenzen bei Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflichten gemäß Art. 20 und 31 BEHG (...), in: 3. Zürcher Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht, 2009, S. 165 ff.; allg.: *Nater*, Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, Diss. Zürich 2000.

⁶² Vgl. dazu hinten II.3.b).

⁶³ Vgl. dazu hinten III.3.b).

⁶⁴ Die Strafbarkeit der Fahrlässigkeit wurde erst per 1. Januar 2009 ins Börsenrecht eingeführt.

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).⁶⁵

Seit dem 1. Dezember 2007 sieht das Börsengesetz in der Schweiz eine neue Sanktionsmöglichkeit bei Meldepflichtverletzungen vor, nämlich die sog. *Stimmrechtssuspendierungsklage*, deren Rechtsnatur umstritten⁶⁶ ist und die m.E. noch (zu) viele Fragen unbeantwortet⁶⁷ lässt. Eine Suspendierung der Stimmrechte muss als äußerst schwerwiegende Sanktion betrachtet werden. Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG als Basis dieser Klage, teils von ausländischen Rechtsordnungen (mit-)inspiriert,⁶⁸ hält in diesem Zusammenhang 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 – m.E. mit gutem Grund – FINMA und UEK nicht nur klagebefugt, sondern entscheidbefugt sein.⁶⁹ Damit werden die Kompetenzen der Aufsichtsbehörde(n) erheblich vergrößert.

⁶⁵ Sollte sich also eine „Heuschrecke“ absolut still „angeschlichen“ und (noch) überhaupt keine Meldung gemäß 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 potentiell enteignend ist.

⁶⁶ Hinweise in der Verfügung vom 13. August 2009 des Obergerichts des Kantons Zürich re Verein pro Aktionärsrechte Sulzer gegen Everest Beteiligungs GmbH in Liq. et al. (NL090126/Z2) – Besprechung dieses Entscheids *Reiser/Von der Crone*, SZW 81 (2009), 509 ff.

⁶⁷ Vgl. dazu hinten III.2.

⁶⁸ In Verkennung gewichtiger Unterschiede zwischen den Rechtsordnungen wurde im Gesetzgebungsverfahren insbesondere 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. Juni 2007, 12 sowie 13; (noch) kein Thema in der Schweiz war hingegen die neue Regelung in Österreich – § 124 AktG trat am 1. August 2009 in Kraft; detailliert: *Zollner*, Der Gesellschafter, 3/2010, 146 ff.

⁶⁹ Vgl. dazu hinten III.3.b).

M.E. gibt es im Übrigen nebst der Buße und der Stimmrechtssuspension keine weiteren oder weitergehenden Sanktionen für den Fall einer Verletzung von Art. 20 BEHG. Insbesondere muss de lege lata eine Nichtigkeit des Erwerbsgeschäfts ebenso abgelehnt werden wie andere zivilrechtliche Eingriffsmöglichkeiten⁷⁰ (z.B. ein Dividendenstopp oder ein Zukaufsverbot für neue Aktien⁷¹); früher der EBK und heute der FINMA stehen zudem keine administrativen Sanktionen offen. Ob die Rechtslagen in diesem Zusammenhang für die Zukunft angepasst werden sollen oder nicht, sollte durchaus rechtspolitisch diskutiert werden.⁷²

II. Ausgewählte Rechtsfragen

1. Finanzinstrumente

a) Grundsätzliches

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

Unter einem Derivat bzw. Finanzinstrument ist ein *Terminkontrakt* zu verstehen, bei dem die Vertragsleistung(en) abgeleitet werden von einer zugrunde liegenden Variablen (= „underlying“). Es besteht eine Vielzahl möglicher vertraglicher Absprachen⁷⁶ – und die Finanzindustrie entwickelt

⁷⁰ Statt aller: *Senn*, SZW 65 (1993), 227, 231 Fn. 29.

⁷¹ Ein Zukaufsverbot soll de lege ferenda eingeführt werden: Vgl. dazu hinten III.3.b).

⁷² Vgl. dazu hinten III.3.b).

⁷³ Das Börsengesetz erwähnt die Finanzinstrumente nur an einer einzigen Stelle: Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG; auf Verordnungsebene finden sich hingegen zahlreiche Erwähnungen der Finanzinstrumente: Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4/Ziff. 5 sowie lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA; Art. 15 BEHV-FINMA (= Kernbestimmung betreffend Meldepflicht); Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA; Art. 18 Abs. 1 BEHV-FINMA; Art. 21 Abs. 1 lit. a/lit. b sowie Abs. 2 lit. b Ziff. 1/lit. c – lit. e BEHV-FINMA; Art. 33 Abs. 2 BEHV-FINMA.

