

## Entscheidungen Jurisprudence

1475

### 3. Wirtschaftsrecht / Droit économique

#### 3.7. Banken- und Börsenrecht / Droit bancaire et droit boursier

##### (1) Contracts for Difference (CFD): Offenlegungs- bzw. Meldepflicht nach Art. 20 BEHG.

Bundesgericht, II. öffentlich-rechtliche Abteilung, Urteile vom 11. März 2010, BGE 136 II 304 (2C\_77/2009 und 2C\_78/2009), i.S. *Laxey Partners et al. gegen Implenja*, Beschwerden in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten.

Mit Bemerkungen von Prof. Dr. PETER V. KUNZ,  
Rechtsanwalt, LL.M., Bern



#### I. Einleitung

##### A. Aktueller Kontext

Stichworte wie «*Heuschrecken*» oder «räuberische Aktionäre» oder «Raider» finden sich in den letzten Jahren immer wieder in den aus- und inländischen Medienberichterstattungen. Zur Thematik der sog. (*unfreundlichen*) *Unternehmensübernahme* vertreten heutzutage nicht allein Spezialisten, sondern sogar juristische Laien dezidierte Meinungen. Die Gefühlslagen pro oder contra geplante Übernahme einer Publikumsgesellschaft werden seit einiger Zeit nicht zuletzt durch *professionelle Medienberater* hüben wie drüben gekannt «massiert» – die Wirtschaftsanwälte sind also längst nicht mehr alleine in der Arena!

Tatsächlich kam es in den letzten vier bis fünf Jahren zu auffällig vielen *Auseinandersetzungen* (meist auch vor Behörden und vor Gerichten ausgetragen), und zwar sowohl im Ausland als auch im Inland. In diesem Zusammenhang können etwa die *Übernahmekämpfe* um Continental – Schaeffler (in Deutschland), um CSX – TCI (in den USA) oder um Saurer sowie um Implenja (in der Schweiz) erwähnt werden. Hierbei wurde und wird oftmals auf beiden Seiten – also einerseits beim «Angreifer» (= Übernehmer) sowie andererseits beim «Verteidiger» (= Verwaltungsrat der Zielgesellschaft) – mit (teils) *illegalen Tricks* gearbeitet.

Im Vordergrund der Medien- und der wissenschaftlichen Interessen standen und stehen die *Taktiken auf Übernehmerseite*. Ob dies teils damit zusammenhängt, dass in den letzten Jahren mehrfach ausländische Investoren involviert waren und dass angebliche «Industrieperven» der Schweiz betroffen waren (Stichwort: «Heimatschutz»), mag offen bleiben.

Es kam in den letzten Jahren in der Schweiz immer wieder vor, dass ein potentieller Unternehmensübernehmer sei-

ne börsenrechtlichen Offenlegungs- bzw. Meldepflichten – sozusagen das *Frühwarnsystem* für die Zielgesellschaft und für deren Aktionäre – *missachtete*. Die *Umgehung* dieser Regeln – konkret: Art. 20 des Börsengesetzes (BEHG) – wurde insbesondere durch den *Einsatz gewisser Optionen* auf kotierten Beteiligungspapieren ermöglicht (Hinweise z.B. bei ROLF WATTER/DIETER DUBS, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: *Mergers & Acquisitions X* [Zürich 2008], 186 ff.). Damit kam es immer wieder zum *illegalen Heranschleichen* an Zielgesellschaften; der sog. Market for Corporate Control (Unternehmenskontrollmarkt) konnte somit nicht mehr tadellos funktionieren.

##### B. Rechtssetzung sowie Rechtsanwendung

Die *Rechtssetzung* reagierte wenig zögerlich und erstaunlich prompt. Im Jahre 2007 traten in der Schweiz verschiedene Verschärfungen zur börsenrechtlichen Offenlegung in Kraft (Übersicht: PETER V. KUNZ, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: *Unternehmen – Transaktion – Recht* [Zürich 2008], 229 ff.). Nicht nur wurde der Grenzwert der Meldepflicht von bisher 5 Prozent auf nunmehr *3 Prozent gesenkt*, sondern es wurden *zusätzliche Grenzwerte* (nämlich: 15 Prozent und 25 Prozent) und sogar eine *neue Sanktion* (die Stimmrechtssuspendierungsklage gemäss Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG) eingeführt.

Zudem sollten die Einsatzmöglichkeiten von Derivaten bzw. *Finanzinstrumenten umfassender reguliert* werden etwa durch einen neuen Abs. 2<sup>bis</sup> von Art. 20 BEHG (generell zur Thematik: URS SCHENKER, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: *Mergers & Acquisitions XI* [Zürich 2009], 252 ff.; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Erfassung von Finanzinstrumenten im revidierten Offenlegungsrecht, ST 2009, 570 ff.; MARC RYSER/ROLF H. WEBER, Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 2010, 112 ff.; CHRISTIAN RENN, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Diss. St. Gallen 2009; DERS., Die börsenrechtliche Meldepflicht von Finanzderivaten, SZW 2010, 186 ff.; SAMUEL STADELMANN/NOËL BIERI, Die Offenlegung von Finanzinstrumenten nach Art. 20 Börsengesetz, GesKR 2010, 310 ff.).

