

## Neuerungen im Offenlegungsrecht

Von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, lic. iur. Eva Bilek und lic. iur. Matthias Hirschle, Zürich

*In order to increase transparency, the Stock Exchange Act (SESTA) and the Ordinance on Stock Exchanges and Securities Trading (SESTO-FBC) have been revised. On 1<sup>st</sup> July 2007, the first set of modifications of SESTO-FBC entered into force. The new rules of SESTA and the second set of modifications of SESTO-FBC entered into force on 1<sup>st</sup> December 2007. The analysis of the new rules shows that the disclosure obligation is triggered in the following constellations if the respective thresholds are passed: The acquisition and the sale of shares and the acquisition and the sale of share acquisition rights or share sale rights, which are physically settled (art. 20 para. 1 SESTA). The acquisition of cash-settled financial*

*instruments, which allow to acquire shares if they were acquired with regard to a takeover bid (art. 20 para. 2<sup>bis</sup> SESTA). As far as the rules of SESTO-FBC state a broader disclosure obligation than art. 20 SESTA, there is no sufficient legal basis for such extension. The suspension of voting rights according to art. 20 para. 4<sup>bis</sup> SESTA has to be qualified as a penalty and therefore requires an intentional breach of the obligation to disclose. Concerning the disclosure of financial instruments, the Federal Banking Commission (FBC) has to specify which financial instruments have to be disclosed and how they have to be disclosed according to the new rules.*

### Inhaltsübersicht

#### I. Einleitung

#### II. Änderungen im Börsengesetz per 1. Dezember 2007

- A. Einführung zusätzlicher Schwellenwerte (Art. 20 Abs. 1 BEHG)
- B. Einbezug von Erwerbs- und Veräusserungsrechten und weiteren Finanzinstrumenten (Art. 20 Abs. 1 und 2<sup>bis</sup> BEHG)
- C. Suspendierung des Stimmrechts (Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG)
  1. Rechtsnatur der Offenlegungspflicht
  2. Verschuldensmassstab und Rückwirkungsverbot bei Qualifikation als öffentlich-rechtliche Norm
  3. Verschuldensmassstab und Rückwirkungsverbot bei Qualifikation als Doppelnorm
  4. Weitere Fragen

#### III. Änderungen in der Börsenverordnung-EBK per 1. Juli 2007

- A. Einbezug von Cash-Settlement-Optionen
- B. Aufhebung der 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte

#### IV. Änderungen in der Börsenverordnung-EBK per 1. Dezember 2007

- A. Keine Meldepflicht für Innertagsgeschäfte
- B. Einführung der sog. «Zwei-Topf-Lösung»

#### C. Erhöhte Anforderungen an den Inhalt der Offenlegungsmeldung

#### D. Modifikation der Publikation von Offenlegungsmeldungen durch die Gesellschaft

#### E. Offenlegungsmeldungen von kollektiven Kapitalanlagen

#### F. Privilegierung von Banken und Effekthändlern

#### G. Übergangsregelung

#### V. Geplante Änderungen in der Börsenverordnung-EBK im Jahre 2008

##### A. Wertpapierleihe (sog. Securities Lending)

##### B. Finanzinstrumente

#### VI. Fazit

### I. Einleitung

Art. 20 des Börsengesetzes (BEHG)<sup>1</sup> verpflichtet den Aktionär einer börsenkotierten Gesellschaft, seine Beteiligung offenzulegen, wenn er bestimmte Schwellenwerte der Stimmrechte erreicht, unter- oder überschreitet. Dieser Offenlegungspflicht liegt eine doppelte Zielsetzung zugrunde. Zum einen sollen die Beteiligungsverhältnisse an börsenkotierten Gesellschaften wegen ihrer Bedeutung für den Aktienkurs allen Marktteilnehmern bekannt gemacht werden, zum andern sollen allfällige Übernahmeinteressenten dazu gezwungen werden, ihre Absichten frühzeitig

\* Hans Caspar von der Crone ist Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Eva Bilek und Matthias Hirschle sind wissenschaftliche Assistenten am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich. Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

<sup>1</sup> SR 954.1.

offenzulegen.<sup>2</sup> Konkretisiert wird Art. 20 BEHG in der Börsenverordnung der EBK (BEHV-EBK<sup>3</sup>).

