
PETER V. KUNZ*

Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis

Inhaltsübersicht

I.	Einführung	230
	A. Persönliche Vorbemerkungen	230
	B. Themenwahl	231
II.	Theorie	233
	A. Aktionärspflichten	233
	1. Übersicht	233
	2. Pflichten gemäss Börsenrecht	234
	B. Art. 20 BEHG sowie Art. 20 revBEHG	236
	1. Bedeutung	236
	2. Sanktionen-Ordnung	237
	3. Revision(en) 2007	238
	a) EBK-Verordnung	238
	b) Revision des BEHG	240
III.	Praxis	242
	A. Meldepflicht als Druckmittel – Erfahrungsberichte	242
	B. Einzelfragen	243
	1. Strafbarkeit bei eigenen Aktien?	243
	2. Cash Settlement Optionen	245
	3. Gruppentatbestand	246
	a) Ausgangslage	246
	b) Spezialfragen – noch ohne Antworten	247
	4. Meldepflichtverletzung als Vinkulierungsgrund?	250
	a) Art. 20 BEHG	250
	b) Art. 20 Abs. 4bis revBEHG	250
	5. Weitere Auslegungsthemen zu Art. 20 Abs. 4bis revBEHG	252
	a) Keine Drittwirkung der Stimmrechtssuspendierung	252
	b) Keine Auswirkung auf andere Aktionärsrechte	253
	c) Dauer sowie Umfang der Suspendierung der Stimmrechte	254
	d) Ausgewählte prozessuale Aspekte	256

* Ein besonderer Dank für seine Unterstützung gebührt meinem Assistenten am IWR, Herrn Rechtsanwalt *Thomas Jutzi*. Der Beitrag wurde *Ende November 2007* abgeschlossen.

I. Einführung

A. Persönliche Vorbemerkungen

Es bedarf einer «Rechtfertigung» oder zumindest einer Erklärung, wenn ein Jurist zum jugendlichen 50. Geburtstag bereits ein *Liber Amicorum* erhält. Die Begründung dürfte darin liegen, dass der hervorragende Wirtschaftsanwalt ROLF WATTER nebst Hochachtung und Respekt *viele «amici et amicae»* in Praxis und Wissenschaft gefunden hat. Der Unterzeichner zählt sich ebenfalls zu diesem Kreis, wobei die Qualifikation «amicus» *nicht* notwendigerweise eine *Deckungsgleichheit der rechtlichen Ansichten* mit sich bringt¹.

Die *persönliche Bekanntschaft* mit dem Jubilar geht auf das *Jahr 1992* zurück, als die Ordinariatsnachfolge von Prof. em. Dr. ROLF BÄR an der Universität Bern zu beschliessen war². In der Folge kreuzten sich unsere Wege immer wieder, und zwar sowohl im *wissenschaftlichen* Bereich als auch in der *praktischen Tätigkeit*.

Über die letzten Jahre hinweg *publizierte* der Unterzeichner zahlreiche Aufsätze und *referierte* an verschiedenen Tagungen zum Wirtschaftsrecht, die immer wieder von ROLF WATTER als Redaktor oder als Tagungsleiter begleitet wurden³; und der Entschluss zum Master Studium (LL.M.) am «*Georgetown University Law Center*» in Washington D.C./USA ging massgeblich auf ein Gespräch mit dem Jubilar zurück. Während mehr als zehn Jahren in der *Zürcher Wirtschaftsadvokatur* waren regelmässige Begegnungen mit ROLF WATTER ebenfalls unvermeidlich – teils auf der *gleichen Seite*⁴ und teils auf der *anderen Seite*⁵ stehend.

¹ Tatsächlich ist dem Unterzeichner bewusst, dass ROLF WATTER bei Lektüre dieses Beitrags wohl *oftmals widersprechen dürfte* (wie übrigens bereits in den letzten Monaten bilateral zwischen uns!), und dies soll durchaus so sein, nicht etwa der Provokation wegen, sondern als unvermeidliche Folge unterschiedlicher Ansichten – denn das Schweizer Wirtschaftsrecht ist *kein juristischer Einheitsbrei*.

² Der Unterzeichner war damals als Assistent am Lehrstuhl Rolf Bär ein Mitglied der Ernennungskommission.

³ In Zukunft werden durch ROLF WATTER veranlasste *Einladungen als Referent* weiterhin gerne angenommen – sollten sie denn ausgesprochen werden nach kürzlichen «Disputen» und nach diesem Beitrag!

⁴ In guter Erinnerung geblieben ist unsere Kooperation bei einem Initial Public Offering (IPO) vor einigen Jahren als «*Company's Counsel*» bzw. als «*Underwriter's Counsel*»; der Jubilar beschäftigte sich ebenfalls wissenschaftlich mit der Thematik: ROLF WATTER, Die Festübernahme von Aktien, speziell beim «Initial Public Offering», in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992 – 1997: Versuch einer Bilanz, Festschrift zum 70. Geburtstag für Rolf Bär, Bern 1998, 387 ff.;

B. Themenwahl

Ein gemeinsames «Steckenpferd» verbindet den Unterzeichner mit dem Jubilar, nämlich das Interesse am (i) *Schweizer Übernahmerecht* (sei es «friendly» oder «unfriendly»)⁶ und – nicht nur, aber gerade in diesem Zusammenhang – am (ii) *Investorenschutz* (traditionell: Minderheitenschutz)⁷ nach Aktienrecht⁸ oder nach Finanzmarktrecht⁹. Die Wahl des vorliegenden Themas war somit nahe liegend. Ausserdem ergeben sich aus dieser Themenwahl sowohl theoretische als auch praktische Fragen – und ROLF WATTER hat sich Verdienste als *Theoretiker* einerseits und als *Praktiker* andererseits erworben.

In den *Jahren 2006/2007* beherrschte eine ungewohnte Hektik und eine zunehmende Aggressivität die «Schweizer M&A-Szene»¹⁰, in der bekanntlich der Jubilar ein *zentraler «Player»* ist. Hierbei mussten bzw. müssen sich heimische Publikumsgesellschaften¹¹ an fordernde (oft ausländische) Grossinvestoren ge-

ROLF WATTER/THOMAS REUTTER, Rechtsprobleme beim IPO, in: Rechtsfragen beim Börsengang, Zürich 2002, 1 ff.; ebenso der Unterzeichner: PETER V. KUNZ, Kotierung sowie Dekotierung – oder: «Werden» und «Sterben» von Publikumsgesellschaften, GesKR 2006, 117 ff.

⁵ Es kam zu mehreren Begegnungen im *übernahmerechtlichen* Kontext, wobei teils die «Angreifer» und teils die «Verteidiger» unterstützt wurden; die *Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG*, die das zentrale Thema dieses Beitrages darstellt, wurde bei einer Beratung auf Gegenseiten schon vor Jahren mit *leicht drohendem* Unterton angesprochen wie folgt: «*Hat eigentlich Dein Klient die Meldepflicht beachtet, oder liegt eine strafbare Verletzung vor?*» (der Fragesteller war übrigens ..!).

⁶ *Habilitationsthema* des Jubilars: ROLF WATTER, Unternehmenübernahmen, Habil. Zürich 1990.

⁷ *Habilitationsthema* des Unterzeichners: PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001.

⁸ Auswahl: ROLF WATTER, Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 2/1993, 117 ff.; PETER V. KUNZ, Der Minderheiten- bzw. Aktionärschutz in der Schweiz – Ausgewählte Probleme und Lösungsansätze, ST 71/1997, 415 ff.

⁹ Beispielhaft: ROLF WATTER, Investorenschutz im Kapitalmarktrecht, AJP 6/1997, 269 ff.; PETER V. KUNZ, Publikumsgesellschaften in der Schweiz – theoretische und praktische Ansätze zum Investorenschutz, recht 15/1997, 136 ff.

¹⁰ M&A: Mergers and Acquisitions; einen ersten Überblick vermittelt: PETER V. KUNZ, Das Einberufungsrecht für GV und weitere Aktionärsrechte zwischen Hammer und Amboss von Managementwillkür und Rechts(un)sicherheit? (...), Jusletter vom 19. November 2007.

¹¹ Als *Publikumsgesellschaften* werden im Folgenden alle Gesellschaften bezeichnet, deren Beteiligungspapiere (meist Aktien) entweder an (i) der SWX Swiss Exchange in Zürich oder an (ii) der BX Berne eXchange in Bern *kotiert* sind mit der Folge, dass das *Börsengesetz* (BEHG) zur Anwendung gelangt.

wöhnen¹² – der sog. «*shareholder activism*» schaffte den Sprung in die Wirtschaftsrealität und in das Bewusstsein der Wirtschaftsmedien¹³.

Verschiedene «*Angreifer*» benutzten zweifelhafte Instrumente (z.B. versteckte Optionsstrategien zum heimlichen Positionsaufbau)¹⁴. Wenig überraschend mussten in der Folge die «*Verteidiger*» ebenfalls kreativ werden, um nicht überrollt zu werden.

Dass nicht alle *Verteidigungsmassnahmen* der Verwaltungsräte (VR) von «be-lagerten» Publikumsgesellschaften¹⁵ rechtlich unproblematisch sind, kann nicht überraschen¹⁶. Es wurde sogar das Funktionieren des sog. *Marktes für Unternehmenskontrolle* hinterfragt¹⁷; folgende «Fälle» seien erwähnt¹⁸: SIG, Saurer, Oerlikon, Converium, Jelmoli, Von Roll, Sulzer, Implenia, Valora. Eine Folge dieser Entwicklungen war, dass *verschiedene behördliche Verfahren eingeleitet* wurden wegen behaupteter Verletzung börsenrechtlicher Investorenpflichten¹⁹ – dies war der Fall z.B. bei Scor/Converium bzw. der BZ Bank, bei Sulzer bzw. Renova/Victory (Everest) sowie bei Implenia bzw. Laxey Partners. Es kann gesagt wer-

¹² Dass *kaum Sympathien* für diese Investoren vorhanden waren (und sind!), zeigt schon die Wortwahl: «Raider», «Greenmailer», «Spekulant» oder «Heuschrecken».

¹³ Zum «shareholder activism»: KUNZ (FN 7), § 4 N 18 m.w.H.; immerhin zum *Missbrauchspotential* von «unfriendly shareholders» etwa: MARKUS RUFFNER, Aktive Grossaktionäre: Neue Herausforderungen für das Aktienrecht?, in: Aktuelle Fragen zum Wirtschaftsrecht, Zürich 1995, 250 ff. (Schweiz); des Weiteren: JOHN H. MATHESON/BRENT A. OLSON, Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance, Minn. L. Rev. 76 (1992) 1368 ff. (USA).

¹⁴ Kritisch: ROLF WATTER/DIETER DUBS, Wettlauf der «Waffensysteme» bei Unternehmensübernahmen – Optionsstrategien als Herausforderungen für das schweizerische Übernahmerecht, NZZ Nr. 19/2007, 31; zum *wirtschaftsrechtlichen «Unwort»* im Jahre 2007 entwickelten sich die sog. *Cash Settlement Optionen*: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 2.

¹⁵ Nebst der «Mutter aller Verteidigungsmassnahmen», nämlich der sog. Vinkulierung – hierzu kritisch: PETER V. KUNZ, Die Vinkulierung als Geheimwaffe gegen unfreundliche Übernahmeveruche, NZZ Nr. 268/2007, 33 – erwiesen sich *Anzeigen* wegen angeblicher *Verletzung von Meldepflichten* als *beliebte Druckmittel*, und zwar nicht zuletzt wegen verschiedenen *Rechtsunsicherheiten*: Vgl. dazu hinten Ziff. III. A.

¹⁶ Zur *Vinkulierung* – und als Entgegnung zu KUNZ (FN 15) 33: ROLF WATTER/DIETER DUBS, Was bedeutet Fairplay beim Kampf um die Kontrolle von Firmen?, NZZ Nr. 273/2007, 29; als «*Replik*» dazu: PETER V. KUNZ, Der Verwaltungsrat ist keine Vormundschaftsbehörde für Aktionäre, NZZ Nr. 273/2007, 29.

¹⁷ In diesem Sinne: KUNZ (FN 15), 33; ROGER GRONER, Corporate Governance – Ein Zwischenfazit, in: Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich 2007, 288 ff. weist darauf hin, dass die Meldepflicht ein *börsenrechtliches Hindernis* zur Übernahme schlecht geführter Unternehmungen darstellen kann (a.a.O. 298 f.).