⁷⁴ Detailliert: *Contratto*, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg in der Schweiz 2006, S. 128 ff. m.w.H.; eine Legaldefinition der Derivate findet sich in Art. 5 BEHV.

⁷⁵ M.E. ist nach allgemeinem Sprachgebrauch davon auszugehen, dass Finanzinstrument und Derivat als Synonyme verwendet werden.

⁷⁶ Allg.: *Hutterli*, Strukturierte Produkte, Diss. St. Gallen 2008, S. 11 ff.

ständig neue Produkte. Finanzinstrumente können zwar, müssen aber nicht notwendigerweise für Unternehmensübernahmen eingesetzt werden.⁷⁷

Zu den Finanzinstrumenten gehören insbesondere 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.⁷⁸ Der Gestaltungskreativität der Wirtschaftsrealität sind bekanntlich keine Grenzen gesetzt – die in der Schweiz bekanntesten Finanzinstrumente sind wohl Cash-Settlement-Optionen⁷⁹ sowie weitere Derivate wie etwa Contracts for Difference (CFD),⁸⁰ Financial Futures, Swaps oder Convertible Bonds, die teils in Rechtssetzung und Rechtsanwendung der Schweiz in den letzten Jahren bedeutsame Rollen spielten.

b) Cash-Settlement-Optionen

Die sog. *Cash-Settlement-Optionen* – Finanzinstrumente, die in der Praxis öfters (und damals legal) zur „Heranschleichung“ verwendet wurden⁸¹ – 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 Beteiligungspapiere (z.B. 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 2007⁸² nunmehr ebenfalls Cash-Settlement-Optionen der Meldepflicht unterstellt.⁸³

⁷⁷ Es besteht keine generelle Meldepflicht für Finanzinstrumente, weil ansonsten falsche Signale an den Markt gegeben würden: *Schenker*, in: Tschäni, *Mergers & Acquisitions XI*, 2009, S. 252, 257.

⁷⁸ Gewisse Finanzinstrumente werden außerdem seit dem 1. Dezember 2007 beispielhaft für den (meldepflichtigen) indirekten Erwerb erwähnt: Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG: Vgl. dazu hinten II.2.a).

⁷⁹ Vgl. dazu hinten II.1.b).

⁸⁰ Vgl. dazu hinten II.1.c).

⁸¹ Allg.: *Watter/Dubs*, NZZ v. 24.1.2007, S. 31.

⁸² Vgl. dazu hinten II.2.a).

c) Weitere Finanzinstrumente

Als Folge der verschiedenen Verfahren um Implenia/Laxey⁸⁴ 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“.⁸⁵

Maßgeblich für eine Meldepflicht ist nicht die Bezeichnung, sondern der Inhalt des Finanzinstruments, d.h. eine wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise⁸⁶ herrscht im börsenrechtlichen Offenlegungsrecht der Schweiz vor. Aus diesem Grund sind z.B. Wandelanleihen bzw. sog. *Convertible Bonds* als meldepflichtige Finanzinstrumente zu qualifizieren.⁸⁷ Dasselbe gilt zudem als Folge des erwähnten Bundesgerichtsurteils für CFD (selbst vor Inkrafttreten von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG).⁸⁸ Diese Finanzinstrumente sind nunmehr – wie auch die sog. *Financial Futures* – ausdrücklich durch Art. 15 BEHV-FINMA abgedeckt.⁸⁹

2. Rechtssetzung

a) 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.⁹⁰ Die damaligen Interessenten an

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

⁸⁴ Vgl. dazu hinten II.3.b).

⁸⁵ BGE 2C_77/2009 vom 11. März 2010 Erw. 5.4 (Implenia/Laxey): Vgl. dazu hinten II.3.b).

⁸⁶ Vgl. dazu hinten II.2.b).

⁸⁷ Detailliert: Empfehlung V-03-09 der Offenlegungsstelle der SIX, die sich abgedruckt findet im Jahresbericht OLS 2009, 39 ff. m.w.H.

⁸⁸ Im Detail der Jahresbericht OLS 2007, 18 ff. m.w.H.