Im *Ausland* wurden (und werden) diese *mutigen helvetischen* Reformen auf Gesetzesstufe sowie auf Verordnungstufe mit grossem Interesse verfolgt und zur Kenntnis genommen. Im internationalen Vergleich stellt – in unserem Land mehrheitlich verkannt – das schweizerische Offenlegungsrecht wohl die schärfste legislative Ordnung dar; es kann ohne Weiteres gesagt werden, dass die Schweiz eine *Vorreiterrolle mit Modellcharakter* übernommen hat.

Die *Rechtsanwendung* durch Behörden und durch Gerichte hinkt der Rechtssetzung zwangsläufig etwas hinterher. Die Behörden erwiesen sich weder als besonders aktiv, noch als besonders effizient bei der Rechtsdurchsetzung der Meldepflichten, was etwa die Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange kürzlich scharf kritisierte – ungewöhnlich in der Schweiz. Das grösste (Medien-)Interesse findet zur

Ich bedanke mich bei meinem wissenschaftlichen Assistenten am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern (www.iwr.unibe.ch), Herrn ANDREAS HAGI, für die wertvolle Unterstützung (insbesondere bei II./III.).

Zeit ein noch hängiges Verwaltungsstrafverfahren, in dem das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) i.S. *OC Oerlikon* zu Beginn des Jahres *drei Bussen von je 40 Franken Mio.* verhängt hat – im Ausland löste dies nicht nur Wohlwollen aus.

### C. Zum konkreten Fall

Börsenrechtlich äusserst interessant erscheint ein Bundesgerichtsurteil vom 11. März 2010 i.S. *Laxey Partners et al. gegen Implenia* (BGE 2C\_77/2009, 2C\_78/2009); es liegen bereits erste Besprechungen zum Urteil vor (CORRADO RAMPINI/CHARLOTTE WIESER, Bundesgerichtliche Klarstellungen zum Begriff des indirekten Erwerbs und zur Stellung des Meldepflichtigen im Verfahren vor der FINMA, GesKR 2/2010, 240 ff.; die Autoren vertraten die obsiegende Implenia im Verfahren) sowie zum dazu gehörigen Zwischenentscheid (HANS-UELI VOGT/MARCO HANDLE, Parteistellung der Gesellschaft in Verwaltungsverfahren betreffend die Meldepflicht nach Börsengesetz, GesKR 1/2010, 79 ff.).

Im konkreten Fall beurteilte das Bundesgericht die Feststellung der Aufsichtsbehörde (früher: Eidgenössische Bankkommission/EBK; heute: Finanzmarktaufsichtsbehörde/FINMA) als zutreffend, dass nämlich der noch unter dem früheren Börsenrecht erfolgte Beteiligungserwerb von Laxey an Implenia durch den Einsatz von sog. *Contracts for Difference* (CFD) *offenlegungspflichtig* war, so dass Art. 20 BEHG verletzt wurde. Beim Urteil des Bundesgerichts handelt es sich – unbesehen des Einzelfalls – um ein *zentrales offenlegungsrechtliches Präjudiz* sowohl für materiellrechtliche Themen (v.a. zum sog. indirekten Erwerb) als auch für formellrechtliche Aspekte (z.B. zu den Parteirechten vor der Aufsichtsbehörde).

## II. Sachverhalt

Im *Frühling 2007* meldete die britische Investorengruppe um *Laxey Partners Ltd.* («Laxey»), dass sie eine Beteiligung von 12,226 Prozent an der *Implenia AG* («Implenia») aufgebaut habe. Innert sieben Tagen wurde die Öffentlichkeit bis zum 18. April 2007 von der schrittweisen Aufstockung der Beteiligung auf 22,89 Prozent informiert. Der Erwerb der Beteiligungen erfolgte unter Zuhilfenahme von *Contracts for Difference* (CFD).

Im Zuge dieser Veröffentlichungen gelangte Implenia bereits am 5. April 2007 mittels *Anzeige* einer (möglichen) Meldepflichtverletzung durch Laxey an die Eidgenössische Bankkommission (EBK), welche zwischen April und August 2007 im In- und Ausland weitere Informationen zum Sachverhalt einholte.

*Verfahren 1* (Bundesgerichtsverfahren 2C\_77/2009: Meldepflicht nach Art. 20 BEHG):

Am 19. Oktober 2007 stellte Laxey bei der EBK ein Begehren um *Feststellung*, dass beim Erwerb der Beteiligungen *keine* Meldepflichtverletzung vorliege. Implenia ersuchte

die EBK um *Parteistellung*, die indes zu diesem Zeitpunkt aufgrund des Verfahrensstadiums der Untersuchung nicht gewährt wurde. Erst mit Eröffnung des formellen Verwaltungsverfahrens durch die EBK am 24. Januar 2008 wurde Implenia der Parteistatus zuerkannt.

Am 3. März 2008 bekräftigte Laxey, dass sie keine Meldepflichten im Sinne von Art. 20 BEHG verletzt habe, worauf die EBK Implenia jegliche Akteneinsicht verweigerte. Die EBK gelangte mit Verfügung vom 7. März 2008 zum Schluss, dass Laxey beim Beteiligungserwerb an Implenia die Meldepflicht verletzt habe, dass Implenia eine Parteistellung zukomme und sie somit allfällige Empfängerin von Parteientschädigungen sein könne.