¹⁸ Der Jubilar war, soweit ersichtlich, bei mehreren der erwähnten «Fälle» als beratender Anwalt *involviert* – konkrete Hinweise: WATTER/DUBS (FN 16), 29.

¹⁹ Vgl. dazu hinten Ziff. II. A. 2.

den, dass die *wirtschaftsrechtliche Aktualität* die Themenwahl ebenfalls nahe gelegt hat.

II. Theorie

A. Aktionärspflichten

1. Übersicht

Ein Student der Jurisprudenz weiss nach der ersten aktienrechtlichen Vorlesungsstunde an einer Schweizer Universität: *Aktionäre haben keine Pflichten* – mit Ausnahme der sog. *Liberierungspflicht*. Dieses Axiom leitet sich ab aus Art. 680 Abs. 1 OR²⁰: «Der Aktionär kann auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden, mehr zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag». Die *aktienrechtliche Quasi-Fiktion* «no shareholders' obligations» wird gebetsmühlemässig wiederholt, bis ein Infragestellen an ein Sakrileg gemahnt²¹. Immerhin kann (und sollte) es anders interpretiert werden:

M.E. lässt das Aktienrecht bzw. Art. 680 OR schon heute *Platz für Aktionärspflichten*, und zwar (in Ausnahmefällen) gesetzliche Treuepflichten, wobei gestützt auf eine statutarische Basis sogar generelle Unterlassungspflichten zulässig sind²² – es ist hier indes nicht der Ort, als *einsamer Rufer* mit einem «*ceterum censeo*» in die Wüste zu wandern.

In den Jahren 1997/1998 hat der Gesetzgeber eine gesamtschweizerische Ordnung für die Publikumsgesellschaften erlassen²³, nämlich das *Börsengesetz* (BEHG)²⁴, und diese Regelung führte *Pflichten für Investoren* in kotierte Beteiligungspapiere – meist also: Publikumsaktionäre – ein. Unzweifelhaft geht das BEHG als «*lex specialis*» und als «*lex posterior*» der aktienrechtlichen Regelung

²⁰ Statt aller: PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 42 N 1 ff.

²¹ In einer solchen Situation ist es für den Unterzeichner fast *unmöglich, nicht zu widersprechen* bzw. *kritische Fragen* zu stellen – nicht immer zur Freude der «Mehrheiten».

²² Im Detail: KUNZ (FN 7), § 8 N 17 ff., v.a. N 31 ff./N 34 ff.

²³ Detailliert zur Gesetzgebungsgeschichte: KUNZ (FN 7), § 3 N 199 ff., v.a. N 206 ff.

²⁴ Internet: <http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.1.de.pdf>; es handelt sich um ein sog. *Rahmengesetz*, so dass die Details in *verschiedenen Verordnungen* auf unterschiedlichen Behördenstufen aufgeführt werden; dazu allg.: ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 248 ff.

von Art. 680 OR vor²⁵. Heute haben somit Publikumsaktionäre in der Schweiz²⁶ mindestens zwei Pflichten nach Börsenrecht²⁷, nämlich (i) die sog. *Angebotspflicht* gemäss Art. 32 BEHG sowie (ii) die sog. *Meldepflicht* gemäss Art. 20 BEHG.

2. Pflichten gemäss Börsenrecht

Als *erste Pflicht* des Investors sieht Art. 20 Abs. 1 BEHG – ein «revolutionäre[r] Akt für die Schweiz»²⁸ – als *Grundsatz* vor: «Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten 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 [gewisse Grenzwerte der Stimmrechte]²⁹, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden»³⁰. Die *Details* finden sich auf der Verordnungsebene³¹.

Die Regelung von Art. 20 BEHG, die mit Wirkung per 1. Dezember 2007³² revidiert wurde³³, wird im Rahmen der vorliegenden Darstellung näher untersucht, und zwar in erster Linie unter praxisorientierten Aspekten³⁴.

²⁵ Statt aller: ROLAND VON BÜREN/THOMAS BÄHLER, Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 5/1996, 391 ff.; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. A. Zürich 2004, § 7 N 1 ff.; ausserdem: KUNZ (FN 7), § 10 N 95 f.

²⁶ Die schweizerische Rechtsordnung stellt *keinen Sonderfall* dar, sondern entspricht *internationalem Standard*; hierzu: TOBIAS A. HEINRICH, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen, Diss. Hamburg 2005, 29 ff.; zudem: ROLF H. WEBER, Offenlegungspflichten im neuen Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 3/1994, 301 ff.

²⁷ Vgl. dazu hinten Ziff. II. A. 2.

²⁸ PETER BÖCKLI, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, 233.

²⁹ Die *Grenzwerte* gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG – nämlich: 5%, 10%, 20%, 33 1/3%, 50% sowie 66 2/3% – werden mit Art. 20 Abs. 1 revBEHG verändert: Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b).

³⁰ Hinweise: KUNZ (FN 7), § 10 N 74 ff.; ausserdem: BÖCKLI (FN 25), § 7 N 51 ff.; BSK BEHG-Weber, Art. 20 N 1 ff.; SUZANNE METTIER, Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss. Zürich 1999, 5 ff.; MIRJAM SENN, Anmerkungen zur zukünftigen Meldepflicht im Börsengesetz – Art. 20 BEHG, SZW 65/1993, 227 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, in: NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1995, 63 ff.; STEPHAN N. FREI, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 9/1996, 723 ff.

³¹ Art. 9 ff. BEHV-EBK: <http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.193.de.pdf>.

³² Ob diese Neuordnung eine *rückwirkende* Geltung erlangt, ist *umstritten* – nicht zuletzt zwischen dem Jubilar und dem Unterzeichner: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4. b).

³³ Neu nun Art. 20 revBEHG: Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b).

³⁴ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4. b)/III. B. 5.

Art. 32 Abs. 1 BEHG umschreibt die *zweite Pflicht* des Publikumsaktionärs als *Grundsatz* wie folgt: «Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33 1/3 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, muss ein Angebot unterbreiten für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft (...)»³⁵. Die *Details* finden sich ebenfalls auf der (kürzlich revidierten)³⁶ Verordnungsstufe³⁷.

Auf die Regelung von Art. 32 BEHG wird zwar *nicht* weiter eingegangen. Immerhin soll erwähnt werden, dass die Angebotspflicht zu wichtigen rechtskräftigen Erkenntnissen³⁸ geführt hat (Stichworte: Quadrant³⁹ sowie Baumgartner Papiers⁴⁰), die teilweise für die börsenrechtliche(n) Meldepflicht(en) mittelbar bedeutsam sind⁴¹. Das Pflichtangebot kam im Herbst 2007 bei verschiedenen

³⁵ Hinweise: KUNZ (FN 7), § 10 N 124 ff.; BÖCKLI (FN 25), § 7 N 241 ff.; HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, SZW Sondernummer 1997, 44 ff.; CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2000, 1 ff.; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG) – Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Diss. Basel, Bern 1998, 1 ff.; FLAVIO ROMERIO, Öffentliche Übernahmeangebote aus der Sicht des Rechtsberaters, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 17 ff.; RUDOLF TSCHÄNI, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 3/1994, 308 ff.; ROLF WATTER/THOMAS ROHDE, Fusion und Pflichtangebot, in: Mergers & Acquisitions VIII (Zürich 2006) 1 ff.

³⁶ Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. a).

³⁷ Art. 24 ff. BEHV-EBK; zudem Art. 10 ff. UEV-UEK: <http://www.admin.ch/ch/d/sr/9/954.195.1.de.pdf>.

³⁸ Hinweise: ADRIANO MARGIOTTA, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 79/2007, 244 ff.

³⁹ Empfehlung der UEK i.S. Quadrant AG vom 23. Juli 2002; Verfügung der EBK i.S. Quadrant AG vom 12. Juni 2003; letztinstanzlich: Urteil des Bundesgerichts vom 25. August 2004: 2A.343/2003 bzw. BGE 130 II 530. Ausführliche Kommentierungen des Bundesgerichtsentscheides: RUDOLF TSCHÄNI/GEORG GOTSCHEV, Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht – Der Fall Quadrant, SZW 77/2005, 130 ff. sowie RUDOLF TSCHÄNI, Der Fall Quadrant – vom Begriff der Gruppe, in: Jusletter 20. Dezember 2004, Rz. 1 ff.

⁴⁰ Empfehlung der UEK vom 4. Juli 2000 i.S. Baumgartner Papiers Holding SA; Verfügung der EBK i.S. Baumgartner Papiers Holding SA vom 4. August 2000; Urteil des Bundesgerichts vom 2. Juli 2001: 2A.394/2000. Besprechung des Bundesgerichtsurteils durch RUDOLF TSCHÄNI, Erster Bundesgerichtsentscheid zum börsengesetzlichen Übernahmerecht: BGE II A. 394/2000 vom 2. Juli 2001, SZW 73/2001 298 ff.

⁴¹ Dies gilt (mit Einschränkungen) für die sog. *Gruppenbildung*: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3.

«unfreundlichen» Übernahmeszenarien wieder «ins Gerede»⁴² (z.B. bei der Auseinandersetzung zwischen Implenla/Laxey)⁴³.

B. Art. 20 BEHG sowie Art. 20 revBEHG

1. Bedeutung

Die Meldepflicht der (möglicherweise angehenden Gross-)Aktionäre dient der *generellen Transparenz* bei Publikumsgesellschaften. Die Regelung wurde mit dem Börsenrecht relativ spät in die Schweizer Rechtsordnung eingeführt. Im *Ausland* finden sich vergleichbare Ordnungen⁴⁴ (z.B. in Grossbritannien seit mehr als 40 Jahren), die allerdings in den Details zahlreiche Unterschiede aufweisen⁴⁵. Mit Art. 20 BEHG wurde ursprünglich eine Angleichung an *internationale Standards* und an das Recht der *Europäischen Union* (EU) angestrebt⁴⁶.

Die Pflicht zur Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse strebt einen *Investoren- bzw. Minderheitenschutz* an⁴⁷, d.h. die «übrigen» Aktionäre sollen den Entscheid, kotierte Beteiligungspapiere zu kaufen oder zu verkaufen oder unverändert zu behalten, (mit-)basierend auf diese Informationen machen können; das «Heranschleichen» oder «Hinausschleichen» von gewichtigen Aktionären soll

⁴² Bei Implenla und bei Von Roll mussten Investoren im Herbst 2007 jeweils ein Pflichtangebot machen, die sich an die gesetzlichen *Mindestpreisvorgaben* hielten, unbesehen dessen aber *heftig kritisiert* wurden.

⁴³ Der Jubilar war federführend auf der Seite von Implenla: WATTER/DUBS (FN 16), 29. Die Übernahmekommission (UEK) publizierte sog. *Empfehlungen* in dieser Sache: [http://www.takeover.ch/50.html?&cHash=5d9fa6dd54&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=462&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/50.html?&cHash=5d9fa6dd54&tx_bumadvice_pi1[uid]=462&tx_bumadvice_pi1[view]=detail) (Empfehlung I); [http://www.takeover.ch/50.html?&L=http%3A%2F%2Fignacio.cougil.com%2F.x%2Fcmdz_foreach.htm%3F&cHash=52d49a16b8&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=463&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/50.html?&L=http%3A%2F%2Fignacio.cougil.com%2F.x%2Fcmdz_foreach.htm%3F&cHash=52d49a16b8&tx_bumadvice_pi1[uid]=463&tx_bumadvice_pi1[view]=detail) (Empfehlung II).

⁴⁴ Eine *rechtsvergleichende* Darstellung soll angesichts der beschränkenden Vorgaben für den Beitrag *nicht* gegeben werden – immerhin: KUNZ (FN 7), § 10 N 102 ff.; WEBER (FN 26), 301 ff., PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A. Bern 2004, § 5 N 138 ff.; GEORG G. GOTSCHKEV, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich 2005 (= SSHW 240), 301 ff.; LEONARDO CEREGHETTI, Die Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen im schweizerischen Recht – unter besonderer Berücksichtigung des neuen Aktienrechts und des zukünftigen Börsenrechts, Diss. St. Gallen 1994, 267 ff.; allg.: PETER V. KUNZ, Einführung zur Rechtsvergleichung in der Schweiz (...), recht 24/2006, 37 ff.

⁴⁵ Die *Revisionen zur Meldepflicht* im Jahre 2007 wurden indes in erster Linie mit anderen bzw. «schärferen» Regelungen im Ausland rechtspolitisch begründet: Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b).