Durch die Übernahmen von mehreren traditionsreichen Schweizer Unternehmen, die teilweise unter Einsatz von Optionen und anderen Derivaten erfolgten, ist seit Herbst 2006 in einer breiten Öffentlichkeit der Eindruck entstanden, das Schweizer Offenlegungsrecht sei lückenhaft und erlaube Investoren ein Operieren im Dunkeln. Auch der Gesetz- und der Verordnungsgeber orteten Handlungsbedarf und wurden aktiv. Bereits im Mai 2007 beschloss die EBK eine erste Teilrevision der BEHV-EBK.<sup>4</sup> Die geänderten Bestimmungen wurden auf den 1. Juli 2007 in Kraft gesetzt. Im Juni 2007 beschloss das Parlament eine umfassende Änderung von Art. 20 BEHG, die auf den 1. Dezember 2007 in Kraft trat.<sup>5</sup> Die Revision von Art. 20 BEHG erforderte ihrerseits eine weitere Teilrevision der BEHV-EBK. Diese wurde von der EBK im November beschlossen und ebenfalls auf den 1. Dezember 2007 in Kraft gesetzt.<sup>6</sup> Aufgrund des angeschlagenen Revisionstempos konnten für gewisse der anstehenden Fragen keine befriedigenden Lösungen gefunden werden. Nach einer vertieften Prüfung dieser Fragen will die EBK deshalb im laufenden Jahr weitere Anpassungen an der BEHV-EBK vornehmen.<sup>7</sup>

## II. Änderungen im Börsengesetz per 1. Dezember 2007

Initiiert wurde die Revision von Art. 20 BEHG von der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats (WAK-NR), weshalb eine Botschaft fehlt. Auch eine Vernehmlassung fand nicht statt. Als Materialien stehen somit lediglich die Wortprotokolle des National- und Ständerats zur Verfügung. Der Nationalrat verabschiedete die von der WAK-NR un-

terbreitete Vorlage am 7. März 2007.<sup>8</sup> Nachdem der Ständerat als Zweitrat in seiner Beratung am 7. Juni noch verschiedene Änderungen vorgenommen hatte,<sup>9</sup> ging das Geschäft zurück an den Erstrat, welcher am 22. Juni 2007 der vom Ständerat modifizierten Fassung von Art. 20 BEHG zustimmte.<sup>10</sup>

Die Revision von Art. 20 BEHG betrifft im Wesentlichen drei Hauptpunkte: Erstens wurden in Abs. 1 zu den bereits bestehenden Schwellenwerten drei zusätzliche von 3, 15 und 25% hinzugefügt. Zweitens wurden in Abs. 1 Erwerbs- und Veräusserungsrechte bezüglich Aktien und in Abs. 2<sup>bis</sup> weitere Finanzinstrumente in die Offenlegungspflicht einbezogen. Drittens wurde in Abs. 4<sup>bis</sup> die Möglichkeit vorgesehen, bei einer Verletzung der Offenlegungspflicht die Stimmrechte des Meldepflichtigen zu suspendieren. Daneben wurde in Abs. 5 eine gesetzliche Grundlage geschaffen, die es der EBK erlaubt, Ausnahmen von der Offenlegungspflicht für Banken und Effekthändler vorzusehen.

### A. Einführung zusätzlicher Schwellenwerte (Art. 20 Abs. 1 BEHG)

Art. 20 Abs. 1 BEHG in der bisher geltenden Fassung sah vor, dass ein Aktionär seine Beteiligung offenlegen muss, wenn er 5, 10, 20, 33 1/3, 50 oder 66 2/3% der Stimmrechte erreicht, unter- oder überschreitet. Mit der Revision wurden drei zusätzliche Schwellenwerte von 3, 15, und 25% eingeführt. Ziel des Parlaments war es, die Transparenz zu erhöhen und das Vorwarnsystem bei öffentlichen Übernahmen zu verbessern, insbesondere zugunsten der Klein- und Minderheitsaktionäre.<sup>11</sup> Die Einführung der neuen Schwellenwerte von 15 und 25% war im Parlament weitgehend unumstritten. Die im bisherigen Recht bestehenden Lücken zwischen den Schwellenwerten von 10 und 20% bzw. 20 und 33 1/3% wurden als zu gross empfunden.<sup>12</sup> Zu Diskussionen Anlass gab lediglich der neue Erstschiwellenwert bei 3%. Hauptkritikpunkt war, die gegenüber dem geltenden Recht tiefere Erstschiwelle führe zu einem unverhältnismässigen Meldeaufwand und schrecke In-

<sup>2</sup> Hans Caspar von der Crone, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1995, 64.