*Verfahren 2* (Bundesgerichtsverfahren 2C\_78/2009: Offenlegungspflicht):

Parallel zum formellen Verwaltungsverfahren der EBK gelangte Laxey am 13. Juli 2007 mit einem Gesuch um Erlass eines sog. *Vorabentscheid* an die Offenlegungsstelle (OLS) der Schweizer Börse (ehemals: SWX; heute: SIX), was im Bundesgerichtsurteil nicht erwähnt wurde. Die OLS unterstützte in ihrer rechtsunverbindlichen Empfehlung die Sichtweise von Laxey, dass nämlich in Bezug auf die eingesetzten CFD *keine* Offenlegungspflichten bestanden. Nach Bekanntgabe der Entscheidung der OLS an die EBK, zog die Aufsichtsbehörde das Verfahren am 7. August 2007 an sich (sog. *Attraktion*).

Die EBK vertrat in der Folge eine andere Rechtsmeinung als die OLS. Die sog. *Übernahmekammer* der EBK entschied schliesslich am 12. Dezember 2007 per *Vorabentscheid* gemäss Art. 20 Abs. 6 BEHG, dass das Erreichen, das Über- oder das Unterschreiten der meldepflichtrelevanten Grenzwerte bei Beteiligungen auch bei Anwendung des Finanzinstrumentes der CFD eine Meldepflicht im Sinne des Börsengesetzes auslöse.

Sowohl gegen den *Vorabentscheid* der Übernahmekammer der EBK vom 12. Dezember 2007 als auch gegen die Verfügung der EBK vom 7. März 2008 erhob Laxey danach Beschwerde beim *Bundesverwaltungsgericht*: Dessen *Zwischenentscheid* vom 5. August 2008 wurde von Laxey an das Bundesgericht weitergezogen, das aufgrund eines fehlenden nicht wiedergutzumachenden Nachteils für die Beschwerdeführerin am 27. November 2008 einen *Nichteintretensentscheid* fällte (BGE 2C\_676/2008). Das Bundesverwaltungsgericht *wies* in materieller Hinsicht die Beschwerden von Laxey am 18. Dezember 2008 *ab* (B-635/2008 und B-2775/2008).

Gegen das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts deponierte Laxey am 2. Februar 2009 zwei Beschwerden in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten beim *Bundesgericht*. Das Bundesgericht *vereinigte* in der Folge am 2. Juni 2009 die beiden Verfahren 2C\_77/2009 und 2C\_78/2009 in einem *Zwischenentscheid* und entschied am 11. März 2010 in dieser Sache, und zwar *gegen Laxey*, d.h. die Beschwerde(n) wurde(n) *abgewiesen* – die Gerichtskosten vor Bundesgericht wurden auf 50'000 Franken festgelegt. Dieses Urteil

stellt die Grundlage der vorliegenden Entscheidbesprechung dar.

### III. Erwägungen des Bundesgerichts

Erw. 2.3.1: Das *Rechtsschutzinteresse* an der Behandlung der Beschwerde wurde *bejaht*, obwohl Laxey in der Zwischenzeit die Implemia-Aktien *verkauft* hatte.

Erw. 3.3: Bei einem komplexen Sachverhalt ist eine *antizipierte Beweiswürdigung* zulässig, d.h. aus einzelnen vertieft abgeklärten Umständen darf auf das Ganze geschlossen werden, sofern es keine Gründe gibt, die *Zweifel an den Schlussfolgerungen* aufkommen lassen (weitere Ausführungen zur Thematik finden sich in Erw. 6.6).

Erw. 4.2: Grundsätzlich *nicht von Belang* ist, mit welcher *Absicht* eine meldepflichtige Beteiligung erworben wurde – von diesem Prinzip kann es allerdings Ausnahmen geben im Zusammenhang mit dem *indirekten Erwerb* (vgl. Erw. 7.7).

Erw. 6.3: Vor Eröffnung des *ordentlichen Verwaltungsverfahrens* finden die Regeln über das Verfahren und insbesondere über die Parteirechte grundsätzlich *keine Anwendung*, selbst wenn auch insoweit die rechtsstaatlichen Anforderungen an staatliches Handeln (z.B. das Legalitätsprinzip und der Verhältnismässigkeitsgrundsatz) beachtlich sind.

Erw. 7.4: Der Sinn von Art. 20 BEHG erschliesst sich aus dessen Zielsetzung – das Börsengesetz bezweckt insbesondere die Schaffung von *Transparenz*, und zwar primär gegenüber den Anlegern, über die Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften sowie die Gewährleistung eines *Frühwarnsystems für Übernahmen* zugunsten der Marktteilnehmer einerseits und der Zielgesellschaft andererseits.

Erw. 7.5: Die gesetzlichen Voraussetzungen der Offenlegungspflicht sind u.a. deshalb *offen formuliert*, um die nötige *Flexibilität* zu gewährleisten, damit auf Entwicklungen in der Kapitalmarktpraxis reagiert werden kann – die Zielsetzungen von Art. 20 BEHG müssen denn auch für die *Auslegung der Norm* herangezogen werden.

Erw. 7.7: In Analogie zur Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG und zum auf dieser Norm basierenden Entscheid «Quadrant» erfasst der *indirekte Erwerb* bei der Offenlegungspflicht im Rahmen von Art. 20 BEHG alles geschäftliche Handeln, das den Aufbau einer für die Meldepflicht massgeblichen Beteiligung objektiv ermöglicht, wenn aufgrund der *Umstände darauf geschlossen* werden muss, dass eine *solche Beteiligung angestrebt* wird. Die blosser Erwerbsabsicht oder das Vorstadium der reinen Planung genügen indes (noch) nicht.