⁸⁹ 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*)“ – m.E. ist die Aufzählung nicht abschließend.

⁹⁰ Vgl. dazu hinten II.3.b); zudem: Kunz, Das Einberufungsrecht für GV sowie weitere Aktionärsrechte zwischen Hammer und Amboss von Managementwillkür und Rechts(un)sicherheit, Jusletter vom 19. November 2007, Rn. 3 m.w.H.

schweizerischen „Industriepelken“ kamen oftmals aus dem Ausland, nämlich etwa aus Österreich⁹¹, aus Russland⁹², aus Großbritannien⁹³ oder aus Frankreich⁹⁴, was bei Politikern den Pulsschlag umso mehr erhöhte. Vor diesem Hintergrund erfolgte eine erhebliche Verschärfung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz,⁹⁵ die über den internationalen Standard weit hinaus ging.

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

Per 1. Dezember 2007 traf 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.⁹⁸ Die zweite Neuerung auf Gesetzesstufe bestand darin, für den Fall einer Meldepflichtverletzung eine Klage auf Suspendierung der Stimmrechte des Verletzers einzuführen.⁹⁹

Finanzinstrumente, die in der Praxis zum „Heranschleichen“ benutzt wurden, waren auch gewichtiges Thema der Gesetzesrevision. Als dritte Neuerung wurde Art. 20 Abs. 1 BEHG insofern ausgedehnt, dass neben Aktien nunmehr umfassend ebenfalls Erwerbs- und Veräußerungsrechte darauf unterstellt wurden.¹⁰⁰ Im vorliegenden Zusammenhang von besonderem Interesse ist die vierte Neuerung, die eine Klarstellung zum (meldepflichtigen) sog. indirekten Erwerb darstellt: „Als indirekter Erwerb

⁹¹ Industriebeteiligungsgesellschaft *Victory*.

⁹² Unternehmensgruppe *Renova*.

⁹³ Hedgefonds *Laxey Partners*.

⁹⁴ Rückversicherungskonzern *Scor*.

⁹⁵ Übersicht: *Von der Crone/Bilek/Hirschle*, SZW 80 (2008), 1 ff. m.w.H.; *Nobel*, Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären, Jusletter vom 4. Februar 2008; eine detaillierte Übersicht zur legislativen Entwicklung findet sich ebenfalls im Jahresbericht OLS 2007, 3 ff.

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

⁹⁷ Die EBK war bis am 31. Dezember 2008 zuständig; per 1. Januar 2009 übernahm die FINMA.

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

⁹⁹ Vgl. dazu vorne I.3.c).

¹⁰⁰ Unter dem früheren Börsenrecht waren Erwerbsrechte (z.B. Call-Optionen und geschriebene Put-Optionen) bereits erfasst, allerdings (noch) nicht Veräußerungsrechte.

gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“ (Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG).¹⁰¹

Die EBK revidierte ihre Börsenverordnung zuerst per 1. Juli 2007 und danach erneut per 1. Dezember 2007. Bei der ersten BEHV-EBK-Revision ging es um die (erstmalige) Erfassung von *Cash-Settlement-Optionen*, die in schweizerische Schlagzeilen geraten waren;¹⁰² außerdem wurde neu die Addition von Aktieneigentum und von Optionen bzw. von Derivaten vorgesehen.¹⁰³ Bei der zweiten BEHV-EBK-Revision standen formelle Fragen im Vordergrund, und zwar in Anpassung der parallel ebenfalls revidierten Gesetzesgrundlage von Art. 20 BEHG.¹⁰⁴ In der Folge kam es zu weiteren kleineren Anpassungen.¹⁰⁵

Die Neuordnung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz für Finanzinstrumente lässt verschiedene Fragen offen.¹⁰⁶ Angesichts der großen Bedeutung dieser Rechtsthematik in der Wirtschaftsrealität kann kaum erstaunen, dass schon verschiedene Verfahren¹⁰⁷ in diesem Zusammenhang laufen und sich zahlreiche Autoren¹⁰⁸ damit beschäftigt haben.

b) *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 Steuerrecht¹⁰⁹ sowie andererseits das kapitalmarktrechtliche Aufsichts-

¹⁰¹ M.E. handelt es sich um einen „klassischen“ Auffangtatbestand – sozusagen eine legislative wirtschaftliche Betrachtungsweise – im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, und zwar unbeschrieben der eingesetzten Beteiligungspapiere bzw. Finanzinstrumente.