<sup>3</sup> SR 954.193.

<sup>4</sup> Änderung der BEHV-EBK vom 23. Mai 2007, AS 2007 2953 f.

<sup>5</sup> Änderung des BEHG vom 22. Juni 2007, AS 2007 5291 f.

<sup>6</sup> Änderung der BEHV-EBK vom 1. November 2007, AS 2007 5759 ff.

<sup>7</sup> Vgl. Erläuterungen EBK zu den Art. 9 bis 23 BEHV-EBK und dem Übergangsrecht vom 24. November 2007, 8.

<sup>8</sup> AB 2007 N 99 ff.

<sup>9</sup> AB 2007 S 417 ff.

<sup>10</sup> AB 2007 N 895 ff., 1162 Gleichentags erfolgte auch die Schlussabstimmung im Ständerat, AB 2007 S 660.

<sup>11</sup> AB 2007 N 99, Votum *Schneider*.

<sup>12</sup> AB 2007 N 99, Votum *Schneider*.

vestoren ab.<sup>13</sup> Die Befürworter der neuen Erstschwelle konnten sich am Ende jedoch durchsetzen. Sie argumentierten, eine 3%-Schwelle sei auch auf anderen bedeutenden Finanzplätzen eingeführt worden, ohne zu einem Attraktivitätsverlust geführt zu haben.<sup>14</sup>

Meldepflichten führen dazu, dass der Markt über den Beteiligungsaufbau eines Investors und damit die Existenz von potenziell unterbewerteten Titeln informiert wird. Der positive Effekt von erweiterten Meldepflichten besteht also im Abbau von Informationsasymmetrien. Aus der Sicht der anderen Marktteilnehmer besteht deshalb grundsätzlich ein Interesse an möglichst umfassender Information über den Auf- und Abbau von Beteiligungen. Der häufig geäußerte Vorbehalt, dass ein zu fein abgestuftes System von Meldeschwellen eine Informationsflut und damit letztlich eine Desinformation des Marktes bewirkt, darf nicht überbewertet werden. Bei einer Offenlegungsmeldung handelt es sich um eine verhältnismässig einfach zu verarbeitende Information, die sich insbesondere auch leicht filtern lässt. Deshalb ist auch nicht ersichtlich, inwiefern mehr Information unter diesen Umständen schaden könnte. Vielmehr wird der Markt mit den zusätzlichen Informationen effizient umzugehen wissen. Dennoch hat ein Ausbau der Meldepflichten auch negative Konsequenzen: Einerseits verursachen feiner abgestufte Meldeschwellen bei den Meldepflichtigen und bei den für die Durchsetzung der Meldepflicht verantwortlichen Stellen zusätzlichen Aufwand. Andererseits machen es tiefere Meldeschwellen weniger attraktiv, Zeit und Geld in die Identifizierung von unterbewerteten Titeln im Allgemeinen und potenziellen Übernahmekandidaten im Besonderen zu investieren. Tiefere Meldeschwellen zwingen den aktiven Investor früher dazu, seinen Investitionsentscheid offenzulegen. Mit der Offenlegung aber fließt die Information über die Einschätzung des Titels durch den betreffenden Investor unmittelbar in die Preisbildung ein. Statt vom selbsterarbeiteten Informationsvorsprung profitieren zu können, riskiert er, nach der Offenlegung gerade wegen der eigenen Suchanstrengungen mehr für die Titel bezahlen zu müssen. Dem Abbau von Informationsasymmetrien als positivem Effekt von tieferen Meldeschwellen steht also ein gewichtiger negativer

Effekt gegenüber: Tiefere Meldeschwellen beeinträchtigen den für das Funktionieren von Märkten unabdingbaren und damit auch volkswirtschaftlich wichtigen Anreiz zur Investition in die Analyse von Aktien und Unternehmen. Ob der volkswirtschaftliche Nutzen der Absenkung der Mindestschwelle auf 3% die damit verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten aufwiegt, wäre empirisch zu untersuchen. Immerhin entspricht die neue schweizerische Ordnung mit der Mindestmeldeschwelle von 3% dem internationalen Standard.<sup>15</sup> Damit kann zumindest davon ausgegangen werden, dass sie keinen Wettbewerbsnachteil für den schweizerischen Markt mit sich bringen sollte.