Erw. 7.11: Der Begriff des *indirekten Erwerbs* hat mit Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG (in Kraft seit dem 1. Dezember 2007) keine Ausweitung erfahren, d.h. es handelt sich nicht um einen neuen Tatbestand, sondern der *alte Tatbestand* wird nunmehr *im Gesetz konkretisiert*.

### IV. Bemerkungen

#### A. Formelle Fragestellungen

##### 1. Rechtsschutzinteresse: Blicke nach hinten und nach vorne

Der Grundsatz ist jedem Rechtsanwalt bekannt: Kein Verfahren (und kein Urteil) ohne sog. *Rechtsschutzinteresse*. Dieses prozessuale Prinzip gelangt selbstverständlich ebenfalls vor dem Bundesgericht zur Anwendung. Laxey *veräusserte* die Aktien an Implemia vor dem rechtskräftigen Abschluss des Verfahrens, sodass die Frage zu stellen und vom Gericht zu beantworten war, ob die Beschwerdeführerin *überhaupt (noch) ein Interesse* am Urteil hatte oder nicht. Das Gericht differenzierte in diesem Bereich durchaus überzeugend. Es hielt – mit *Blick zurück* – mit gutem Grund fest, dass Laxey «schon mit Blick auf ihren geschäftlichen Ruf (...) ein schutzwürdiges Interesse daran [hat], zu wissen, ob sie sich gesetzeswidrig verhalten» hat (vgl. Erw. 2.3.1). Nebst Überlegungen zur *Reputation* darf ausserdem der Umstand nicht unterschätzt werden, dass dieses Verfahren ebenfalls Basis für das (sistierte) verwaltungsstrafrechtliche Verfahren gegen Laxey bzw. die verantwortlichen natürlichen Personen bildet. Insofern war ein Rechtsschutzinteresse *zu bejahen*, obwohl Laxey keine Aktienberechtigungen an Implemia (mehr) hatte.

Laxey beabsichtigte ausserdem eine Klärung der Rechtslage mit *Blick nach vorne* (also sozusagen «pro futuro»), konnte und sollte doch ein *künftiger* Aktienerwerb an Implemia nicht ausgeschlossen werden. Das Bundesgericht qualifizierte einen solchen Erwerb indes als nur von «theoretischer Natur» und hielt (als obiter dictum) fest: «[D]ie allgemeine Feststellung einer Rechtslage [begründet] kein massgebliches schutzwürdiges Interesse» (vgl. Erw. 2.3.2). Mit gutem Grund wurde deshalb das Rechtsschutzinteresse insofern *verneint*.

Sollte also ein Investor in kotierte Beteiligungspapiere in der Schweiz *offenlegungsrechtliche Klarheit* wünschen, hat er sich sozusagen in «traditionellen Bahnen» zu bewegen, nämlich: Gesuch um Vorabentscheid im Rahmen von Art. 20 Abs. 6 BEHG oder Beratung durch spezialisierte Wirtschaftsanwälte oder (last but not least) Abstellen auf ein *professorales Gutachten* – der Umweg über ein «rechtsbelehrendes» Gericht steht hingegen nicht offen.

##### 2. Antizipierte Beweiswürdigung

Beim Offenlegungsrecht handelt es sich ohne Zweifel um eine *komplexe* Wirtschaftsrechtsmaterie. Die Verfahren auf dieser Basis erweisen sich meist als umfangreich und *kompliziert*. Diese Umstände scheinen sich auf das Bundesgericht auszuwirken, das beim Stichwort der sog. «*appellatorischen Argumentation*» die Hände zu verwerfen schien und festhielt: «Angesichts der komplexen Zusammenhänge erscheinen gewisse weiterführende Erläuterungen (...) nicht von vornherein unzulässig. Die umfangreichen Erläuterungen beider Parteien erweisen sich freilich als nicht immer leicht nachvollziehbar» (vgl. Erw. 5.2).

Der Leser des Urteils könnte fast den Eindruck erhalten, dass das Bundesgericht – nunmehr Hände ringend – der *Aufsichtsbehörde zu helfen versucht*, weil die FINMA (und früher die EBK) bei Meldepflichtverletzungsverfahren an ihre Grenzen stösst. Die sog. *antizipierte Beweiswürdigung* wird vom Gericht sozusagen als *legale Abkürzung* anerkannt: «[Es ist] durchaus zulässig, bei einem komplexen Sachverhalt wie dem vorliegenden aus einzelnen vertieft abgeklärten Umständen in antizipierter Beweiswürdigung auf das Ganze zu schliessen, jedenfalls soweit keine Gründe ersichtlich sind, die dagegen sprechen oder Zweifel an den Schlussfolgerungen aufkommen lassen (...). Sämtliche Transaktionen abzuklären, hätte im Übrigen einen unverhältnismässigen Aufwand mit sich gebracht» (vgl. Erw. 3.3).

«Schliesslich durften die Vorinstanzen auch deshalb auf ergänzende Abklärungen verzichten, weil sie ihre tatsächlichen Schlussfolgerungen in antizipierter Beweiswürdigung ziehen konnten. (...) [Es ist] zulässig, das Beweisverfahren abzuschliessen, wenn mit guten Gründen davon ausgegangen werden kann, der Sachverhalt sei derart umfassend abgeklärt, dass er eine zutreffende Einschätzung der tatsächlichen Verhältnisse erlaube» (vgl. Erw. 6.6).