¹⁰² Vgl. dazu vorne II.1.b).

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

¹⁰⁴ Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK: Erwerbs- und Veräusserungspositionen („Zwei-Topf-Lösung“); Art. 13 BEHV-EBK (Finanzinstrumente).

¹⁰⁵ Seit dem 1. Januar 2009 gilt die BEHV-FINMA.

¹⁰⁶ Vgl. dazu hinten III.1.

¹⁰⁷ Vgl. dazu hinten II.3.b).

¹⁰⁸ Auswahl: *Jutzi/Schären*, ST 83 (2009), 570 ff.; *Ryser/Weber*, SZW 82 (2010), 112 ff.; *Renn*, SZW 82 (2010), 186 ff.

¹⁰⁹ *Matteotti*, ZSR 129 (2010) I, 217 ff.

recht; in weiteren Rechtsbereichen (etwa im Aktienrecht)¹¹⁰ dürfte die wirtschaftsrechtliche Betrachtungsweise vermehrt Einzug halten.¹¹¹

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 beispielsweise 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).¹¹² Zur Verhinderung von Umgehungen wurde diese Regelung im Jahre 2007 mit Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG ergänzt.¹¹³ 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

a) Behörden und Gerichte

In der Praxis kommt es immer wieder zu Problemen bei der (versuchten) Ahndung von Meldepflichtverletzungen durch Behörden. M.E. dürfte dies nicht zuletzt mit einem wenig übersichtlichen Wirrwarr von Zuständigkeiten zu tun haben¹¹⁴ – 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:¹¹⁵

¹¹⁰ Beispielsweise 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: *Boemle*, FuW v. 21. Juli 2010, S. 20.

¹¹¹ 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, S. 62 ff.

¹¹² Detaillierter zum Verständnis: Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA.

¹¹³ Vgl. dazu vorne II.2.a).

¹¹⁴ 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.

¹¹⁵ Eine Straffung bzw. eine Vereinfachung des Verfahrens stellt eine wichtige Zielsetzung des aktuellen Reformvorhabens im Börsenrecht dar: Vgl. dazu hinten III.3.b).

Die SIX als Selbstregulatorin¹¹⁶ hat basierend auf Art. 25 BEHV-FINMA eine Offenlegungsstelle (OLS) eingerichtet. Die OLS ist insbesondere zuständig für die Überwachung der Meldepflicht, für die Bearbeitung von Gesuchen um Ausnahmen oder Erleichterungen von dieser Pflicht¹¹⁷ sowie für den Erlass von sog. Vorabentscheiden.¹¹⁸ Die Praxis der OLS, die im Übrigen nicht rechtsverbindlich ist,¹¹⁹ wird in deren Jahresberichten publiziert.¹²⁰

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

Von Gesetzes wegen ist die FINMA zur Aufsicht über die Einhaltung der Meldepflicht kompetent; beispielsweise nimmt sie allfällige Anzeigen (Art. 20 Abs. 4 BEHG) – z.B. der OLS¹²² oder der betroffenen Emittenten¹²³ oder von Aktionären – wegen behaupteten Verletzungen entgegen und führt entsprechende Untersuchungen durch. Die FINMA hat anders als die OLS *hoheitliche Kompetenzen*, so dass 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.¹²⁴

Die in der Praxis (äußerst seltenen) Verfügungen des EFD können mit unterschiedlichen Rechtsmitteln an verschiedene gerichtliche Instanzen weitergezogen werden, und zwar an das Bundesverwaltungsgericht¹²⁵ in

¹¹⁶ Vgl. dazu vorne I.1.c).

¹¹⁷ Art. 24 BEHV-FINMA.

¹¹⁸ Art. 20 BEHV-FINMA.

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

¹²⁰ Internet: <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.

¹²¹ Vgl. dazu vorne I.3.c).

¹²² 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; Jahresbericht OLS 2009, 3 sowie 98 f.

¹²³ In der schweizerischen Wirtschaftsrealität erfolgen Anzeigen oftmals durch die Emittenten, und zwar geradezu als Abwehrstrategie gegen „unfreundliche“ Übernahmeveruche.

¹²⁴ M.a.W. nimmt die FINMA die Vorabklärungen vor, und das EFD führt die eigentliche Strafverfolgung im Rahmen von Art. 40 ff. BEHG durch.