⁴⁶ Hierzu etwa: HANSPETER DIETZI/SANDRA LATOUR, Schweizerisches Börsenrecht: Ein Grundriss mit ausgewählten Ausführungserlassen, Basel 2002, 5 f.

⁴⁷ Detailliert: KUNZ (FN 7), § 10 N 95 ff. m.w.H.

nicht möglich sein. Die börsenrechtliche Meldepflicht strebt hingegen *nicht* den Schutz von *VR oder Management* von Publikumsgesellschaften an⁴⁸.

2. Sanktionen-Ordnung

Die Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflicht wird bei Vorsatz *strafrechtlich sanktioniert* (Art. 41 Abs. 1 lit. a BEHG)⁴⁹, d.h. *Fahrlässigkeit* bleibt straflos⁵⁰. Anders als in ausländischen Rechtsordnungen droht keine Freiheitsstrafe, zumindest aber eine *Geldstrafe*, die *drakonisch* ausfallen könnte, weil der Bussenrahmen dem Doppelten des Kauf- oder Verkaufspreises der *nicht gemeldeten* Beteiligungspapiere entspricht (Art. 41 Abs. 2 BEHG)⁵¹. Die Doktrin hat diese Sanktion teils als «rechtsstaatlich bedenklich» sowie als «Rückfall in ein primitives Erfolgsstrafrecht» kritisiert⁵², sie ist indes de lege lata hinzunehmen⁵³.

M.E. gab es bis anhin⁵⁴ *keine anderen* Sanktionsmöglichkeiten als eine Strafe. Insbesondere sieht die Regelung von Art. 20 BEHG *keine zivilrechtlichen* Folgen (z.B. eine Stimmrechtssuspendierung⁵⁵, eine Nichtigkeit des Erwerbs- bzw. Veräusserungsgeschäfts⁵⁶ oder einen Dividendenstopp) vor. Abzulehnen ist die Nutzbarmachung einer angeblichen Meldepflichtverletzung als *Vinkulierungsgrund*, d.h. eine Nichteintragung von kotierten vinkulierten Namenaktien mit dem Argument, dass Art. 20 BEHG verletzt sein könnte⁵⁷.

⁴⁸ In der jüngsten Diskussion zu M&A in der Schweiz wurde mindestens die Frage aufgeworfen, ob dies in der Wirtschaftsrealität wirklich immer der Fall sei: KUNZ (FN 10), N 2.

⁴⁹ Im Einzelnen: KUNZ (FN 7), § 10 N 80 ff.

⁵⁰ Statt aller: URS BERTSCHINGER, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 6/1997, 286; es liegt ein *qualifiziertes Schweigen* des Gesetzgebers vor: KUNZ (FN 7), § 10 N 80 FN 193.

⁵¹ Allg.: SANDRA LÜTOLF/BENJAMIN SCHINDLER, Ausgewählte Probleme der Strafbestimmungen des Börsengesetzes, SZW 70/1998, 134 ff.

⁵² BÖCKLI (FN 28), 237.

⁵³ Bei der *BEHG-Revision* wurde ein *Maximal-Bussenrahmen* zur Diskussion gestellt – und zwar z.B. CHF 2 Mio. = Vorschlag des BR; Amtl.Bull. NR 2007 97 (BR Merz) oder CHF 20 Mio.: Amtl.Bull. NR 2007 96 (Schwander); Amtl.Bull. NR 2007 96 (Schneider); Amtl.Bull. NR 2007 96 f. (Fässler-Osterwalder); Amtl.Bull. NR 2007 97 (Leutenegger Oberholzer); Amtl.Bull. SR 2007 414 (Wicki); *kritisch* hingegen: Amtl.Bull. NR 2007 97 (Kaufmann) – schlussendlich scheiterten diese Revisionsvorschläge, so dass vom Bussenrahmen her *alles beim Alten* bleibt.

⁵⁴ Dies ändert sich mit der *BEHG-Revision per 1. Dezember 2007*: Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b).

⁵⁵ Gl.M.: BÖCKLI (FN 25), § 7 N 59; GOTSCHEV (FN 44), 120 m.w.H.; im Hinblick auf Art. 20 BEHG besteht betreffend der Suspendierung der Stimmrechte ein *qualifiziertes Schweigen* des Gesetzgebers: KUNZ (FN 7), § 10 N 91 a.E.; zudem: BERTSCHINGER (FN 50), 286 f.

⁵⁶ Statt aller: GOTSCHEV (FN 44), 120 m.w.H.

⁵⁷ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4. Im Übrigen lehnt BERTSCHINGER (FN 50), 287 die *statutarische* Möglichkeit einer Stimmrechtssuspendierung explizit ab.

Des Weiteren bestehen *keine behördlichen Kompetenzen* der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK)⁵⁸, v.a. kann sie keine Stimmrechtssuspendierung verfügen, und dies wird sich mit Art. 20 revBEHG *nicht* ändern⁵⁹. Neu und vom Jubilar initiiert – m.E. nicht zu beanstanden, weil die angestrebte Transparenz erreicht wird – ist der Umstand, dass in einem *Angebotsprospekt* auf allfällige EBK-Verfahren wegen Art. 20 BEHG *hingewiesen* werden muss⁶⁰.

Immerhin kann m.E. – zumindest theoretisch⁶¹ – die Verletzung der Meldepflicht durchaus Anlass für *Schadenersatzansprüche* geben. Ein Aktionär, der klagen will (z.B. möchte er geltend machen, dass er seine Aktien nicht oder nicht zu einem «zu tiefen» Kurswert verkauft hätte, hätte er von einem sich «anpirschenden» Grossaktionär gewusst)⁶², muss gemäss *Art. 41 OR* einen Schaden, eine Widerrechtlichkeit, einen adäquaten Kausalzusammenhang sowie ein Verschulden nachweisen. In diesem Zusammenhang stellt *Art. 20 BEHG* eine Schutznorm und damit mögliche Basis für eine *Widerrechtlichkeit* dar⁶³.

3. Revision(en) 2007

a) EBK-Verordnung

Im *Jahre 2007* fanden in der Schweiz (wieder einmal)⁶⁴ *Übernahmen bzw. Übernahmeversuche* statt, die zu Auseinandersetzungen führten. Angebliche Meldepflichtverletzungen⁶⁵ waren oft Thema der Streitigkeiten⁶⁶ – begleitet von diversen Verfahren und einer grossen Resonanz in den Medien. Die Rechtssetzer, und zwar sowohl die EBK als auch das Eidgenössische Parlament⁶⁷, griffen mit *total*

⁵⁸ Übersicht: KUNZ (FN 7), § 10 N 90 f.

⁵⁹ KUNZ (FN 7), § 10 N 90 m.w.H.

⁶⁰ Diese Praxis wurde mit den erwähnten Empfehlungen I/II der UEK i.S. Implenia/Laxey begründet.

⁶¹ In der Praxis dürfte dieser Ansatz wegen der *schwierigen Beweislage* für Klagewillige selten vorkommen.

⁶² Informationen über die Zusammensetzung des Aktionariats können *kursrelevant* sein: BERNET (FN 35), 85 f.

⁶³ Offen: METTIER (FN 30), 193 FN 394; a.M.: GOTSCHEV (FN 44), 120 f.

⁶⁴ Eine vergleichbare Situation bestand bereits im *Jahre 2002*, als sich der Jubilar und der Unterzeichner in mehreren Fällen «*auf der anderen Seite*» gegenüber standen.

⁶⁵ Die Vorwürfe waren meist gegen die «Angreifer», teils aber ebenfalls gegen die «Verteidiger» gerichtet.

⁶⁶ Vgl. dazu hinten Ziff. III. A.

⁶⁷ Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b). Die Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates (WAK-NR) nahm die Thematik erstmals *Ende November 2006* auf.

drei Revisionen ein⁶⁸. Die Börsenverordnung der EBK (sc. BEHV-EBK) wurde im Zusammenhang mit der Meldepflicht zweimal⁶⁹ überarbeitet:

- *BEHV-EBK-Revision per 1. Juli 2007*: Die EBK zog gewisse *umstrittene* Themen der Gesetzesrevision vor⁷⁰, d.h. die Behörde überarbeitete die Verordnung in ihrem eigenen Kompetenzbereich noch vor der anstehenden BEHG-Revision; es ging z.B. um die Regelung von (i) Cash Settlement Optionen⁷¹ sowie um die (ii) *Addition* von Aktieneigentum und Optionen bzw Derivativen⁷².
- *BEHV-EBK-Revision per 1. Dezember 2007*: Wegen der Überarbeitung von Art. 20 BEHG (neu: Art. 20 revBEHG) wurde die BEHV-EBK ein zweites Mal revidiert⁷³, was wohl keine idealtypische Rechtssetzung darstellt; im Vordergrund standen eher formelle Fragen und damit die Anpassung an Art. 20 revBEHG auf Verordnungsstufe⁷⁴, und ausserdem die Regelung von Put-Optionen, die erstmals meldepflichtig werden.

Bei den Revisionen der BEHV-EBK ging es nicht nur um die *Meldepflicht*, sondern ebenfalls um die *Angebotspflicht*⁷⁵, auf die nicht einzugehen ist⁷⁶. Eine Revi-

⁶⁸ Allg.: LUCIANO F. DONATI, Der Nutzen der verschärften Offenlegungspflicht börsenkotierter Unternehmen im Hinblick auf heimliche Übernahmen (Bern 2007) – unpublizierte Masterarbeit beim Unterzeichner.

⁶⁹ Im Jahre 2008 dürfte eine *dritte* Revision der BEHV-EBK in Kraft treten, die sich z.B. mit dem sog. *Securities Lending* befassen wird.

⁷⁰ Zur *Anhörung* durch die EBK: http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20070419_01_d.pdf sowie http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20070419_02_d.pdf.

⁷¹ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 2.

⁷² Bis Ende Juni 2007 unterstanden das Aktieneigentum sowie die Derivative *je einzeln* der damals geltenden Meldeschwelle, d.h. eine *kumulierte Anwendung* war *nicht* vorgesehen; es war folglich z.B. möglich, 4,9% *Aktieneigentum* mit 4,9% *Call-Optionen* darauf (= total 9,8%) zu kombinieren, *ohne meldepflichtig* zu sein.

⁷³ Hierzu: http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_01_d.pdf; zum *Begleitbericht* vom 27. September 2007: http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_03_d.pdf; sowie zu guter Letzt: http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_02_d.pdf.

⁷⁴ Im Begleitbrief der EBK zur öffentlichen Anhörung der Teilrevision der BEHV-EBK vom 2. Oktober 2007 wurde explizit festgehalten, dass eine neuerliche Revision der BEHV-EBK aufgrund der Revision von Art. 20 BEHG erfolgte und deshalb insbesondere das 3. Kapitel «Offenlegung von Beteiligungen» (Art. 9 – Art. 23 BEHV-EBK) überarbeitet und an die neuen Vorgaben angepasst werden musste; Begleitbrief im Internet auffindbar unter: <http://www.ebk.admin.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_01_d.pdf>.

⁷⁵ Im Vordergrund stand die *Ausdehnung* der Dauer von 30 Börsentagen auf 60 *Börsentage* zur Bestimmung des anzubietenden *Mindestpreises*: Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

⁷⁶ Vgl. dazu vorne Ziff. II. A. 2.

sion war schon einige Zeit pendent⁷⁷, und sie wurde aus Aktualitätsgründen *vorgezogen*. Immerhin zwei zentrale Themen der Kritik konnten nicht Gegenstand einer Verordnungsrevision sein, weil sie eine *gesetzliche* Basis brauchten, nämlich (i) die *Grenzwerte* der Meldepflicht sowie (ii) die *Sanktionen* bei einer Pflichtverletzung. Die *Legislative* kam somit nicht umhin, tätig zu werden⁷⁸ – wobei die ungewohnte Schnelligkeit der Gesetzgebung nicht ohne Kritik bleiben darf.

b) Revision des BEHG

Seit einigen Jahren zeichnet sich die Rechtssetzung gerade im Gesellschaftsrecht m.E. durch eine meist unverständliche und wohl schädliche *legislative Hektik* aus⁷⁹. Dies führt zu einem bedenklichen Prozedere der Gesetzgebung⁸⁰, und zwar z.B. beim *neuen Revisionsrecht* im OR⁸¹ und beim *neuen Börsenrecht* (Art. 20 revBEHG)⁸². Nicht zuletzt aus diesem Grund sind und bleiben verschiedene Auslegungsfragen unbeantwortet⁸³. Zwei Themen standen im Vordergrund der BEHG-Revision und damit bei Art. 20 revBEHG⁸⁴:

- *Veränderungen bei Schwellenwerten*: Das Börsenrecht sah mit Art. 20 Abs. 1 BEHG als tiefsten Grenzwert eine *5%-Schwelle* vor⁸⁵. Art. 20 Abs. 1 revBEHG führt im Hinblick auf die erste Meldung neu (i) eine *3%-Schwelle* ein⁸⁶. Des Weiteren werden *zwei neue* Schwellenwerte implementiert, nämlich (ii) eine

⁷⁷ Im November 2004 erfolgte bei der EBK eine Sistierung der im Oktober 2003 eingeleiteten materiellen Revisionen der BEHV-EBK sowie der UEV-UEK; Details im EBK-JB 2004, 74 f.

