

*Deutsch-österreichisch-schweizerisches Symposium 2010
Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht
Hamburg, 20./21. Mai 2010*

u^b

**UNIVERSITÄT
BERN**

Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte moderner Finanzinstrumente – zur Perspektive der Schweiz

von

Peter V. Kunz

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M. (Georgetown)
Ordinarius für Wirtschaftsrecht und für Rechtsvergleichung
Geschäftsführender Direktor Institut für Wirtschaftsrecht sowie Leiter Departement für
Wirtschaftsrecht der Universität Bern

kunz@iwr.unibe.ch

www.iwr.unibe.ch

Übersicht

I. Übersicht

- a) Börsenrechtliche Ausgangslage
- b) Grundordnung

II. Entwicklungen

- a) Finanzinstrumente
- b) Rechtssetzung
- c) Rechtsanwendung

III. Ausblick

- a) Offene Fragen
- b) Exkurs: Stimmrechtssuspendierungsklage

Börsenrechtliche Ausgangslage

a) Historie sowie Zweck

- **BEHG: 1997/1998**
- zum Begriff der sog. **Publikumsgesellschaft** in der Schweiz
- **Rechtsquellen** des Börsen(gesellschafts)rechts:
 - Aktienrecht
 - Kotierungsrecht (SIX + BX)
 - BEHG + VO
- **Transparenz:**
 - z.B. Aktienrecht re Vergütungen etc.
 - z.B. Kotierungsrecht re Ad hoc-Publizität
- **Investorentransparenz:** Art. 20 BEHG = Thema des Referats..!

Börsenrechtliche Ausgangslage

b) Regulierung

- BEHG als sog. **Rahmengesetz**
- Details finden sich in den entsprechenden **Verordnungen** (z.B. BR + FINMA):
 - BEHV
 - **BEHV-FINMA**
 - UEV
 - Reglement UEK
- Finanzmarktrecht (Börsen und Effektenhandel) v. Gesellschaftsrecht (z.B. Art. 20 BEHG)
- **Investorentransparenz** = Art. 20 BEHG i.V.m. Art 9 ff. BEHV-FINMA
- Behörden: FINMA + UEK

Börsenrechtliche Ausgangslage

c) Selbstregulierung

- **Genehmigung** der Kotierungsreglemente der SIX/BX durch **FINMA**
→ sog. unechte Selbstregulierung
- diverse kotierungsrechtliche **Transparenzthemen** – Auswahl:
 - RLMT (Management Transaktionen)
 - RLAhP (Ad hoc Publizität)
- **Art. 20 BEHG?** „Auslegungsregeln“ der SIX (Kommentare/Erläuterungen)
 - Kommentar zur RLAhP
 - Kommentar zur RLMT
 - Kommentar zur RLCG
 - **überholt** = „Offenlegung von Beteiligungen“ (SWX, Januar 1998)
 - OLS (re Vorabentscheid)

Grundordnung

a) Tatbestand

➤ **Art. 20 Abs. 1 BEHG:**

„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 (...)“

➤ **auslösende Momente:**

(i) Erwerb oder Veräusserung – z.B. „**indirekt**“ + (ii) Aktien oder Erwerbsrechte („call“) oder Veräusserungsrechte („put“) + (iii) Erreichen oder Überschreiten oder Unterschreiten gewisser Grenzwerte

Grundordnung

b) Rechtsfolge

- **Art. 20 Abs. 1 BEHG:**
„(...) muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden“.
- primäre Verantwortung = **Investor** (ev. „Gruppe“)
- Anzeigepflicht der **Börse(n)**: Art. 20 Abs. 4 BEHG
- Veröffentlichungspflicht der **Publikumsgesellschaft**: Art. 21 BEHG
- offen: **Bank** als „Parkplatz“...

Grundordnung

c) Sanktionsordnung

- **strafrechtliche** Sanktionen = drakonisch (Art. 41 BEHG)
keine Haft, aber bis zum doppelten Betrag des nicht-gemeldeten Wertes...
- sog. **Stimmrechtssuspendierung** (Verweisung):
neu + unklar...
- **administrative** Sanktionen?
- **zivilrechtliche** Sanktionen?

Entwicklungen

a) Finanzinstrumente – Grundsätzliches

- Fokus = Risikokapital bzw. **Eigenkapital** („equity“)
- prinzipiell interessiert sog. „debt“-Finanzierung nicht...
- **keine Legaldefinition** – immerhin:
„(...) Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“
(Art. 20 Abs. 2bis BEHG – seit dem 1. Dezember 2007)
- Alternative zu **Eigentum = Optionen...**
- Partizipationsscheine (PS) – Art. 20 Abs. 2 BEHG

Entwicklungen

a) Finanzinstrumente – z.B. Cash-Settlement Optionen

- Optionen mit sog. **Barausgleich** („cash settlement“):
 - **Optionen** können sowohl (i) durch **Lieferung** von Einheiten des Basiswertes oder (ii) **in bar** bzw. in „cash“ bedient werden; bei einem sog. „cash settlement“ (anders als beim sog. „physical settlement“) erfolgt am Ende der Laufzeit die Zahlung des **Differenzbetrags** zwischen dem Produkt aus aktuellem Kurs und Bezugsverhältnis sowie dem Basispreis
- **Schweiz 2007/2008** – z.B. betreffend Sulzer/Renova:
 - Kulminationspunkt im Kampf bei sog. „**unfriendly takeovers**“...