Diese kaum überzeugenden bundesgerichtlichen Aussagen stellen eine *Beweiserleichterung für die FINMA* dar, die sich fast als Beweislastumkehr zu Lasten der (angeblichen) Meldepflichtverletzer erweisen könnte. Mangels entsprechender Börsenrechtsgrundlage erscheint dies rechtsstaatlich heikel. Die Verteidiger müssen also in diesem Zusammenhang *substantiiert begründen*, weshalb zumindest «Zweifel an den Schlussfolgerungen» angebracht sind, und somit «gute Gründe» für eine umfassende Sachverhaltsabklärung vorliegen.

Es bleibt zu hoffen, dass das Bundesgericht diese nicht unerhebliche *Gewichtsverlagerung zugunsten der FINMA* im Hinblick auf Meldepflichtverfahren bei nächster Gelegenheit überprüfen wird. Sollten die Behörden realiter im Nachteil gegenüber angeblichen Meldepflichtverletzern mit ihren Verteidigerteams sein, haben die *politischen Instanzen* (und nicht das Bundesgericht) für *Waffengleichheit* zu sorgen!

### 3. Parteirechte

Die Aufsichtsbehörde (also FINMA bzw. früher die EBK) hat unter gegebenen Umständen geeignete *Untersuchungshandlungen von Amtes wegen* vorzunehmen. Eine entsprechende Untersuchung hat zuerst Hinweise zu verfolgen, um abzuklären, ob im konkreten Fall überhaupt Handlungsbedarf besteht. Zuerst erfolgt eine sog. *Vorabklärung* und im Anschluss – allenfalls – ein *ordentliches Verwaltungsverfahren*. Betreffend die Gewährung der Parteirechte für mögliche Meldepflichtverletzer zeigt sich das Bundesgericht *restriktiv*:

«Vor Eröffnung des ordentlichen Verwaltungsverfahrens finden die Bestimmungen über das Verfahren und insbesondere 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» (vgl. Erw. 6.3).

Dieses Ergebnis erscheint *wenig überzeugend*. Dass bei den Vorabklärungen der FINMA (noch) keine Parteirechte gewährt werden sollen, vernachlässigt die Tatsache, dass diese Phase der Untersuchung *mindestens faktisch oft zentral* ist für den weiteren Verfahrensverlauf, d.h. die präjudizierende Wirkung kann enorm gross sein. Der menschlichen Natur entspricht es, höchst ungern seine geleistete Arbeit zu wiederholen oder in Frage stellen zu lassen. Es bleibt zu hoffen, dass das Bundesgericht diese *Gewichtsverlagerung zugunsten der FINMA* in Verfahren wegen angeblicher Meldepflichtverletzung ebenfalls überprüfen wird.

Sollte dies nicht der Fall sein, müssten aus Gründen der Rechtssicherheit und der Rechtsstaatlichkeit zumindest einige *offene Fragen* beantwortet werden:

*Unter welchen Umständen* muss ein formelles Verfahren eröffnet werden? Dazu wenig hilfreich das Gericht: «Erst wenn sich die entsprechenden Anhaltspunkte derart verdichten, dass sie die Einleitung eines ordentlichen Verwaltungsverfahrens bedingen, muss ein solches eröffnet (...) werden» (vgl. Erw. 6.3). Und *welche Konsequenzen* hat es schliesslich, wenn das ordentliche Verwaltungsverfahren zu spät eröffnet wurde? Eine blosser Wiederholung der Untersuchungshandlungen repariert den Schaden wohl nicht, so dass ein *eigenentliches Verwertungsverbot* durchaus naheliegender scheint.

## B. Materielle Fragestellungen

### 1. Wirtschaftliche Betrachtungsweise

Die sog. *wirtschaftliche Betrachtungsweise*, die dem *Motto: «Substance over Form»* folgt, stellt ein wichtiges Element für die Rechtsanwendung sowie für die Rechtssetzung im Wirtschaftsrecht dar. In der Schweiz im Vordergrund stehen das Steuerrecht sowie das finanzmarktrechtliche Aufsichtsrecht. Das *börsenrechtliche Offenlegungsrecht* wird ebenfalls von dieser Methodik beherrscht, was im vorliegenden Urteil des Bundesgerichts unter verschiedenen Aspekten, wenn auch nicht *expressis verbis* zum Ausdruck gelangt.

Massgeblich für die Meldepflicht sind nämlich die *faktischen* Umstände, was gerade beim Einsatz von *Finanzinstrumenten* (bzw. von Derivaten) für einen informellen Beteiligungsaufbau die Umgehungsmöglichkeiten eliminieren sollte: «Der Frage, ob die Beschwerdeführerinnen [auf der Basis der CFD] förmlich Eigentümerin der fraglichen Aktien waren, einen zivilrechtlichen Anspruch auf deren Übertragung hatten oder bereits über die Aktien selbst oder allenfalls über die entsprechenden Stimmrechte zu verfügen vermochten, kommt keine entscheidende Bedeutung zu. Wesentlich ist vielmehr, dass sie jederzeit die Aktien mit den entspre-

chenden Stimmrechten an sich ziehen konnten, um damit auf einen Schlag eine erhebliche oder sogar beherrschende Beteiligung an der Beschwerdegegnerin zu erreichen» (vgl. Erw. 7.9).