⁷⁸ Vgl. dazu hinten Ziff. II. B. 3. b).

⁷⁹ Übersicht: PETER V. KUNZ, *Permanenter Umbruch im Gesellschaftsrecht – Eine Übersicht zu den legislativen Sturmböen seit 1991*, SJZ 102/2006, 145 ff.

⁸⁰ Kritik: PETER FORSTMOSER, *Im Huckepackverfahren und auf der Überholspur – Zwei fragwürdige «Novitäten» schweizerischer Gesetzgebung*, NZZ Nr. 44/2007, 27.

⁸¹ Die *Revision des Revisionsrechts* wurde der laufenden *GmbH-Rechtsrevision «aufgefropft»*, so dass beispielsweise *keine Botschaft* des Bundesrats vorliegt.

⁸² Die Revision von Art. 20 revBEHG wurde dem laufenden Verfahren zum Erlass eines neuen *Finanzmarktgesetzes (FINMAG) «aufgefropft»*, so dass ebenfalls *keine Botschaft* des Bundesrats vorliegt – z.B. Amtl.Bull. NR 2007 99 (Schneider); Amtl.Bull. NR 2007 102 (BR Merz); Amtl.Bull. SR 2007 405 (Germann).

⁸³ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3. b) sowie 4. b) sowie 5. Allg.: RETO GYSI, *Jetzt kommt die Meldeflut*, Finanz und Wirtschaft, Nr. 94/2007, 26.

⁸⁴ Text: http://www.ebk.ch/d/regulier/konsultationen/20071002_02_d.pdf.

⁸⁵ Ursprünglich schien dem Gesetzgeber – anders als in der rechtspolitischen Diskussion im Jahre 2007 – diese *Schwelle* nicht etwa zu hoch, sondern vielmehr *zu tief* zu sein, weil eigentliche «Grossinvestoren» getroffen werden sollten: KUNZ (FN 7), § 10 N 75 FN 177 m.w.H.; ausserdem Bericht zum VE BEHG: 63 f.

⁸⁶ Mit Kritik an der Senkung: PETER SCHUPPLI, *Gefahr!*, Finanz und Wirtschaft, Nr. 93/2007, 2.

15%-Schwelle sowie (iii) eine 25%-Schwelle, die im Wesentlichen eine Rechtsangleichung an die EU darstellen⁸⁷.

- *Stimmrechtssuspendierung*: Art. 20 Abs. 4bis revBEHG sieht vor, dass «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» kann. Der Unterzeichner hat eine Stimmrechtssuspendierungsklage schon lange postuliert⁸⁸. Als Kläger kommen nicht allein (i) die Gesellschafter, sondern ebenfalls (ii) die EBK⁸⁹ sowie (iii) die betroffene Gesellschaft in Frage.

Die von der Tagesaktualität angetriebene, m.E. *überstürzte Gesetzgebung* – ein Art «börsenrechtliches Notrecht»⁹⁰ – hinterlässt teilweise ein schales Gefühl⁹¹. Bundesrat MERZ räumte ein: «In Anbetracht der heutigen Debatte [im SR] bin ich nicht ganz sicher, ob die Zeit gereicht hat, um in allen Fragen zu einem guten Ende zu kommen»⁹²; und er hielt fest, dass das Parlament die BEHG-Revision «nicht auf Gedeih und Verderb durchwürgen solle»⁹³. Tatsächlich bestehen für die praktische Anwendung der (neuen) Meldepflicht zahlreiche vom Parlament verursachte *Rechtsunsicherheiten*, von denen einige aufzunehmen sind⁹⁴.

⁸⁷ Die Grenzwerte stimmen überein mit der sog. *Transparenzharmonisierungsrichtlinie* der EU, die anfangs des Jahres 2007 in Kraft trat; die ursprüngliche Basis war die *Transparenzrichtlinie* aus dem Jahre 1988, die im Jahre 2001 durch die *Wertpapierrichtlinie* ersetzt wurde – hierzu: Amtl.Bull. NR 2007 99 (Schneider).

⁸⁸ Vorgeschlagen als *Aktionärsklage*: KUNZ (FN 7), § 10 N 89/N 94.

⁸⁹ Gemäss Art. 20 Abs. 4bis revBEHG ist also die *EBK aktivlegitimiert* hinsichtlich einer Stimmrechtssuspendierungsklage, sie hat *keine Verfügungskompetenz*: Vgl. dazu hinten III. B. 5. d).

⁹⁰ Ursprünglich – z.B. Amtl.Bull. NR 2007 99 (Schneider) – war sogar eine sog. *Dringlichkeitserklärung* der BEHG-Revision beantragt, die sich indes nicht durchsetzte: Amtl.Bull. SR 2007 419 (Germann).

⁹¹ Ein Nationalrat sprach von einer «Nacht- und Nebelaktion»: Amtl.Bull. NR 2007 101 (Kaufmann) – ganz anderer Ansicht: Amtl.Bull. NR 2007 103 (Schneider); von einer weiteren Seite wurde ebenfalls die «etwas überstürzte Arbeit unseres Parlaments» angesprochen: Amtl.Bull. SR 2007 407 (Sommaruga).

⁹² Amtl.Bull. SR 2007 418 (BR Merz).

⁹³ Amtl.Bull. SR 2007 419 (BR Merz) – und: «Wir müssen so lange an diesen Formulierungen und an diesen Erkenntnissen arbeiten, bis die Politik zu eingefrorenem Recht wird, und erst dann le-giferieren» (a.a.O.); des Weiteren: Amtl.Bull. NR 2007 103 (BR Merz) («noch gewisse Penden-zen»).

⁹⁴ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 5. Detailliert: PETER V. KUNZ, Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsenrecht (erscheint in: SZW Juni 2008)

III. Praxis

A. Meldepflicht als Druckmittel – Erfahrungsberichte

Der erste prominente «Fall» einer angeblichen Meldepflichtverletzung stammt aus dem Jahre 2001 und betraf die frühere Brauerei *Feldschlösschen-Hürlimann Holding* (FHH)⁹⁵, als an deren GV vom 21. Mai 2001 «rasch Verdachtsmomente»⁹⁶ über das Auftreten einer Gruppe aufkamen. Der zurückgetretene Präsident des VR der FHH erstattete Anzeige, und die EBK veranlasste eine Untersuchung⁹⁷. Das Verfahren⁹⁸ wurde in der Folge beim Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) *eingestellt*, d.h. es kam zu keinem Gerichtsverfahren⁹⁹.

Im *Sommer 2007* geriet das Stichwort «Meldepflichtverletzung» bei «unfriendly takeovers» (bzw. bei Versuchen dazu) mehrfach in die Schlagzeilen – erwähnt seien z.B. (i) Sulzer bzw. Renova/Victory sowie (ii) Implenia bzw. Laxey Partners; bei (iii) Scor/Converium bzw. BZ Bank¹⁰⁰ ging es hingegen, oftmals übersehen, nie um eine Meldepflichtverletzung und allfällige Strafsanktionen¹⁰¹, sondern vielmehr um eine behauptete (Gruppen-)Angebotspflicht. Verschiedene Verfahren wurden eingeleitet bei der UEK¹⁰² sowie bei der EBK¹⁰³.

Eine (*Straf-*)Anzeige als Druckmittel erscheint, ganz grundsätzlich, höchst zweischneidig, weil es um ein sog. *Offizialdelikt* geht, d.h. die eröffneten Verfah-

⁹⁵ Detailliert: GOTSCHHEV (FN 44), 166 ff.

⁹⁶ EBK-JB 2001, 87.

⁹⁷ Zu Beginn nimmt die Offenlegungsstelle (OLS) der SWX Swiss Exchange erste Abklärungen vor, und im Anschluss entscheidet die EBK, ob sie eine Strafanzeige zuhanden des EFD machen will oder nicht – i.c. reichte die EBK eine Strafanzeige beim EFD ein: EBK-JB 2002, 80 f.

⁹⁸ Der Jubilar und der Unterzeichner vertraten als Rechtsanwälte im Verfahren *unabhängig voneinander* im Übrigen zwei «Mitglieder» der behaupteten «Gruppe».

⁹⁹ EBK-JB 2003, 104.

¹⁰⁰ Notorisch ist das Verfahren betreffend Übernahme von Converium durch Scor; vorgeworfen wurde der BZ Bank und Martin Ebner persönlich eine Börsengesetzverletzung durch angebliche «gemeinsame Absprache» mit der späteren Anbieterin Scor: Empfehlung IV der UEK vom 9. Juni 2007, Dispositiv-Ziffer 3: [http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=2a0a775ad0&tx_bumadvice_pi1\[uid\]=443&tx_bumadvice_pi1\[view\]=detail](http://www.takeover.ch/37.html?&cHash=2a0a775ad0&tx_bumadvice_pi1[uid]=443&tx_bumadvice_pi1[view]=detail); Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007, mit der diese Empfehlung IV der UEK bestätigt wird: http://www.takeover.ch/fileadmin/Dateien/Freiwillige_Angabote/Converium/Verf_gung_EBK.pdf; m.W. liegt im heutigen Zeitpunkt *kein rechtskräftiges Urteil* vor.

¹⁰¹ Anders lautende Medienberichte waren m.W. ohne Basis.

¹⁰² Übernahmekommission (UEK): <http://www.takeover.ch/>.

¹⁰³ Eidgenössische Bankenkommission (EBK): <http://www.ebk.admin.ch/d/>.

ren laufen im Prinzip weiter, selbst wenn sich die Parteien verständigt haben sollten¹⁰⁴.

Nicht allein die «verteidigenden» VR¹⁰⁵, sondern auch die «angreifenden» Investoren machten (Straf-)Anzeigen wegen Art. 20 BEHG, und zwar gegen die «Verteidiger»¹⁰⁶ – ein baldiges Ende dieses Hickhacks scheint nicht absehbar. Solange keine wegweisenden (rechtskräftigen) Urteile vorliegen, und dies dürfte noch einige Zeit dauern, beherrscht eine *lähmende Rechtsunsicherheit* den Themenkomplex. Auf einige praxisrelevante Unsicherheitsfaktoren – z.B. «Gruppen-tatbestand»¹⁰⁷, «Meldepflichtverletzung als Vinkulierungsgrund»¹⁰⁸ sowie «Stimmrechtssuspendierungsklage»¹⁰⁹ – soll deshalb eingegangen werden.

B. Einzelfragen

1. Strafbarkeit bei eigenen Aktien?

Jeder Investor (sc.: jeder «wirtschaftlich Berechtigte»)¹¹⁰, der kotierte Aktien für eigene Rechnung erwirbt oder veräußert und dadurch gewisse Grenzwerte der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der *Gesellschaft* und den *Börsen*, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden¹¹¹. Hierbei stellt sich die Grundsatzfrage, *ob* die Regelung von Art. 20 BEHG nicht allein auf «Drittinvestoren», sondern ebenfalls auf die *betroffene Publikumsgesellschaft* anwendbar ist – und, wenn ja: *welche Rechtsfolgen* bei Verletzung zu gewärtigen sind (z.B. ein Strafverfahren).

¹⁰⁴ Es liegt also *kein Strafantrag* vor, der zurückgezogen werden könnte – die einzige Möglichkeit ist die Abgabe einer sog. *Desinteresseerklärung* durch den Anzeiger. Ausserdem erweist sich nicht jede Anzeige als blosses «Druckmittel»; vielmehr *muss* sogar ein *VR anzeigen*, wenn er einen *ernsthaften Verdacht* betreffend Meldepflichtverletzung (d.h. «Grund zur Annahme») hat: Art. 20 Abs. 4 BEHG.