#### **B. Einbezug von Erwerbs- und Veräußerungsrechten und weiteren Finanzinstrumenten (Art. 20 Abs. 1 und 2<sup>bis</sup> BEHG)**

Der bisher geltende Art. 20 Abs. 1 BEHG hielt lediglich fest, dass der Erwerb und die Veräußerung von Aktien einer Meldepflicht unterliegen. Gestützt auf Art. 20 Abs. 5 BEHG hatte die EBK bereits per 1. Januar 1998 Derivate, die zum Erwerb von Aktien berechtigen oder verpflichten, in die Meldepflicht einbezogen. Gemäss Art. 13 Abs. 1 aBEHV-EBK unterstanden der Erwerb und die Veräußerung von Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen, und das Einräumen (Schreiben) von Veräußerungsrechten (insbesondere Put-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen, der Meldepflicht. Offenlegungspflichtig waren somit lediglich Transaktionen in Erwerbspositionen. Diese Einschränkung begründete die EBK mit Art. 20 Abs. 2 aBEHG, der im Zusammenhang mit Derivaten nur von einer Gleichstellung bezüglich Erwerb und nicht bezüglich Veräußerung spreche, sowie mit dem Umstand, dass von der Meldepflicht in erster Linie der Erwerb anvisiert werde. Erst in zweiter Linie sehe das Gesetz die Meldepflicht für Aktienveräußerungen vor, um die Öffentlichkeit über veräusserte Beteiligungen nicht im Irrtum zu lassen bzw. um klarzustellen, dass einmal erworbene und gemeldete Beteiligungen wieder veräussert wurden.<sup>16</sup> Keine

<sup>13</sup> AB 2007 N 101, Votum *Kaufmann*; vgl. auch AB 2007 N 99, Votum *Schneider*.

<sup>14</sup> AB 2007 N 99, Votum *Schneider*; AB 2007 N 102, Votum *Bührer*.

<sup>15</sup> Sowohl Deutschland als auch Grossbritannien kennen eine Erstschwelle von 3%.

<sup>16</sup> Vgl. Entwurf der EBK vom 4. März 1996 zur Verordnung der EBK über die Börsen und den Effektenhandel (E-

Äusserungen der EBK finden sich in den Materialien zum Vorbehalt betreffend Realerfüllung.<sup>17</sup> Dieser ergab sich jedoch ohne weiteres aus dem Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 aBEHG, nach dem der Erwerb und die Veräusserung von Aktien meldepflichtig sind. Der Einbezug von Erwerbspositionen mit Anspruch auf Realerfüllung in die Meldepflicht wurde mit der Revision von Art. 20 Abs. 1 BEHG auch im Gesetzestext nachgezeichnet. Neu einbezogen wurden zudem Veräusserungspositionen mit Anspruch auf Realerfüllung. So hält der revidierte Art. 20 Abs. 1 BEHG nun ausdrücklich fest, dass der Erwerb und die Veräusserung von Erwerbs- oder Veräusserungsrechten bezüglich Aktien der Offenlegungspflicht unterliegen. Unter dem Eindruck der einleitend erwähnten Unternehmensübernahmen<sup>18</sup> beschloss das Parlament eine weitere Ausdehnung der Meldepflicht nach einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise. Dies aufgrund des Umstands, dass bei den erwähnten Übernahmen teilweise sog. Cash-Settlement-Optionen eingesetzt worden waren, die ihrem Inhaber kein Erwerbsrecht für Aktien vermitteln, sondern einen Anspruch auf Auszahlung der Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Börsenkurs bei Ausübung einräumen.<sup>19</sup> Gemäss dem neuen Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG gelten als indirekter – und damit meldepflichtiger<sup>20</sup> – Erwerb auch *«Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben»*. Art. 20 Abs. 1<sup>bis</sup> E-BEHG, der vom Nationalrat als Erstrat verabschiedete Vorläufer des späteren Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG, war noch weit detaillierter und lautete wie folgt: *«Als indirekter und offenlegungspflichtiger Erwerb im Sinne des ersten Absatzes gelten namentlich sämtliche Vereinbarungen oder andere Vorkehren wie beispielsweise Options-, Swap- oder mit diesen Geschäften vergleichbare Transaktionen, die eine Person im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot im Sinne von Artikel 22 ff. BEHG tätigt und die es ihr als Anbieter oder einer mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Person ermögli-*