Nicht allein in der Rechtsanwendung, sondern ebenfalls in der Rechtssetzung des Offenlegungsrechts wurde eine wirtschaftliche Betrachtungsweise implementiert, die sich in der *künftigen Gesetzesinterpretation* auswirken wird:

«Der Gesetzgeber umschrieb die massgeblichen Erwerbstatbestände sehr weit, indem er die indirekte Beschaffung und diejenige in gemeinsamer Absprache mit Dritten mit 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» (vgl. Erw. 7.4).

## 2. Meldepflicht bei Finanzinstrumenten

Der Begriff der sog. *Finanzinstrumente* wird im Börsenrecht zwar *nicht definiert*, aber an verschiedenen Stellen vorausgesetzt. Tatsächlich handelt es sich um einen Sammelbegriff. Unter einem Derivat bzw. einem Finanzinstrument ist ein *Terminkontrakt* zu verstehen, bei dem die Vertragsleistung(en) von einer zugrunde liegenden Variablen (= «underlying») abgeleitet werden. Es besteht eine Vielzahl möglicher vertraglicher Absprachen und die Finanzindustrie entwickelt ständig neue Produkte. Finanzinstrumente können zwar, müssen aber *nicht notwendigerweise* für *Unternehmensübernahmen* eingesetzt werden.

Zu den Finanzinstrumenten gehören insbesondere *Erwerbsrechte* («calls») sowie *Veräusserungsrechte* («puts») bezüglich kotierter Aktien. Der Gestaltungskreativität der Wirtschaftsrealität sind keine Grenzen gesetzt. Die in der Schweiz *bekanntesten* Finanzinstrumente sind wohl die Cash-Settlement-Optionen sowie weitere Derivate wie etwa CFDs, Financial Futures, Swaps oder Convertible Bonds, die teils in Rechtssetzung und Rechtsanwendung der Schweiz in den letzten Jahren bedeutsame Rollen spielten.

Im konkreten Fall von Laxey ging es um *Contracts for Difference* – nach Bundesgericht handelte 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, hier von Aktien, vereinbaren und sich versprechen, die Kursdifferenz zu einem späteren Zeitpunkt auszugleichen» (vgl. Erw. 5.4).

Der sog. *indirekte Erwerb*, der eine Meldepflicht auslöst, ist heute durch Art. 20 Abs. 1 sowie Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG i.V.m. Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA umfassend geregelt – erfasst werden dadurch insbesondere Finanzinstrumente; angestrebt wird im Wesentlichen eine *Lückenlosigkeit*. Ob diese Grundordnung bereits vor dem 1. Dezember 2007 (Zeitpunkt des Inkrafttretens von Abs. 2<sup>bis</sup> von Art. 20 BEHG) gültig war,

kann zwar füglich diskutiert werden. Doch das Bundesgericht setzt der Debatte ein Ende: «Die neue Bestimmung [= Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG] dient (...) der Klarstellung der rechtlichen Tragweite der Meldepflicht beim indirekten Erwerb. Dafür spricht nebst dem teleologischen Zusammenhang, dass in Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG wie in Art. 20 Abs. 1 BEHG der gleiche unbestimmte Rechtsbegriff des indirekten Erwerbs verwendet wird. Es handelt sich also nicht um einen neuen Tatbestand, sondern der alte Tatbestand wird nun teilweise unmittelbar im Gesetz konkretisiert. Der Begriff des indirekten Erwerbs hat dadurch keine Ausweitung erfahren. Hingegen wird seine Bedeutung, die bereits früher gegolten hat, offenkundig(er)» (vgl. Erw. 7.11).

Die Interpretation erscheint zum *alten* Recht nicht in jeder Hinsicht überzeugend. Es lassen sich mindestens ebenso viele gute Argumente dafür anbringen, dass mit Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG nicht eine Klarstellung, sondern eine *Erweiterung* vorgenommen wurde – doch verliert dieser Aspekt durch Zeitablauf ohnehin jegliche Relevanz.

## 3. Absicht als Element der Meldepflicht (beim indirekten Erwerb)?

Einen *dogmatischen Dreifach-Salto ohne Netz* führt das Bundesgericht bei der Umschreibung des indirekten Beteiligungserwerbs vor, indem es – ohne ersichtliche rechtssetzende Basis im Gesetzes- oder im Verordnungsrecht – ein *subjektives Element* bzw. eine *spezifische Absicht* für die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG (neu) «einführt». Immerhin scheint das Bundesgericht diese (Zusatz-)Voraussetzung auf den *indirekten* Erwerb zu beschränken: «Aus welchem Grund bzw. mit welcher Absicht jemand eine Beteiligung erwirbt, die zur Meldepflicht führt, ist grundsätzlich nicht von Belang. Bei der Auslegung des unbestimmten Rechtsbegriffs des indirekten Erwerbs kann allerdings bedeutsam sein, mit welcher Wirkung ein Vorgang verbunden ist bzw. welchem Zweck er dient, damit das Geschäftsverhalten als massgeblicher indirekter Erwerb zu verstehen ist» (vgl. Erw. 4.2). Der *erste Satz* ist nicht wirklich überraschend, der *zweite Satz* hingegen sehr – die Begründung überzeugt nicht:

«In Analogie dazu [sc. zum Urteil «Quadrant»: BGE 130 II 530] schliesst der vom Gesetz separat erfasste «indirekte Erwerb» 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. (...)» (vgl. Erw. 7.7); dieses «*Streben*» wird somit zum ausschlaggebenden Kriterium betreffend Meldepflicht.