¹⁰⁵ Der *Vorwurf* geht dahin, dass sich «feindlich gesinnte» Investoren unter Verletzung von Art. 20 BEHG «heimlich anschleichen», sei es im legalen oder im illegalen Bereich – in diesem Zusammenhang dürfte das breite Publikum erstmals von *Cash Settlement Optionen* gehört haben: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 2.

¹⁰⁶ VR und Managements, die als Verteidigungsstrategie mit «freundlich gesinnten» Investoren *reden*, könnten dadurch – so der Vorwurf – ebenfalls die Meldepflicht verletzen: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3. b)

¹⁰⁷ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3. b).

¹⁰⁸ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4.

¹⁰⁹ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 5.

¹¹⁰ Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK – es geht also um den *wahren Berechtigten*, d.h. den sog. «*beneficial owner*», der nach *seinem* freiem Ermessen *über das Stimmrecht entscheiden* kann.

¹¹¹ Vgl. dazu vorne Ziff. II. A. 2.

Es handelt sich um ein *praktisches* Problem. Die EBK leitete regelmässig Verfahren gegen Gesellschaften ein¹¹². Publikumsgesellschaften überschreiten mit ihren sog. *eigenen Aktien* (Art. 659 ff. OR)¹¹³ nämlich immer wieder die meldepflichtigen Schwellenwerte¹¹⁴:

(i) Das *Börsengesetz* erwähnt die Gesellschaften nicht explizit¹¹⁵, sondern einzig (ii) die *Verordnung* der EBK¹¹⁶. Die börsenrechtliche *Gesetzeskonformität* ist zwar zu bejahen¹¹⁷, doch besagt dies nichts zur Strafbarkeit einer Meldepflichtverletzung durch eigene Aktien¹¹⁸. M.E. ist eine Verletzung der Meldepflicht durch Kauf oder Verkauf eigener Aktien *nicht strafbar* für die Gesellschaft oder für die handelnden Personen¹¹⁹. Gemäss dem *Grundsatz* «Keine Strafe ohne Gesetz» («nulla poena sine lege»)¹²⁰ hätten die Eigenerwerber nicht auf Verordnungsebene, sondern auf Gesetzesebene erwähnt werden müssen. Art. 20 BEHG erweist sich als sog. «lex imperfecta»¹²¹ – und die Legislative ergänzte in der erwähnten Hektik jüngst das BEHG nicht¹²².

¹¹² Der Unterzeichner trat vor einigen Jahren in zwei Fällen als Rechtsanwalt betroffener Publikumsgesellschaften auf – beide Verfahren wurden in der Folge *eingestellt*.

¹¹³ Eigene Aktien können z.B. die Folge sein von sog. *Rückkaufprogrammen* an der Börse oder von «*Kurspflege*», die durch die Gesellschaft selber wahrgenommen wird; allg.: BÖCKLI (FN 25) § 7 N 78 ff.

¹¹⁴ Allg.: KARL HOFSTETTER, Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsennotierte Gesellschaften, in: VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992 – 1997: Versuch einer Bilanz, Festschrift zum 70. Geburtstag für Rolf Bär, Bern 1998, 135 ff.

¹¹⁵ M.E. erstaunlicherweise wurde mit der *BEHG-Revision* keine Klarstellung bzw. *keine Ergänzung* betreffend die *strafrechtlichen Folgen* bei eigenen Aktien vorgenommen.

¹¹⁶ Art. 14 lit. b BEHV-EBK: «Eine *Meldepflicht* besteht insbesondere auch, wenn ein Grenzwert erreicht, überschritten oder unterschritten wird (...) bei Erwerb und Veräusserung *eigener* Beteiligungspapiere durch die *Gesellschaft*».

¹¹⁷ In diesem Sinne: KUNZ (FN 7), § 10 N 78.

¹¹⁸ Zur Strafbarkeit muss nicht Art. 20 BEHG, sondern *Art. 41 Abs. 1 lit. a BEHG* ausgelegt werden.

¹¹⁹ Begründung: KUNZ (FN 7), § 10 N 82 m.w.H.; ein anderes Thema ist, ob entsprechende Aktienerwerbe als sog. *Stützungskäufe* allenfalls eine *strafbare Kursmanipulation* darstellen könnten – zur *früheren* Rechtslage (d.h. vor dem BEHG und vor Art. 161bis StGB): ROLF WATTER, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen, SZW 62/1990, 193 ff.

¹²⁰ Der Grundsatz hat zur Folge, dass eine strafrechtliche Sanktion nur dann Rechtsfolge sein kann, wenn diese als klar bestimmter Tatbestand in einem Gesetz fixiert ist – insbesondere ist es *unzulässig*, Analogien zu Lasten des Täters *über den Wortlaut des Gesetzes hinaus* vorzunehmen. Diese strafgesetzliche Regel, die in Art. 1 StGB explizit festgehalten ist, wird in der Form des *Legalitätsprinzips* in Art. 5 Abs. 1 BV erwähnt und gilt zudem als ungeschriebenes Verfassungsrecht: BGE 118 Ia 318 f.; 112 Ia 107, 112.

¹²¹ Eine «lex imperfecta» (lat. «unvollständiges Gesetz») liegt immer dann vor, wenn die Gesetzgebung keine Rechtsfolge an den Tatbestand der Rechtsvorschrift knüpft; dies ist m.E. bei einer

2. Cash Settlement Optionen

Während bei den «Verteidigern» bei Übernahme(versuche)n heikle Abwehrmechanismen wie z.B. die Ausweitung der Vinkulierung¹²³ oder die Nicht-Einberufung von a.o. GV¹²⁴ im Vordergrund stehen, dürften¹²⁵ sich die verschiedenen «Angreifer» auf das Parkett einer «Verschleierung» der Beteiligungsverhältnisse oder eines «heimlichen Anschleichens» verlegt haben. Beim letzteren Szenario stehen Optionsstrategien (Call-Optionen¹²⁶ und Put-Optionen¹²⁷) im Vordergrund, insbesondere die sog. *Cash Settlement Optionen*.

Bei Cash Settlement Optionen handelt es sich um Kaufrechte («Calls»), die *keine Realerfüllung*, sondern eine *Abgeltung in «Cash»* für den Berechtigten vorsehen¹²⁸. Unbesehen dessen erwerben die Banken, die solche Optionen auf die Aktien als «underlyings» emittiert haben, als Absicherung («hedging») diese Positionen *realiter*. Nach der Bar-Bezahlung bestehen die *Real-Positionen* bei der Bank weiterhin, und es spricht – im Prinzip – nichts dagegen, diese Aktien eben gerade an die *Auftraggeber der Optionsemission* zu verkaufen. Es ist indes möglich, dass der Auftrag gerade vor diesem Hintergrund erfolgte (also bloss «vorge-schoben» war)¹²⁹, d.h. die realen Aktien wurden faktisch bei der Bank parkiert¹³⁰.

Bis anhin waren diese Optionen *nicht* meldepflichtig¹³¹, so dass ein «Anschleichen» oder «Verschleiern» sozusagen *börsenrechtlich erleichtert* wurde. Doch die

Meldepflichtverletzung durch eigene Aktien der Fall, d.h. es handelt sich bei dieser Vorschrift in diesem besonders gelagerten Fall um eine *sanktionsfreie Ordnungsvorschrift*.

¹²² Das Parlament hätte nicht allein Art. 20 revBEHG verabschieden, sondern eine *revidierte Ordnung zu Art. 41 Abs. 1 lit. a BEHG* erlassen können – was *nicht der Fall* ist, d.h. der meldepflichtverletzende Erwerb eigener Aktien bleibt m.E. weiterhin unter *Art. 20 revBEHG straflos*; der Unterzeichner empfahl schon vor Jahren eine entsprechende Gesetzesrevision: KUNZ (FN 7), § 10 N 82 FN 202.

¹²³ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 5. b).

¹²⁴ Hierzu: KUNZ (FN 10), Rz. 18 ff. m.w.H.

¹²⁵ M.W. laufen zwar *verschiedene Verfahren*, doch liegen zurzeit (noch) *keine rechtskräftigen Urteile* vor.

¹²⁶ Eine *Call-Option* ist ein *Kaufrecht* (z.B. auf eine bestimmte Aktie als «underlying»).

¹²⁷ Eine *Put-Option* ist ein *Verkaufsrecht* (z.B. auf eine bestimmte Aktie als «underlying»).

¹²⁸ Detailliert: WATTER/DUBS (FN 14), 31.

¹²⁹ Der *Auftrag* zur Emission könnte *pro forma* erfolgen, um nach Durchführung die *realiter* bei der Bank vorhandenen «underlyings» zu erwerben, d.h. es bestünde somit ein *Umgehungsgeschäft*.

¹³⁰ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3. b).

¹³¹ Art. 13 Abs. 1 altBEHV-EBK lautete wie folgt: «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».

erste Ordnungsrevision der EBK¹³² hat dies geändert¹³³, und zwar mit einer *generellen* Optionen-Unterstellung unbesehen eines «cash settlement» oder «physical settlement»: «Der Meldepflicht unterstehen: a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen)» (Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK). Damit hat die Rechtssetzung auf der «Angreiferseite» sicherlich das *Missbrauchspotential reduziert*, was m.E. zu begrüssen ist.

3. Gruppentatbestand

a) Ausgangslage

Wenn es um Pflichten der Publikumsaktionäre geht¹³⁴, stellt sich die Frage, wer sich als «Aktionär» nach BEHG qualifiziert. Das Börsenrecht sieht als Pflichtige nicht allein Einzelinvestoren vor, sondern ebenfalls Aktionäre «in gemeinsamer Absprache mit Dritten» (Art. 20 Abs. 1 BEHG/rev BEHG¹³⁵ sowie Art. 32 Abs. 1 BEHG), d.h. sog. *Gruppen* von Investoren¹³⁶. Die Gruppenthematik war von Beginn an heftig umstritten¹³⁷, und im Parlament wurde davon ausgegangen, dass das «koordinierte Vorgehen eines Übernahminteressenten mit einem Dritten häufig vorkommt»¹³⁸.

M.E. stellt die Gruppenproblematik *das zentrale schwarze Loch* im Schweizer Börsenrecht dar. Eine höchstrichterliche Klarstellung fehlt zumindest im Bereich der Meldepflicht¹³⁹. Regelmässig vernachlässigt wird, dass die Gruppentatbestän-

¹³² Vgl. dazu vorne Ziff. II. B. 3. a).

¹³³ Im Parlament wurde *kritisiert*, dass die EBK *zu lange gewartet* habe: Amtl.Bull. SR 2007 407 (Sommaruga).

¹³⁴ Vgl. dazu vorne Ziff. II. A. 2.

¹³⁵ Ergänzt wird diese Regelung durch *Absatz 3*, in dem die *Gruppen explizit* erwähnt werden – die *Absätze 1/3* stellen *abgestimmte Verhaltensweisen* dar, bei denen auf Verordnungsstufe *nicht differenziert* wird.

¹³⁶ Grundlegend: GOTSCHEV (FN 44), 85 ff.

¹³⁷ Übersicht: KARL HOFSTETTER, Gruppentatbestände im Börsengesellschaftsrecht, SZW 70/1998, 285 ff.

¹³⁸ Amtl.Bull. NR 2007 105 (Schneider).

¹³⁹ Immerhin kann festgehalten werden, dass zumindest ein *Konzern bzw. Konzerngesellschaften* (konzernrechtlich eine «Gruppe von Gesellschaften unter einheitlicher Leitung») immer eine *meldepflichtige Gruppe* bilden: BGE 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001, und zwar Erw. 2. d (i.c. «The Capital Group Companies»); zudem: RENATE WEY, Neueste Entwicklungen des schweizerischen Finanzmarktrechts (...), SZW 74/2002, 190 ff.; ausserdem: RUDOLF TSCHÄNI, Die Gruppe im Übernahmerecht – «Are we really all one?», in: TSCHÄNI (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 208 ff.

de *nicht identisch* sind im gesamten Börsenrecht, sondern dass zu unterscheiden¹⁴⁰ ist zwischen den «Gruppen» bei der (i) *Meldepflicht* gemäss Art. 20 BEHG¹⁴¹, beim (ii) *öffentlichen Übernahmeangebot* gemäss Art. 22 ff. BEHG¹⁴² sowie beim (iii) *Pflichtangebot* gemäss Art. 32 BEHG¹⁴³.