*chen, eine Beteiligung an der Zielgesellschaft zu erlangen, selbst wenn durch diese Vorkehren kein Rechtsanspruch auf Übertragung von Aktien der Zielgesellschaft begründet wird.»*<sup>21</sup> Aus den Materialien ergibt sich, dass diese neue Bestimmung nur im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot Anwendung finden sollte.<sup>22</sup> Regelungsadressat sei ausschliesslich der Übernahminteressent, weshalb keinerlei Sanktionsrisiko für andere professionelle Marktteilnehmer bestehe.<sup>23</sup> Erfasst werden sollten laut Materialien neu Konstellationen, in denen es einem Übernahminteressenten ermöglicht wird, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben, ohne dass ein Rechtsanspruch auf deren Übertragung bestehe.<sup>24</sup> Auch wenn der Nationalrat die Offenlegungspflicht erweitern wollte, so sollte die Meldepflicht für Finanzinstrumente, die keinen rechtlichen Anspruch auf Beteiligungspapiere vermitteln, sondern nur aufgrund einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise zur Übertragung von Aktien führen können, doch nicht weiter gehen, als mit Blick auf den Übernahmekontext notwendig. So sollten nur der Erwerb<sup>25</sup> der erwähnten Finanzinstrumente, und dieser nur, sofern er im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot getätigt wurde, erfasst werden. Zudem ergibt sich aus den Materialien, dass sich das Finanzinstrument auf den Erwerb von Aktien und nicht etwa auf deren Veräusserung richten muss. Der Ständerat nahm im neu formulierten Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG den Grundgedanken von Art. 20 Abs. 1<sup>bis</sup> E-BEHG auf, wobei er eine kürzere und bewusst offenere Regelung wählte, um auch der Entwicklung neuer Finanzinstrumente Rechnung zu tragen.<sup>26</sup> Die Konkretisierung der Finanzinstrumente von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG sollte durch die EBK in der BEHV-EBK erfolgen.<sup>27</sup> Auch im neu gefassten Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG sind die Einschränkungen, welche der Nationalrat im verabschiedeten Art. 20 Abs. 1<sup>bis</sup> E-BEHG aufgestellt hatte, ent-

BEHV-EBK), Erläuterungen, 12. Allerdings hatte die EBK damals gleichzeitig eine zweite Variante in die Vernehmlassung geschickt, die auch Transaktionen in Veräusserungspositionen miteinbezog, vgl. 13.

<sup>17</sup> Vgl. Erläuterungen EBK (Fn. 16).

<sup>18</sup> AB 2007 N 104, Votum *Schneider*.

<sup>19</sup> Näheres hierzu vgl. unten III.A.

<sup>20</sup> Art. 20 Abs. 1 BEHG.

<sup>21</sup> AB 2007 N 104, Antrag *Schneider*.

<sup>22</sup> AB 2007 N 105, Votum *Schneider*.

<sup>23</sup> AB 2007 N 105, Votum *Schneider*.

<sup>24</sup> AB 2007 N 104, Votum *Schwander*; AB 2007 N 105, Votum *Schneider*.

<sup>25</sup> Die Beschränkung von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG auf den Erwerb der Finanzinstrumente steht indes dem Grundgedanken des revidierten Art. 20 Abs. 1 BEHG entgegen, neu auch Veräusserungspositionen in die Offenlegungspflicht einzubeziehen.

<sup>26</sup> AB 2007 S 416, Votum *Germann*, Votum BR *Merz*.