¹²⁵ Beispielsweise im Rahmen eines aufsichtsrechtlichen Verfahrens der FINMA oder bei Vorliegen einer Verfügung der FINMA (z.B. betreffend einer OLS-Empfehlung: Art. 26 Abs. 4 BEHV-FINMA) steht der Weiterzug an das Bundesverwaltungsgericht

Bern, an das Bundesstrafgericht¹²⁶ in Bellinzona sowie schließlich – und zwar von beiden gerichtlichen Vorinstanzen herkommend – an das Bundesgericht¹²⁷ in Lausanne als letzte Instanz. Sollten sämtliche Möglichkeiten ausgeschöpft werden, dürften sich Verfahren mehrere Jahre in die Länge ziehen.

b) 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 *Implenia*, bei denen Optionsstrategien eingesetzt wurden,¹²⁸ in jüngerer Zeit zu reden gibt ein weiterhin pendentes Verfahren betreffend *OC Oerlikon*, bei dem Rekordbußen für drei Investoren (total CHF 120 Mio.) verhängt wurden.¹²⁹

Ähnliche Übernahmestrategien wurden teils auch im Ausland verfolgt. In den USA (z.B. *CSX – TCI*) sowie in Deutschland (insbesondere *Continental – Schaeffler*)¹³⁰ finden sich in jüngerer Vergangenheit vergleichbare Fallbeispiele.¹³¹

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 im Zusammenhang mit *Feldschlösschen* vom EFD eingestellt; im gleichen Jahr hat das EFD (m.W. bis anhin das einzige Mal) einen Meldepflichtverletzer rechtskräftig gebüßt, und zwar mit einer Buße von CHF 50.000.--. Die Meldungen der OLS SIX an die FINMA nahmen zwar ständig zu,¹³² doch kam es selten zu FINMA-Anzeigen beim EFD.¹³³

offen; hierzu: Art. 54 Abs. 1 FINMAG i.V.m. Art. 47 Abs. 1 lit. b VwVG (SR 172.021) i.V.m. Art. 31 ff. VGG (SR 173.32).

¹²⁶ Ein verwaltungsstrafrechtliches Verfahren (z.B. Art. 41 BEHG) führt bei Weiterzug an das Bundesstrafgericht: Art. 50 Abs. 1/Abs. 2 FINMAG i.V.m. Art. 72 Abs. 1 VStrR (SR 313.0).

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

¹²⁸ Hinweise: *Watter/Dubs*, in: Tschäni, *Mergers & Acquisitions X*, 2008, S. 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: AJP 19 (2010), 780 m.w.H. in Fn. 120.

¹²⁹ Vgl. dazu hinten III.3.a).

¹³⁰ *Habersack*, AG 2008, 817 ff.

¹³¹ Übersicht: *Watter/Hinsen*, in: Tschäni, *Mergers & Acquisitions XI*, 2009, S. 1, 4 ff.

¹³² 2006: 47; 2007: 58; 2008: 101; 2009: 106.

¹³³ 2006: 1; 2007: 1; 2008: 2; 2009: 0.

Im vorliegenden Zusammenhang am interessantesten ist ein Urteil des Bundesgerichts betreffend *Implenia/Laxey* vom 11. März 2010.¹³⁴ 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 Bundesverwaltungsgericht¹³⁵ sowie letztinstanzlich das Bundesgericht bestätigten dies in der Folge.

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:¹³⁶

„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 [z.B.] 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).¹³⁷

M.E. 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),¹³⁸ obwohl diese

¹³⁴ BGE 2C_77/2009, 2C_78/2009; hierzu: *Rampini/Wieser*, GesKR 2010, 240 ff. (die Autoren waren in den Verfahren für die obsiegende Implenia tätig); zum Zwischenurteil vom 2. Juni 2009 in dieser Sache: *Vogt/Handle*, GesKR 2010, 79 ff.

¹³⁵ Zwei Urteile vom 18. Dezember 2008: B-635/2008 sowie B-2775/2008.

¹³⁶ Den Begriff des indirekten Erwerbs hat das BEHG bereits im Jahre 1997 eingeführt (Art. 20 Abs. 1 BEHG); mit der Teilrevision per 1. Dezember 2007 hat Art. 20 Abs. 2^{bis} 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 vorne II.2.a).

¹³⁷ BGE 2C_77/2009 Erw. 7.7: „[D]er 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.