Es soll angesichts der beschränkten Platzverhältnisse nicht auf die Flut von jüngeren und älteren Lehrmeinungen¹⁴⁴ zur *meldepflichtigen Gruppe* eingegangen werden. *Zusammenfassend* werden im Allgemeinen¹⁴⁵, etwas trivialisiert, als Qualifikationskriterien erwähnt ein gewisser Grad an *Organisiertheit* und eine bestimmte *Dauerhaftigkeit*. Daran müssen sich die zahlreichen *Spezialfragen* der Praxis¹⁴⁶ messen lassen.

b) **Spezialfragen – noch ohne Antworten**

Die *meldepflichtrechtliche* Gruppenproblematik erweist sich in der Praxis selten als schwarz oder weiss, sondern zeigt meist *Grautöne*. Diese Rechtsunsicherheit belastet die Marktteilnehmer, und zwar zunehmend. Aus der Unzahl praktischer Fragestellungen werden einige subjektiv interessierende Konstellationen ausgewählt (kein Thema: Beweisprobleme!), zu denen *mögliche Antworten angedeutet* werden sollen¹⁴⁷.

- *Gruppe auf Angreiferseite*: Im Prinzip sind *Gespräche unter Investoren* unerschädlich, selbst wenn sie zu einem Parallelverhalten – z.B. in einer GV – führen; *konsultative* Kontakte sind erlaubt, auch wenn sie Teil eines sog. «proxy fights» darstellen¹⁴⁸. Selbst eine «Formalisierung» in einem *Einzelpunkt* – etwa eine gemeinsame GV-Einberufung – macht sie nicht unbedingt zur Gruppe.

¹⁴⁰ In diesem Sinne illustrativ die erwähnte Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 13. Juli 2007 betreffend Converium: N 67 ff. (i.c. ging es gerade *nicht* um die börsenrechtliche *Meldepflicht* nach Art. 20 BEHG); ausserdem: BGE 130 II 549 Erw. 6.3 (re Quadrant).

¹⁴¹ Detailliert: GOTSCHEV (FN 44), 86 ff.

¹⁴² Hierzu: GOTSCHEV (FN 44), 266 ff.

¹⁴³ Als «leading case»: BGE 130 II 530 (re Quadrant); zu prozessualen Fragen: BGE 133 II 81; ausserdem: GOTSCHEV (FN 44), 181 ff.

¹⁴⁴ Übersicht: BÖCKLI (FN 25), § 7 N 66 ff.; HOFSTETTER (FN 137), 285 ff.; TSCHÄNI (FN 139), 179 ff.; JACQUES IFFLAND, Groupes et actions de concert dans la loi sur les bourses, in: Journées 2003 de droit bancaire et financier, vol. 10, Berne 2004, 143 ff.; PETER NOBEL, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Eine erste Auslegeordnung, in: DRUEY/FORSTMOSER (Hrsg.), Rechtsfragen um die Aktionärsverträge, Schriften zum neuen Aktienrecht, Bd. 13, Zürich 1998, 75 ff.

¹⁴⁵ Statt aller: BÖCKLI (FN 25), § 7 N 73; TSCHÄNI (FN 139), 179 ff.; GOTSCHEV (FN 44), 178 ff.

¹⁴⁶ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 3. b).

¹⁴⁷ Die Details bleiben einer *künftigen Publikation* des Unterzeichners ausdrücklich vorbehalten.

¹⁴⁸ Ebenso: TSCHÄNI (FN 139), 203.

Wenn sich indes diese Investoren selber – sc. durch eine Meldung gemäss Art. 20 BEHG – «*outen*», sind sie darauf zu behaften¹⁴⁹.

- *Türöffner als Gruppenmitglied*: Es kommt vor, dass sog. *Türöffner*, basierend auf ihrem persönlichen Beziehungsnetz¹⁵⁰, zwischen den Investoren und der Publikumsgesellschaft sozusagen *vermittelnd auftreten*; solche Personen dürften meist *nicht* (mehr) zur Gruppe gezählt werden, zumindest wenn sie selber *keine Beteiligung* (mehr)¹⁵¹ haben.
- *Gruppe auf Verteidigerseite*: Sollte der *verteidigende VR* in einer «unfriendly situation» mit «freundlichen» Investoren sprechen und diese gegen «feindliche» Aktionäre «*motivieren*», muss sich die Verteidigerseite am *gleichen Massstab* messen lassen¹⁵². Wenn zwischen «Verteidigern» und «Angreifern» ein «*Understanding*» oder sogar eine *Einigung* zustande kommt, dürfte regelmässig eine Gruppe entstanden sein¹⁵³ – eine solche Abrede könnte (je nach Ausgestaltung) auch begründet sein in einem sog. «*Stillhalteabkommen*»¹⁵⁴.

¹⁴⁹ Gl.M.: PETER NOBEL, Das Aktienrecht nicht vergewaltigen, in: Jusletter 26. November 2007, Rz 11 a.E. So geschehen jüngst bei einer «Aktionärsallianz für Jelmoli-Generalversammlung», die sich einzig für das Traktandum «VR-Wahlen» konstituierte und nach der GV sofort wieder auflöst: NZZ Nr. 279/2007, 29.

¹⁵⁰ Generell erscheint das *Konzept der «Sozialbindungen»* (Hinweise: TSCHÄNI (FN 139), 221 ff.) – z.B. im *Übernahmerecht* diskutiert bei Quadrant sowie bei Scor/Converium bzw. bei den familiären Verhältnissen von M. Ebner – wenig greifbar; eine Konzeptausdehnung auf das *Offenlegungsrecht* liegt m.E. nicht nahe.

¹⁵¹ Wenn ein Investor beispielweise seine Beteiligung verkauft und den *Käufer als neuen Investor* bei der Gesellschaft *vorstellt* bzw. «*einführt*», erscheint dies m.E. meldepflichtrechtlich i.d.R. *unproblematisch*.

¹⁵² Sollten z.B. die «freundlichen» Aktionäre dem verteidigenden VR ihre *Unterstützung zusichern* (etwa gegen eine mögliche Abwahl), dürfte m.E. eine *Gruppe dieser Aktionäre mit der Publikumsgesellschaft* entstanden sein – und es besteht eine Meldepflicht; dass die Publikumsgesellschaft selber nicht stimmen kann (Art. 659a Abs. 1 OR), schliesst die Meldepflicht nicht aus (Art. 20 Abs. 1 BEHG: «ob ausübbar oder nicht»)!

¹⁵³ Dies war der Fall im Übernahmeszenario zwischen Scor/Converium, das ursprünglich «feindlich» ablief und anschliessend «freundlich» wurde; hierzu die erwähnte EBK-Verfügung vom 13. Juli 2007: Rz. 78 f. m.w.H.

¹⁵⁴ Solche «*Stillhalteabkommen*» sind m.W. eher selten in der *Schweiz* – diskutiert werden sie z.B. bei Sulzer (hierzu: KUNZ (FN 10), Rz. 35 ff.) und bei Implenja (sc. «Schutzklausel» mit dem russischen Unternehmen Russian Land, das sich mit 2,71 Prozent an Implenja beteiligt, wonach während fünf Jahren kein Übernahmeangebot gemacht werden darf: NZZ Nr. 280/2007, 27 sowie Finanz und Wirtschaft, Nr. 94/2007, 24); häufiger im *Ausland* – jüngst etwa beim Erwerb einer Beteiligung von 4,2 Prozent am Finanzkonglomerat Fortis durch Chinas zweitgrössten Versicherungskonzern: NZZ Nr. 279/2007, 23.

- *Banken als Gruppenmitglieder*: Regelmässig tauchen *Banken* bei Übernahme-szenarien auf, was ein gesteigertes Medieninteresse erklärt¹⁵⁵. Eine Bank kann etwa als (unwissender) *Parkplatz* für Aktien¹⁵⁶ oder als (wissende) *Mit-Organisatorin* für eine Verheimlichungsstrategie «benutzt» werden¹⁵⁷; im ersten Fall dürfte die Bank nur in Ausnahmefällen, im zweiten Fall hingegen regelmässig als Gruppenmitglied qualifiziert werden. Generell müssten involvierte Banken¹⁵⁸ in solchen Situationen eine *grössere Zurückhaltung* zeigen¹⁵⁹, und zwar nicht zuletzt unter *aufsichtsrechtlichen* Aspekten¹⁶⁰.

M.E. sollte seitens der Behörden und der Gerichte für die absehbare Zukunft generell eine *restriktive Auslegung* bei der Annahme einer meldepflichtigen Gruppe angewendet werden¹⁶¹, ansonsten Art. 20 BEHG zu einem billigen Druckmittel verkommen könnte¹⁶². Solange die aktuellen *Rechtsunsicherheiten* andauern, müsste ein *grosszügiger «benefit of the doubt»* gewährt werden. Es darf nicht soweit kommen, dass Investoren nicht mehr miteinander kommunizieren dürfen, ohne dass eine Gruppe vorliegt. Die Ordnung der Meldepflicht darf insbesondere *nicht gegen die «übrigen» Aktionäre gerichtet* werden¹⁶³.

¹⁵⁵ Erwähnt seien (i) die Zürcher Kantonalbank (ZKB) betreffend Sulzer/Everest oder (ii) die BZ Bank hinsichtlich Converium/Scor; m.W. liegen bis anhin *keine rechtskräftigen Entscheide* vor.

¹⁵⁶ Kritisch im Parlament: Amtl.Bull. NR 2007 104 f. (Schneider).

¹⁵⁷ WATTER/DUBS (FN 14), 31 nehmen eine Gruppenbildung an, wenn sich eine Bank sozusagen *instrumentalisieren* lässt – z.B. (früher) im Zusammenhang mit *vorgeschobenen* Cash Settlement Optionen.

¹⁵⁸ Kritik im Parlament: Amtl.Bull. NR 2007 104 f. (Schneider); Amtl.Bull. SR 2007 407 (Sommaruga).

¹⁵⁹ Pointiert etwa PETER MORF, Grauzone Gruppenbildung, Finanz und Wirtschaft Nr. 91/2007, 20: «[D]ie Banken und Finanzinstitute, die zu derartigen Geschäften Hand bieten, [müssen] ihre Rolle kritisch hinterfragen – die Zürcher Kantonalbank kann davon ein Lied singen. Auch wenn das Vorgehen unter Umständen selbst für sie schwer zu erkennen ist, ist mehr Zurückhaltung am Platz. Es darf nicht sein, dass Banken zu Steigbügelhaltern von Vehikeln werden, die hemmungslos den schnellen Profit suchen (...)».

¹⁶⁰ Gl.M.: WATTER/DUBS (FN 14), 31, die ausdrücklich die *«Gewährsfragen» bei Banken* ansprechen.

¹⁶¹ A.M. indes JEAN NICOLAS DRUEY, Die Meldepflicht, Transparenz – eine verhüllte Göttin, SZW Sondernummer 1997, 39: «Art. 20 [BEHG] darf also nicht weit, aber auch nicht eng ausgelegt werden. Es gibt keine Auslegungstendenz (...)».

¹⁶² In der *Tendenz* gerade umgekehrt scheint das Bundesgericht bereit zu sein, eine *Gruppe im Offenlegungsrecht schneller* zu bejahen als eine Gruppe im Übernahmerecht: BGE 130 II 549 Erw. 6.3.

¹⁶³ Dies könnte indes der Fall sein, wenn Art. 20 BEHG bzw. dessen angebliche Verletzung als *Vinkulierungsgrund* anerkannt würde: Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4.

4. Meldepflichtverletzung als Vinkulierungsgrund?

a) Art. 20 BEHG

Wie an anderer Stelle ausgeführt¹⁶⁴, versuchten in jüngerer Vergangenheit verschiedene Publikumsgesellschaften gewissen Aktionären das *Stimmrecht nicht zu gewähren* mit dem Argument, es liege eine Verletzung von Art. 20 BEHG vor. Die behauptete *Meldepflichtverletzung* wird als *Vinkulierungsgrund* bzw. als Stimmrechtssuspendierungsgrund konstruiert. Es stellt sich die Frage, was davon zu halten ist unter bisherigem und neuem¹⁶⁵ Recht.