Entwicklungen

a) Finanzinstrumente – z.B. Contracts for Difference

➤ **Differenzgeschäfte:**

Bundesgericht definiert einen sog. **Contract for Difference** (CfD) als (i) derivativen Finanzvertrag (ii) ohne Erwerb von Basiswerten in Ausgestaltung (iii) als Differenzgeschäft

→ es handelt sich somit um eine Vereinbarung zwischen zwei Parteien über den synthetischen Kauf eines Finanzinstrumentes zu einem festgelegten Grundpreis, wobei weiter vereinbart wird, dass die Kursdifferenz zu einem späteren Zeitpunkt ausgeglichen wird

→ Entscheid in Sachen **Implenia/Laxey**: Urteil vom 11. März 2010, 2C.77/2009, 2C.78/2009, E.5.4.

Entwicklungen

b) Rechtssetzung – Legislative Hektik 2007/2009

- Revision BEHV-EBK per **1. Juli 2007**:
Erfassung von Optionen, die keine Realerfüllung vorsehen (vor dem 1. Juli 2007 explizit nur Meldepflicht für Optionen mit Realerfüllung..!)
- Revision BEHG per **1. Dezember 2007**:
neue Grenzwerte (3%, 15%, 15%) + Stimmrechtssuspendierungsklage
- Revision der BEHV-EBK per **1. Dezember 2007**:
sog. „Zwei-Topflösung“; Erfassung sämtlicher Erwerbs-, Veräusserungsrechte sowie Wandelrechte
- Revision BEHV-FINMA per **1. Januar 2009**:
Meldepflicht für weitere Finanzinstrumente, aber Eindämmung der Meldeflut durch Freigrenze

Entwicklungen

b) Rechtssetzung – wirtschaftliche Betrachtungsweise

- Grundfrage – was ist ein sog. **indirekter Erwerb**?
- **Art. 20 Abs. 2bis BEHG** (seit dem 1. Dezember 2007):
„Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“.

Entwicklungen

c) Rechtsanwendung – Behörden und Gerichte

- allgemeines **Wirrwarr...**
- z.B. **OLS SIX** („Disclosure Office“) betreffend CfD
- **FINMA** bzw. ehemals EBK
- Gerichte

Entwicklungen

c) Rechtsanwendung – Verfahrensübersicht

- **Implenia/Laxey** - Urteil des Bundesverwaltungsgericht vom 11. März 2010
C.77/2009, 2C78/2009.
- **Saurer** - vgl. vollständige Transaktionsübersicht unter:
www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0293
- **Sulzer** - vollständige Transaktionsübersicht unter:
www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0088
- **Abschreckung** für (ausländische) Investoren...

Ausblick

a) Offene Fragen

- **Auffangbecken** von Art. 20 Abs. 2bis BEHG – **Rechtsstaatlichkeit?**
- Verhältnis von BEHG und BEHV-FINMA – **Delegationsrahmen...**
- **Heimatschutz** der Schweiz:
 - 1) fehlende Waffengleichheit zwischen Angreifer und Verteidiger
 - 2) Auswahl der Instrumentarien...

Ausblick

b) Exkurs: Stimmrechtssuspendierungsklage

- **Art. 20 Abs. 4bis BEHG:**
„Auf Verlangen der FINMA, 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 (...), [etc.] die Suspendierung des Stimmrechts verlangen“.
- legislativer **Ad-hoc-ismus...**
- **ungelöste** Problembereiche – Auswahl:
 - Verschulden
 - richterliche Abwägung
 - Rückwirkung

Ausblick und Schluss

c) Aufsätze des Referenten

- * *Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsenrecht – Eine neue Sanktion bei Meldepflichtverletzungen mit grossem Drohpotential, SZW 80 (2008) 280 – 298*
- * *Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter (Zürich 2008) 229 – 256*
- * *Kotierung sowie Dekotierung – oder: „Werden“ und „Sterben“ der Publikumsgesellschaften, GesKR 2-3 (2006) 117 – 138*
- * *Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, SZW 71 (1999) 181 – 191*
- * *Publikumsgesellschaften in der Schweiz – theoretische und praktische Ansätze zum Investorenschutz, recht 15 (1997) 136 – 149*

Besten Dank für Ihre Aufmerksamkeit..!

Peter V. Kunz

Universität Bern
Institut für Wirtschaftsrecht
Schanzeneckstrasse 1
CH-3001 Bern
Tel.: 031 / 631 55 88

kunz@iwr.unibe.ch

www.iwr.unibe.ch