¹³⁸ 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 Anfor-

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. E. 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).¹³⁹

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)¹⁴⁰ und andererseits alle übrigen Finanzinstrumente dem Auffangtatbestand des indirekten Erwerbs unterstellt werden.¹⁴¹ Dadurch wird anscheinend eine lückenlose dynamische Ordnung erreicht.¹⁴²

Doch der Regulator sprengt die Gesetzesordnung *de lege lata*. M.E. erweist sich nämlich Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA als gesetzeswidrig, d.h. diese Regelung geht weiter, als der gesetzliche Delegations-

derungen 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.

¹³⁹ BGE 2C_77/2009 Erw. 3.3, auf den in Erw. 6.6 verwiesen wird, hält insbesondere 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.

¹⁴⁰ Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA.

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

¹⁴² Die Dynamik besteht darin, dass die Unterstellung auch *pro futuro* gilt, also für im Zeitpunkt des Inkrafttretens von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG unbekannte 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.

rahmen von Art. 20 Abs. 1/Abs. 2^{bis} BEHG.¹⁴³ Außerdem scheint die Bedeutung des neuen¹⁴⁴ Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG nicht völlig klar; obwohl der Gesetzgeber mit dieser Neuordnung nicht alle Derivate ohne Realisierung erfassen wollte, scheint jüngst das Bundesgericht¹⁴⁵ 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 m.E. aber gesetzeskonform sein, weil es sich beim Börsengesetz um ein Rahmengesetz handelt.¹⁴⁶

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

2. Stimmrechtssuspendierungsklage

Die Börsengesetzrevision per 1. Dezember 2007¹⁴⁷ hat als neue Sanktion die von einem Zivilrichter auszusprechende *Suspendierung der Stimmrechte* eines meldepflichtverletzenden Investors eingeführt. Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG¹⁴⁸ bzw. dessen Entstehungsgeschichte und Redaktion, die zahlreiche Fragen offen lassen und damit zu Rechtsunsicherheiten für (potentielle) Investoren führen, wurden vom Unterzeichner scharf kritisiert.¹⁴⁹

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

¹⁴³ Statt aller: *Iffland/Gilliard*, GesKR 2007, 365, 375; im Detail: *Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen 2009, S. 89 ff.

¹⁴⁴ Vgl. dazu vorne II.2.a).

¹⁴⁵ Vgl. dazu vorne II.3.b).

¹⁴⁶ Vgl. dazu vorne I.1.b).

¹⁴⁷ Vgl. dazu vorne II.2.a).

¹⁴⁸ Vgl. dazu vorne I.3.c).

¹⁴⁹ *Kunz*, SZW 80 (2008), 286 m.w.H.

Fernwirkung habe (also weitere Aktionärsrechte betreffe) und schließlich, ob die Stimmrechtssuspendierungsklage rückwirkende Geltung habe.

Mit der in naher Zukunft anstehenden Revision¹⁵⁰ der Stimmrechtssuspendierungsklage werden die meisten problematischen Aspekte nicht gelöst bzw. nicht einmal in Angriff genommen. M.E. 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. August 2009 betreffend Auseinandersetzungen bei Sulzer in der Schweiz erstmals mit dieser Klage auseinandergesetzt.¹⁵¹

3. Blick in die Kristallkugel

a) Praxisverschärfung?

Das schweizerische Sanktionsregime bei Verletzung der Meldepflicht ist sehr scharf – zumindest in der Theorie und im Rahmen des rechtlich Zulässigen.¹⁵² In der Praxis der letzten zehn Jahre hat sich allerdings gezeigt, dass die Suppe nicht ganz so heiß gegessen wie gekocht wird. Den Behörden wird vielmehr – m.E. 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.¹⁵³

Jüngst hat sogar die Schweizer Börse (SIX) im Jahresbericht 2009¹⁵⁴ 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“.¹⁵⁵ FINMA und EFD weisen die Kritik zurück.

¹⁵⁰ Vgl. dazu hinten III.3.b).

¹⁵¹ Verfügung der II. Zivilkammer des Obergerichts des Kantons Zürich vom 13. August 2009, Geschäfts-Nr. NL090126/Z2 – mitgeteilt: *T. Fleischer*, ZR 108 (2009), 225 ff.; im Detail: *Montanari*, Erste Erfahrungen mit der Stimmrechtssuspendierungsklage nach Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG, Jusletter vom 28. September 2009.

¹⁵² Vgl. dazu vorne I.3.c).