Unter der bisherigen Ordnung steht fest: Selbst bei einer bewiesenen *Meldepflichtverletzung* – anders als zur *Angebotspflicht* (Art. 32 Abs. 7 BEHG) – ist *keine Stimmrechtssuspendierung* möglich¹⁶⁶, d.h. es liegt m.E. *kein Vinkulierungsgrund* und kein sonstiger Grund für eine Beschränkung des Stimmrechts vor. Die Themen «Vinkulierung» sowie «Meldepflichtverletzung» sind unter Art. 20 BEHG so vergleichbar miteinander wie «Euro 2008» sowie «Kopfsalat»¹⁶⁷. Die kürzliche BEHG-Revision¹⁶⁸ regelt nun aber eine neue Sanktion¹⁶⁹.

b) Art. 20 Abs. 4bis revBEHG

Als *neue Sanktionsmöglichkeit* sieht das Börsenrecht eine richterlichen Stimmrechtssuspendierung vor¹⁷⁰: «Auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, 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*» (Art. 20 Abs. 4^{bis} revBEHG)¹⁷¹. Begründet nun also das revidierte Börsengesetz einen *neuen Vinkulierungsgrund* («rückwirkend» oder «pro futuro»)?

Mit der jüngsten Gesetzesrevision werden verschiedene *Auslegungsfragen* aufgeworfen¹⁷², auf die noch einzugehen ist¹⁷³. Zwischen dem Jubilar und dem

¹⁶⁴ KUNZ (FN 10), Rz 27 ff.

¹⁶⁵ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4. b).

¹⁶⁶ Die *einzige* Sanktionsform bei Verletzung der Meldepflicht ist ein *Busse*: Vgl. dazu vorne Ziff. II. B. 2.

¹⁶⁷ KUNZ (FN 10), Rz. 29.

¹⁶⁸ Vgl. dazu vorne Ziff. II. B. 3. b).

¹⁶⁹ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 4. b).

¹⁷⁰ Die Regelung hat zu *intensiven Debatten* im Parlament geführt: Amtl.Bull. NR 2007 99 ff.; Amtl.Bull. SR 2007 416 ff.; Amtl.Bull. NR 2007 895 ff.

¹⁷¹ Änderung vom 22. Juni 2007 – die Referendumsfrist lief ungenutzt ab am 11. Oktober 2007: BBl 2007 4533 f. – <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2007/4533.pdf>

¹⁷² Rechtsstaatlich bedenklich erscheint, dass sich das Parlament dieser Probleme durchaus bewusst war, die *Problemlösungen* indes dem *Richter überlassen* wollte, notabene ohne greifbare legisla-

Unterzeichner ist beispielsweise umstritten, ob die gesetzliche *Neuordnung* (also per 1. Dezember 2007) auf die «alten» notorischen Streitfälle vom *Sommer/Herbst 2007* anzuwenden ist oder nicht:

- *Keine Rückwirkung*: Eine Rückwirkung von Art. 20 Abs. 4bis revBEHG kann nicht entstehen ohne Rechtsgrundlage, und eine solche ist im Zusammenhang mit der BEHG-Revision *nicht* ersichtlich¹⁷⁴; bei der Regelung geht es weniger um eine «Marktschutznorm»¹⁷⁵ als vielmehr um eine *Sanktion* («nulla poena sine lege»). M.E. kann somit der neuen Regelung *keine Rückwirkung* zugesprochen werden¹⁷⁶ – ein rechtskräftiges Urteil zur Thematik liegt m.W. (noch) nicht vor.
- *Richter statt VR*: Art. 20 Abs. 4bis revBEHG gewährt dem *VR keine Kompetenz*, über die Stimmrechte der Investoren zu entscheiden¹⁷⁷. M.E. führt also das BEHG *keinen neuen Vinkulierungsgrund* ein. Es muss trotz allfälliger Bedenken des VR wegen einer Meldepflichtverletzung (i) eine *Eintragung* erfolgen und erst, wenn (ii) ein *rechtskräftiger richterlicher Entscheid* betreffend eine Stimmrechtssuspendierung vorliegt, kann (iii) eine *Streichung* im Aktienbuch (Art. 686a OR)¹⁷⁸ vorgenommen werden.

Die börsenrechtliche Neuordnung stellt keine akzeptable Abwehrvorkehrung gegen mehr oder weniger «unfriendly shareholders» dar. Vielmehr muss eine im konkreten Fall *illegale Nicht-Eintragung* in das Aktienregister als sog. *unzulässig*

tive Anleitungen – z.B. Amtl.Bull. SR 2007 407 (Sommaruga): «Mit der Suspendierung der Stimmrechte haben wir ein griffiges Instrument gewählt, auch wenn ich zugeben muss, dass die genauen Vorgaben für den Zivilrichter, der einen solchen Entscheid wird fällen müssen, vermutlich zu wenig ausdiskutiert worden sind».

¹⁷³ Vgl. dazu hinten Ziff. III. B. 5.

¹⁷⁴ Im *Börsenrecht* gilt ebenfalls der Grundsatz: «nulla poena sine lege» – KUNZ (FN 15), 29.

¹⁷⁵ In diesem Sinne: PETER NOBEL, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2006 bis Mitte 2007, SZW 79/2007, 395, der die neue «Wartefrist» als «dadurch gerechtfertigt [sieht], dass derjenige, der gegen die Offenlegungspflichten verstösst, die Preisreaktion der Börse stört».

¹⁷⁶ A.M.: WATTER/DUBS (FN 16), 29; NOBEL (FN 149), Rz. 10 (a.a.O. am Ende: «Wait and see!»); es scheint, dass die *EBK* von einer Rückwirkung ausgeht, zumindest wenn der in der früher erwähnten UEK-Empfehlung II i.S. Implenia publizierte Brief der *EBK vom 22. November 2007* an die UEK betrachtet wird (dort Erw. 1.3 – wonach die *EBK* das Ergreifen verschiedener Mittel bei Feststellung einer Meldepflichtverletzung prüfen will, nämlich u.a. das «Einreichen einer Klage beim zuständigen Richter gestützt auf den am 1. Dezember 2007 in Kraft tretenden Art. 20 Abs. 4bis BEHG»).

¹⁷⁷ Dadurch *unterscheidet* sich diese Regelung von den *anderen gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen* zur Stimmrechtsbeschränkung (insbesondere zur Vinkulierung), die *keinen Richterspruch* benötigen.

¹⁷⁸ KUNZ (FN 10), Rz 31 a.E.

ge *Defensivmassnahme* im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots¹⁷⁹ qualifiziert werden¹⁸⁰. Aus diesem Grund kann ein Offerent – selbst bei einem normalerweise bedingungsfeindlichen *Pflichtangebot* (Art. 32 BEHG) – die *Bedingung* aufstellen, dass eine *Aktieneintragung* erfolgen müsse¹⁸¹.

5. Weitere Auslegungsthemen zu Art. 20 Abs. 4bis revBEHG

a) Keine Drittwirkung der Stimmrechtssuspendierung

Wenn ein Richter die Stimmrechte eines Investors suspendiert, stellt sich die Frage, was für den Fall einer *anschliessenden Veräusserung* dieser Aktien zu geschehen hat – oder m.a.W.: Trifft die Stimmrechtssuspendierung (i) den *Aktionär ad personam* oder (ii) die *Aktien*? Ein Einzelvotant im Ständerat ging davon aus, dass diese «Suspendierung obsolet ist, wenn die Aktien verkauft werden, das heisst, diese Bestimmung richtet sich gegen den (...) Meldepflichtverletzer (...), hat aber keine Drittwirkung»¹⁸².

Auf ausdrückliches Nachfragen blieb Bundesrat MERZ *sybillinisch*: «[G]rundsätzlich glaube ich eben schon, dass keine Drittwirkung entstehen darf, wenn die Aktien verkauft werden, es sei denn, der neue Aktionär versucht, sich im alten Fahrwasser an diese Schwelle heranzumachen oder sie zu überschreiten, sodass damit ein erster Straftatbestand durch einen zweiten Straftatbestand wieder eingeholt wird»¹⁸³.

M.E. entfaltet eine Stimmrechtssuspendierung *keine Drittwirkung* gegenüber *regulären Erwerbbern*, d.h. gegenüber Personen, die *nicht der Umgehung* der Suspendierung dienen können oder sollen¹⁸⁴ – ansonsten wäre die freie Handelbarkeit

¹⁷⁹ Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 34 ff. (v.a. Art. 36) UEV-UEK.

¹⁸⁰ KUNZ (FN 10), Rz. 34.

¹⁸¹ Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK: «Das *Pflichtangebot* darf ausser aus *wichtigen Gründen* nicht an *Bedingungen* geknüpft werden; wichtige Gründe liegen insbesondere vor, wenn: (...) b. die zu erwerbenden Beteiligungspapiere *kein Stimmrecht* verschaffen»; die UEK hat eine solche Bedingung in der erwähnten Empfehlung I i.S. Implenia vom 16. November 2007 gutgeheissen (i.c. Erw. 4).

¹⁸² Amtl.Bull. SR 2007 418 (David).

¹⁸³ Amtl.Bull. SR 2007 419 (BR Merz); er schlug vor, «diese Frage zuhanden des Nationalrates jetzt noch einmal auf[zu]nehmen und insbesondere [zu] versuchen, dort die entsprechenden Antworten zu geben» (a.a.O.) – tatsächlich geschah indes nichts mehr, so dass m.E. zumindest die *Materialien* «*gefährlich*» *offen* erscheinen.

¹⁸⁴ Eine *andere Konzerngesellschaft* des Veräusserers stellt *keinen regulären Erwerbber* dar – ebenso wenig wie ein bloss *vorgeschobener Treuhänder*, d.h. wenn der Veräusserer der «beneficial owner» bleibt.

kotierter Aktien in Frage gestellt. Bei einer späteren (*Rück-*)*Veräusserung* an den sanktionierten Investor – und zwar *während* der Dauer der Sanktion – muss ein *Wiederaufleben* der Stimmrechtssuspendierung erfolgen¹⁸⁵. Anders als im bundesrätlichen Votum angedeutet, kann wohl eine ausgesprochene Suspendierung *nicht perpetuiert* werden durch eine weitere bzw. zusätzliche Meldepflichtverletzung, sondern der *zweite Verletzer* wird konfrontiert mit einem *neuen* Verfahren und einer *neuen* Sanktion¹⁸⁶.

b) Keine Auswirkung auf andere Aktionärsrechte

In der Doktrin heftig und kontrovers diskutiert wird, ob eine Stimmrechtssuspendierung, insbesondere als Folge einer Vinkulierung, Auswirkungen auf *andere* Aktionärsrechte als das Stimmrecht – z.B. auf das *GV-Einberufungsrecht* des Aktionärs gemäss Art. 699 Abs. 3 OR – habe oder nicht. M.E. ist dies klarerweise nicht der Fall, d.h. das Einberufungsrecht sowie die anderen Minderheitenrechte der Investoren stehen diesen *unbesehen* einer Registrierung im Aktienbuch zu¹⁸⁷. Eine *Mehrzahl* der Autoren¹⁸⁸ scheint dies anders zu sehen.

Mit *Art. 20 Abs. 4bis revBEHG* wird eine weitere Möglichkeit zur Stimmrechtsbeschränkung vorgesehen. Könnte jetzt eine Publikumsgesellschaft basierend auf dieser Norm nicht nur das Stimmrecht, sondern auch *andere Aktionärsrechte* in Frage stellen? Die eindeutige Antwort lautet: *Nein*. Durch die Revision des Börsengesetzes wurde nämlich klargestellt, dass Art. 20 Abs. 4bis revBEHG *keine Auswirkungen* auf *andere* Investorenrechte als eben auf das *GV-Stimmrecht* hat; dies entspricht dem gesetzgeberischen Willen:

«[Es ist] klar, dass die Suspendierung für höchstens fünf Jahre möglich ist und sich einzig und allein auf die Stimmrechtsausübung *an der Generalversammlung* auswirkt. Das heisst, dass die nicht suspendierten Stimmrechte – also jene aller anderen Aktionäre – an der Generalversammlung ein grösseres Gewicht erhalten. Es findet somit nur eine Gewichtsverlagerung bei der Entscheidungsfindung der Generalversammlung statt. *Alle übrigen Rechte* der Person, deren Stimmrechte suspen-

¹⁸⁵ Ein anderes Verständnis würde m.E. den *Umgehungsmöglichkeiten* künftig Tür und Tor öffnen.

¹⁸⁶ Eine börsenrechtliche «Sippenhaftung» ist abzulehnen.

¹⁸⁷ Detailliert: KUNZ (FN 10), Rz. 22 ff. sowie Rz. 25 f.