Das Bundesgericht ist bei diesem *Dreifach-Salto abgestürzt*. Zwar erscheint durchaus nachvollziehbar, dass das Gericht mit diesem subjektiven Element den Begriff des *indirekten Erwerbs* nicht «ausufern» lassen will und somit zu *begrenzen* versucht. Doch weder das Börsengesetz noch das

Verordnungsrecht geben entsprechende Anhaltspunkte – die Berufung auf den Entscheid i.S. *Quadrant AG* geht fehl, weil die Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG und die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG im subjektiven Bereich (trotz identischer Verwendung des Begriffs «indirekter Erwerb») nicht wesensverwandt sind. Es liegt somit primär am Rechtssetzer und nicht am Bundesgericht, insofern korrigierend einzugreifen. Sollte sich wirklich der Rechtsanwender zu dieser Frage positionieren wollen, hätte das Bundesgericht nicht eine Analogie, sondern – wenn schon – eine sog. *echte Lücke* des Börsenrechts anrufen müssen, was im Urteil indes nicht angesprochen wird.

#### 4. Exkurs: Stimmrechtssuspendierungsklage

Die sog. *Stimmrechtssuspendierungsklage* wurde per 1. Dezember 2007 neu als Sanktion ins Börsenrecht eingeführt (Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG), notabene als internationale Novität. Das Obergericht des Kantons Zürich hat letztes Jahr ein *erstes Urteil* in diesem Zusammenhang gefällt (Verfügung der II. Zivilkammer des Obergerichts des Kantons Zürich vom 13. August 2009, Geschäfts-Nr. NL090126/Z2 – mitgeteilt: THOMAS FLEISCHER, ZR 108 [2009], 225 ff.; im Detail: MARK MONTANARI, Erste Erfahrungen mit der Stimmrechtssuspendierungsklage nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG, Jusletter vom 28. September 2009).

Eine der *vielen offenen Fragen* zu Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG war, ob eine *Rückwirkung* der Klage möglich sei oder nicht, d.h. ob ein Richter bei erwiesener Meldepflichtverletzung betreffend des Beteiligungserwerbs vor dem 1. Dezember 2007 die Stimmrechte suspendieren könne oder eben nicht – der Gesetzgeber hat eine entsprechende übergangsrechtliche Regelung *schlicht vergessen*. Der Unterzeichner äusserte sich von Beginn an dezidiert in negativem Sinne, und diese Ansicht hat das Bundesgericht als *obiter dictum* bestätigt: «Aus intertemporalen Gründen ist hier die weitere mögliche Rechtsfolge der Suspendierung des Stimmrechts nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG noch nicht von Belang» (vgl. Erw. 2.3.1 a.E.). Obwohl eine bundesgerichtliche Begründung fehlt, ist am Ergebnis nicht zu zweifeln: *Rückwirkung ausgeschlossen*. Die EBK als damalige Obergerichtsbehörde hatte sich notabene ohne Not in einem Schreiben vom 22. November 2007 an die Übernahmekommission (erwähnt in der UEK-Empfehlung II. i.S. *Implemia*: Erw. 1.3 a.a.O.) in anderslautendem Sinne geäußert – und wurde nunmehr zu recht vom Bundesgericht belehrt!

### C. Fazit

#### 1. De lege lata

Der *epische Streit zwischen Laxey und Implemia*, der geradezu neue «Standards» der Streitkultur (nicht notwendigerweise positive!) für die Schweiz mit sich brachte, ist *heute beendet*. Laxey hat die Aktien an Implemia verkauft, und die Parteien haben sich geeinigt, «die hängigen Rechtsverfahren unter sich gütlich zu erledigen» (vgl. Sachverhalt K.); nichtsdestotrotz könnte die Sache für Laxey (noch) nicht erledigt

sein, weil das *verwaltungsstrafrechtliche* Verfahren des EFD in dieser Sache nur sistiert wurde (vgl. Sachverhalt E.) und wieder aufgenommen werden könnte – insofern ist Laxey gut beraten, die Entwicklungen i.S. *OC Oerlikon* mit drei Bussen in Höhe von *total 120 Franken Mio.* weiterhin zu beobachten.

Das vorliegende Bundesgerichtsurteil wurde zwar sorgfältig redigiert, um als grundlegendes Präjudiz verwendet werden zu können. Umso erstaunlicher ist aber, dass in *Erw. 1.2* der *neue Grenzwert* von 25 Prozent in Art. 20 Abs. 1 BEHG anscheinend schlicht «vergessen» ging.