¹⁵³ Dies trifft zumindest für die Bußenverfahren zu; ob sich bei den Stimmrechtssuspendierungsklagen etwas ändern wird, bleibt abzuwarten – m.E. könnte es angesichts der vielen offenen Fragen in diesem Zusammenhang (vgl. dazu vorne III.2.) zu einer Abschreckung (ausländischer) Investoren kommen, was sich auf die Finanzierungsmöglichkeiten und auf die Anzahl möglicher Prozesse auswirken würde.

¹⁵⁴ Jahresbericht OLS 2009, 3 ff.

¹⁵⁵ NZZ v. 11.6.2010, S. 41 („Börse wirft Finma und EFD Untätigkeit vor“).

Ob eine behördliche Praxisverschärfung in Zukunft ansteht, kann heute nicht seriös prognostiziert werden. Immerhin hat ein Verfahren im Zusammenhang mit *OC Oerlikon* für Aufruhr gesorgt¹⁵⁶ (bei Abschluss dieses Manuskripts war der rechtskräftige Verfahrensausgang noch nicht bekannt);¹⁵⁷ ein angeblicher „Parallelfall“ wegen heimlichem Beteiligungsaufbau der identischen Betroffenen betreffend *Sulzer* wird nunmehr mit Spannung abgewartet.

b) 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 an zur geplanten Revision der Regulierung im Bereich Börsendelikte und Marktmissbrauch.¹⁵⁸ In diesem Zusammenhang sollen insbesondere die strafrechtlichen Bestimmungen zum Insiderverbot sowie zur Kursmanipulation verschärft werden. Im Offenlegungsrecht sollen – nebst Vereinfachungen im Wirrwarr¹⁵⁹ des Verfahrens sowie der Zuständigkeiten – insbesondere die Kompetenz zur Stimmrechtssuspendierung vom Zivilrichter auf die FINMA (und in Übernahmesituationen auf die UEK) übertragen und mit einem Zukaufsverbot für Meldepflichtverletzer ergänzt werden, was die Rechtslage gegenüber dem Status quo effizienter machen und verschärfen würden:

„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

¹⁵⁶ In einem zurzeit noch nicht rechtskräftigen Verfahren hat kürzlich das EFD drei angebliche Verletzer der Meldepflicht mit Bußenzahlungen von je CHF 40 Mio. bzw. einem Total von CHF 120 Mio. bestraft: NZZ v. 28.1.2010 („Vekselberg im Visier des Bundes – Busse im Zusammenhang mit Einstieg bei Oerlikon“); Tages-Anzeiger v. 28.8.2010, S. 47 („Warum Viktor Vekselberg die 40-Millionen-Franken-Busse fürchtet“); zudem: *Gisler*, Weltwoche v. 1.9.2010, S. 23; die Thematik führte u.a. zu diplomatischen Kontakten zwischen der Schweiz und Russland.

¹⁵⁷ Die Verhandlung vor dem Bundesstrafgericht fand am 15./16. September 2010 statt; es ist anzunehmen, dass das Verfahren in jedem Fall an das Bundesgericht weitergezogen werden wird.

¹⁵⁸ Übersicht: <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. Januar 2009: <www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html>.

¹⁵⁹ Vgl. dazu vorne II.3.a).

gemeinsamer Absprache handelnden Personen verfügen“ (Art. 20 Abs. 4^{bis} VE-BEHG).¹⁶⁰ Außerdem wird nunmehr gemäß 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 ist¹⁶¹ und entschärft werden soll:¹⁶²

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

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

¹⁶¹ Vgl. dazu vorne I.3.c).

¹⁶² Diese geplante Entschärfung stünde insbesondere im Widerspruch zur kürzlichen Verschärfung im Bereich des (selbstregulierten) Kotierungsrechts; seit dem 1. Juli 2009 kann die SIX wegen Verletzung des Kotierungsreglements (z.B. betreffend Ad hoc-Publizität) „Bußen“ in Höhe von CHF 10 Mio. verhängen.

¹⁶³ Der Entscheid des Bundesrates – also der Schweizer Regierung – zum weiteren Vorgehen bei diesem Revisionsprojekt wird im Spätherbst 2010 erwartet. [Anm. d. Red.: Nach Redaktionsschluss ist das EFD mit der Ausarbeitung einer Botschaft (Gesetzesentwurf) bis Frühjahr 2011 beauftragt worden, vgl. <www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00579/00607/01167/index.html?lang=de>].