¹⁸⁸ Hinweise auf die anderen Lehrmeinungen: KUNZ (FN 10), Rz. 18 f. sowie nunmehr: WATTER/DUBS (FN 16), 29; NOBEL (FN 149), Rz. 1 ff. (als explizite Replik gegen den Unterzeichner).

diert worden sind, *bleiben unberührt*. So behält sie ihre Vermögensrechte, wie z. B. den Anspruch auf Dividenden»¹⁸⁹.

c) Dauer sowie Umfang der Suspendierung der Stimmrechte

Der Richter kann für die «Dauer von bis zu fünf Jahren» die «Ausübung des Stimmrechts» beschränken. Weitere Details blieben ganz bewusst¹⁹⁰ offen, was *Rechtsunsicherheiten* mit sich bringt. Im Parlament wurde angeregt, eine Verordnung (von welcher Rechtssetzungsinstanz auch immer!) zu erlassen zur Präzisierung, «nach welchen Kriterien [beispielsweise] die Dauer dieser Suspendierung festgelegt wird»¹⁹¹ – davon ist heute keine Rede mehr. Unklar sind deshalb (i) die *Dauer* und (ii) der *Umfang* der möglichen Stimmrechtssuspendierung; wenig hilfreich erscheint der Hinweis, der Richter dürfe «nach eigenem Ermessen» entscheiden¹⁹². M.E. könnten bzw. sollten insbesondere die folgenden *Kriterien* berücksichtigt werden:

- *Dauer*: Mit dem Ausdruck «bis zu» wird klargestellt, dass die fünf Jahre (a) die *absolute Obergrenze* darstellen¹⁹³. Das «Ausreizen nach oben» dieses Rahmens dürfte nur in *Ausnahmefällen* möglich sein, etwa wenn (b) eine *mehrfache Verletzung* oder (c) eine *Uneinsichtigkeit* (Bestreitungen etc.) vorliegen. Der *Verschuldensmassstab* – also (d) *Vorsatz* oder (e) *Fahrlässigkeit* bei der Verletzung von Art. 20 revBEHG¹⁹⁴ – ist ebenfalls zu berücksichtigen¹⁹⁵. Das (f) *Nachholen der Meldung* schliesst zwar die Sanktion nicht aus¹⁹⁶, wirkt

¹⁸⁹ Amtl.Bull. NR 2007 895 f. (Pelli); Hervorhebungen hinzugefügt; ebenso: Amtl.Bull. NR 2007 896 (Kaufmann).

¹⁹⁰ Hervorzuheben: Amtl.Bull. SR 2007 417 f. (Lauri).

¹⁹¹ Amtl.Bull. SR 2007 407 (Sommaruga).

¹⁹² Amtl.Bull. SR 2007 417 (Germann).

¹⁹³ In der vorberatenden Kommission des SR war der Maximal-Rahmen «nicht unbestritten», wurde indes bewusst «als Abschreckung» aufgenommen – ein Teil der Kommission wollte sogar eine *unbegrenzte* Sistierung ermöglichen, was aber *abgelehnt* wurde, so dass ein «ultimo» besteht: Amtl.Bull. SR 2007 417 (Germann); als «Obergrenze» statt als «Zielvorstellung»: Amtl.Bull. SR 2007 418 (David).

¹⁹⁴ Die (i) Sanktion einer *Busse* setzt *Vorsatz* voraus: Vgl. dazu vorne Ziff. II. B. 2; anders verhält es sich hingegen m.E. bei der (ii) Sanktion einer *Stimmrechtssuspendierung*, die bei *Fahrlässigkeit* möglich ist.

¹⁹⁵ Bei einer *leichten Fahrlässigkeit* dürfte die Suspendierung des Stimmrechts m.E. wohl *ausgeschlossen* sein; im Parlament werden die *Motive* als Prüfungsgegenstand erwähnt: Amtl.Bull. SR 2007 418 (BR Merz).

¹⁹⁶ In den vorparlamentarischen Beratungen wurde erwogen, *keine* Stimmrechtssuspendierung für den Fall eines *Nachholens der Meldepflicht* vorzusehen – doch dieses Konzept wurde *nicht legitimiert*, was zeigt, dass es dem Gesetzgeber weniger um Marktschutz als vielmehr um *Sanktionierung* ging.

sich indes auf die Dauer einer Stimmrechtssuspendierung *positiv* aus. Massgeblich muss im Einzelfall eine *Interessenabwägung* sein¹⁹⁷.

- *Umfang*: Der Richter darf *alle Aktien* des betroffenen Investors vom Stimmrecht suspendieren¹⁹⁸. Obwohl der Wortlaut nicht darauf hinweist, kann indes auch nur ein *Teil der Aktien* suspendiert werden (Motto: «a maiore ad minus»). Massgeblich muss erneut eine *Interessenabwägung* sein¹⁹⁹, wobei die bereits zur Dauer der Suspendierung entwickelten Kriterien ebenfalls zur Anwendung gelangen sollten.
- *Gesamtbetrachtung*: Die *Kombination* bei der richterlichen Stimmrechtssuspendierung (als Sanktion!) der Dauer einerseits und des Umfangs andererseits muss schliesslich eine *Art gemeinsame Balance* ergeben²⁰⁰, denn das Strafempfinden des Verletzers beruht wohl in den meisten Fällen auf beiden Aspekte. Oder m.a.W.: je länger eine Suspendierung angeordnet ist, desto weniger Stimmrechte sollte sie betreffen (und vice versa), d.h. das «*total package*» von *Dauer und Umfang* entscheidet.

Die Rechtsunsicherheiten dürften bis zum Vorliegen rechtskräftiger Urteile eine *erhebliche präventive* Wirkung gegenüber «heimlichen Anschleichern» haben²⁰¹. M.E. sollte indes angesichts des gewichtigen Eingriffs²⁰² in ein «aktienrechtliches Grundrecht»²⁰³ die künftige Praxis eine *angemessene Zurückhaltung* entwickeln²⁰⁴. Selbst einem pflichtverletzenden Investor soll nicht mittelbar der «Aktionärsstatus» abgesprochen werden. Natürlich stellt eine Verletzung von Art. 20 revBEHG keine «quantité négligeable» dar, doch die *zentrale Sanktion* muss weiterhin das *Strafverfahren* bzw. die allfällige *drakonische Busse* sein²⁰⁵.

¹⁹⁷ Allg.: KUNZ (FN 7), § 9 N 17 ff.; auf eine Interessenabwägung wird auch im Parlament verwiesen: Amtl.Bull. SR 2007 418 (David).

¹⁹⁸ Dies bedeutet, dass nur, aber immerhin in *schweren Fällen* sogar das Stimmrecht (i) der allenfalls (betreffend einem tieferen Grenzwert) *gemeldeten* Aktien suspendiert werden kann – m.E. sollten allerdings, ausser in Ausnahmefällen, einzig (ii) die *nicht gemeldeten* Aktien von einer Stimmrechtssuspendierung betroffen sein (sozusagen *per analogiam* zu Art. 41 Abs. 2 BEHG).

¹⁹⁹ Allg.: KUNZ (FN 7), § 9 N 17 ff.

²⁰⁰ Dies gilt natürlich ebenfalls beim vorhin erwähnten Aspekt der «Dauer».

²⁰¹ In diesem Sinne bereits: Amtl.Bull. NR 2007 415 (Germann)

²⁰² Ähnlich: Amtl.Bull. SR 2007 418 (Lauri) («recht schwerwiegender Eingriff»).

²⁰³ Beim *Aktionärsstimmrecht* handelt es sich um das «*Mutter-Recht*» des Investors: KUNZ (FN 7), § 1 N 90.

²⁰⁴ Im Prinzip müsste das (strafrechtliche) *Motto*: «*in dubio pro reo*» ebenfalls in diesem Zusammenhang bei einer *Interessenabwägung* berücksichtigt werden.

²⁰⁵ Es soll das *Kind nicht mit dem Bade ausgeschüttet* werden – und selbst «Raider» sind «Kinder»!

d) Ausgewählte prozessuale Aspekte

Das Parlament erkannte bei seinen Beratungen schnell, dass ausserdem zahlreiche *prozessuale Fragen offen* sind²⁰⁶. Unbesehen dessen wurden diese nicht zuhanden der Materialien zu beantworten versucht. Dies ist zu bedauern – immerhin: Wirtschaftsanwälte sowie Rechtsprofessoren als *künftige Gutachter* bedanken sich! Im Folgenden werden einige ausgewählte prozessuale Aspekte *angedeutet*, die kaum bestritten sein dürften:

(i) Bei der *Aktivlegitimation* werden z.B. (a) die Aktionäre²⁰⁷ – notabene als Einzelkläger! – und (b) die EBK als mögliche Kläger aufgezählt, d.h. es wurde keine EBK-Verfügungskompetenz geschaffen²⁰⁸. (ii) Bei der *Passivlegitimation* wurde als Verletzer zwar einzig die «Person» im Singular erwähnt – dies soll indes «Personen» bzw. eine meldepflichtverletzende «Gruppe»²⁰⁹ nicht ausschliessen. Die Neuregelung sieht *zwei Sanktionsformen* vor, nämlich ein Strafverfahren bzw. eine Busse sowie eine Stimmrechtssuspendierung, die ohne weiteres (iii) *parallel verlaufen* und miteinander *kombiniert* werden dürfen²¹⁰.

Ursprünglich wurde im Entwurfstext eine «einstweilige Verfügung» vorgesehen²¹¹, dann aber als irreführend gestrichen²¹². Aus den Materialien²¹³ ergibt sich indes eindeutig (iv) die Möglichkeit eines *dreistufigen Verfahrens*, nämlich: (a) Phase der sog. *superprovisorischen* Massnahmen, d.h. ohne Vernehmlassung der angeblich pflichtverletzenden Partei; (b) Phase der sog. *provisorischen* Massnahmen, d.h. wenn ein nicht leicht wiedergutzumachender Nachteil glaubhaft gemacht werden kann; (c) Phase des sog. *Hauptprozesses*, in dem der Kläger die Meldepflichtverletzung beweisen muss. Dieses dreistufige Verfahren ist zu *be-grüssen*, weil damit eine *Verfahrensbeschleunigung* zum Nutzen aller Beteiligten

²⁰⁶ Amtl.Bull. NR 2007 99 (Schneider); wenig hilfreich für die *Auslegung* der Norm erscheint, dass ein *unpublizierter* «zusätzlich angeforderter Bericht der Verwaltung (...) die offenen Fragen [beantwortete]» (a.a.O.).

²⁰⁷ Es war rechtspolitisch zunächst *umstritten*, ob die *Aktionäre* wirklich *aktivlegitimiert* sein sollen oder nicht: Amtl.Bull. SR 2007 417 (Germann); doch nunmehr haben die *Investoren* unzweifelhaft ein *Klagerecht gegen andere Investoren* auf Stimmrechtssuspendierung.

²⁰⁸ Dieser Ansatz wurde zwar im EFD – gestützt auf ausländische Vorbilder – geprüft, am Schluss indes *abgelehnt*: Amtl.Bull. SR 2007 418 (BR Merz).

²⁰⁹ Vgl. dazu vorne Ziff. III. B. 3.

²¹⁰ Es gibt m.a.W. *keine Exklusivität* und *keine Priorität* der beiden Sanktionen.

²¹¹ Text: Amtl.Bull. NR 2007 103; in diesem Sinne noch: Amtl.Bull. NR 2007 99 (Schneider).

²¹² Amtl.Bull. SR 2007 415 (Germann).

²¹³ Amtl.Bull. SR 2007 417 (Germann); Amtl.Bull. SR 2007 418 (BR Merz).

erreicht wird²¹⁴. Auf weitere Details wird der Verfasser in einer anderen Publikation eingehen.

²¹⁴ Es bleibt zu hoffen, dass eine *Verallgemeinerung der Prozessbeschleunigung* (z.B. ebenfalls für die Themen «Vinkulierungsklage» oder «Einberufungsklage») spätestens bei der anstehenden «grossen» *Aktienrechtsrevision* anhand genommen wird: KUNZ (FN 15), Rz. 44 – *versöhnlich* sei mindestens am Schluss festgestellt, dass anscheinend WATTER/DUBS (FN 16), 29 dieses *rechtspolitische* Anliegen des Unterzeichners zu *unterstützen* scheinen. Also: *HAPPY BIRTHDAY... Rolf!*