Die *materiellrechtlichen* Fragestellungen zum indirekten Beteiligungserwerb erscheinen mit dem vorne besprochenen Bundesgerichtsurteil mehrheitlich überzeugend beantwortet worden zu sein. Zwar erscheint im konkreten Fall nicht wirklich stichhaltig begründet, ob bzw. welche Finanzinstrumente vor dem 1. Dezember 2007 von der Meldepflicht erfasst waren (insofern kann hinter die Aussage in *Erw. 7.11*, dass es sich bei Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG einzig um eine «Klarstellung» und nicht um eine Erweiterung handelt, durchaus ein Fragezeichen gesetzt werden); zumindest für die *aktuelle* Rechtslage, d.h. für das Offenlegungsrecht nach dem 1. Dezember 2007, ist die Antwort des Bundesgerichts relativ klar: Mit dem Verständnis des indirekten Erwerbs als eigentlichem *Auffangtatbestand* dürfte deutlich angezeigt sein, dass *prinzipiell sämtliche Finanzinstrumente* der Meldepflicht unterstehen (zumindest nach heutiger bundesgerichtlicher Ansicht) – also «pro futuro» *unbesehen* der Praxisentwicklungen neuer Derivate; mit dieser extensiven Auslegung wird verhindert, dass die Rechtsanwendung immer einen Schritt hinter der Praxisentwicklung steht. Sollte ein Erwerber von Beteiligungspapieren dies in einem konkreten Fall anders sehen, kann er sich nur, aber immerhin mit einem *Vorabentscheid* gemäss Art. 20 Abs. 6 BEHG absichern.

Weniger überzeugend erscheinen hingegen die bundesgerichtlichen Antworten zu zwei der aufgeworfenen *formellrechtlichen* Fragen. Indem das höchste Gericht (zu) schnell eine antizipierte Beweiswürdigung akzeptieren und (zu) spät einem angeblichen Meldepflichtverletzer essentielle Parteirechte gewähren will, wird die *Aufsichtsbehörde (zu) stark bevorzugt*. Diese Interpretation erscheint selbst unter teleologischen Aspekten kaum gerechtfertigt. Zudem darf die Gefahr nicht unterschätzt werden, dass die «Verteidiger»-Seite bei einem Unternehmensübernahmekampf die *Aufsichtsbehörde zu instrumentalisieren* versuchen könnte. Sozusagen «unter dem Strich» (und unabhängig vom konkreten Fall) handelt es sich um ein *wichtiges und gutes Grundsatzurteil* des Bundesgerichts. Trotz Kritik an Einzelfragen überzeugen die Ausführungen zum Grundsätzlichen – das Urteil sieht mit gutem Grund einen *zentralen Zweck* von Art. 20 BEHG in der «Gewährleistung eines Frühwarnsystems für Übernahmen zugunsten der Marktteilnehmer und der Zielgesellschaft» (vgl. *Erw. 7.4*).

Mit einer *relativ scharfen Auslegung* des Offenlegungsrechts durch das Bundesgericht muss wohl zumindest in

naher Zukunft gerechnet werden; das Gericht hebt durchaus drohend den Warnfinger: «Könnte [eine Pflicht zur Offenlegung] über die Schaffung bzw. Nutzung von neuen Erwerbsformen und Verhaltensweisen auf dem Finanzmarkt vermieden werden, bevor solche Neuerungen ausdrücklich normativ erfasst sind, bliebe die Regelung der Meldepflicht oft wirkungslos. Die gesetzlichen Voraussetzungen der Offenlegungspflicht sind unter anderem gerade deshalb offen formuliert, um die nötige Flexibilität zu gewährleisten, damit auf Entwicklungen in der Kapitalmarktpraxis reagiert werden kann» (vgl. Erw. 7.5).

## 2. De lege ferenda

Ein *rechtspolitisches* Schlusswort sei dem Unterzeichner aus Aktualitätsgründen erlaubt. Die seit einiger Zeit in Vorbereitung befindliche *Revision des Offenlegungsrechts* (vgl. Bericht des EFD über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des BEHG vom September 2010) betrifft die hier angesprochenen Themen zwar nicht, sondern bringt in erster Linie im *Sanktionswesen* einerseits *Verschärfungen* und andererseits *Entschärfungen*:

Durchaus Zustimmung verdienen die geplanten Möglichkeiten einer *Gewinneinziehung* (Art. 331 VE-BEHG) sowie – gänzlich neu für das Schweizer Recht und kaum bekannt in ausländischen Rechtsordnungen – eines sog. *Zukaufsverbots* für Aktien der betroffenen Publikumsgesellschaft (Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> VE-BEHG).

Der Vorschlag für ein *krass entschärftes Bussensystem* überrascht hingegen sehr. 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 nur noch 500'000 Franken betragen (Art. 41 Abs. 1 VE-BEHG). Während die aktuelle Ordnung ohne jeglichen Maximalbussenansatz zwar rechtsstaatlich bedenklich erscheint, dürfte der Vorschlag *de lege ferenda* die *generalpräventive Funktion* der Bussandrohung *gänzlich aushebeln* und *ad absurdum* führen – die aktuellen Vorschläge geben die meldepflichtrechtliche «Sanktionsdrohung» der Lächerlichkeit preis.

Und im Sinne eines «*ceterum censeo*» zu guter Letzt: Rechtsunsicherheiten herrschen nach wie vor hinsichtlich der *Stimmrechtssuspendierungsklage* gemäss Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG, bei der zahlreiche Aspekte offen und unklar sind (detailliert: PETER V. KUNZ, Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsenrecht [...] SZW 2008, 288 ff. m.w.H.) – insofern kann ein *legislativer Handlungsbedarf* nicht im Ernst bestritten sein, und es bleibt zu hoffen, dass der Bundesrat mit seiner Botschaft im Frühling 2011 *nachbessern* wird.