<sup>27</sup> AB 2007 S 416, Votum *Germann*, Votum BR *Merz*.

halten. Zunächst ist nur der Erwerb, nicht aber die Veräusserung von Finanzinstrumenten meldepflichtig. Dabei ist nur der Erwerb von Finanzinstrumenten meldepflichtig, «*die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben*». Infolge des leicht veränderten Wortlautes könnte der Eindruck entstehen, diese Wendung bezeichne ein Attribut eines Finanzinstruments und es werde nicht mehr auf das Übernahmemotiv abgestellt. Erstens ist jedoch kaum denkbar, dass ein Finanzinstrument den Beteiligungserwerb nur gerade im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zulässt. Zweitens findet sich in den Materialien kein Anhaltspunkt dafür, dass mit der neuen Formulierung eine inhaltliche Änderung beabsichtigt worden wäre. Somit muss weiterhin auf die Absicht, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, abgestellt werden. Folglich entsteht die Meldepflicht nach Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG im Zeitpunkt, in welchem zum Erwerb von Finanzinstrumenten kumulativ die Absicht, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten, hinzutritt. Ebenfalls gilt unverändert, dass das Finanzinstrument auf den Erwerb von Aktien gerichtet sein muss. Konsequenz des Erfordernisses der Übernahmeabsicht ist, dass jede Meldung nach Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG faktisch als Ankündigung einer geplanten Übernahme aufzufassen ist. Dies lässt den Einsatz von Finanzinstrumenten ohne Realerfüllung für einen Übernahminteressenten als eher unattraktiv erscheinen.

Zusammengefasst besteht eine Meldepflicht nach Art. 20 BEHG wie folgt: Für den Erwerb und die Veräusserung von Aktien sowie den Erwerb und die Veräusserung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten mit Realerfüllung (Abs. 1) sowie für den Erwerb von Finanzinstrumenten mit Barausgleich (Cash Settlement), die es erlauben, Aktien zu erwerben, sofern der Erwerb des Finanzinstruments im Hinblick auf eine Übernahme erfolgt (Abs. 2<sup>bis</sup>).

### C. Suspendierung des Stimmrechts (Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG)

Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG stellt eine weitere grundlegende Neuerung im Offenlegungsrecht dar. Er sieht vor, dass der Richter auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, der Gesellschaft oder eines ihrer Aktionäre 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. Vor der Einführung von Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG kannte das schweizerische Recht eine Suspendierung des Stimmrechts für zwei Sachverhalte, nämlich in Art. 23<sup>ter</sup> Abs. 1<sup>bis</sup> BankG<sup>28</sup> bei Verletzung der bankengesetzlichen Meldepflicht für qualifizierte Beteiligungen<sup>29</sup> und in Art. 32 Abs. 7 BEHG bei Verletzung der Angebotspflicht. Ein Blick in die Materialien zeigt, dass Art. 32 Abs. 7 BEHG Modell für Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG gestanden hatte.<sup>30</sup>

Hauptgrund für die Einführung der Stimmrechtssuspendierung war die weit verbreitete Auffassung, die im bisherigen Recht vorgesehene Sanktion für die Verletzung der Offenlegungspflicht sei zu wenig wirkungsvoll.<sup>31</sup> Bis anhin sah Art. 41 Abs. 1 BEHG bei vorsätzlicher Verletzung der Meldepflicht eine – unter Umständen exorbitante<sup>32</sup> – Busse vor. In der Praxis gestaltete es sich aber meist schwierig, den subjektiven und den objektiven Tatbestand von Art. 41 Abs. 1 BEHG nachzuweisen, so dass es seit dem Inkrafttreten des BEHG nur zu einer einzigen Verurteilung kam.<sup>33</sup>

Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG wirft eine Reihe von Fragen auf. Aus dem Wortlaut der Bestimmung ergibt sich weder, ob die Stimmrechtssuspendierung ein Verschulden des Offenlegungspflichtigen voraussetzt, noch ob sie rückwirkend auf Meldepflichtverletzungen vor dem 1. Dezember 2007 angewendet werden kann.<sup>34</sup> Auch die Materialien sind in Bezug auf diese Fragen wenig aufschlussreich.<sup>35</sup> Ihre Beantwortung hängt – wie sich zeigen wird – von der Rechtsnatur der Offenlegungspflicht ab.

<sup>28</sup> SR 952.0.

<sup>29</sup> Vgl. Art. 3 Abs. 5 BankG.

<sup>30</sup> AB 2007 S 417, Votum *Germain*; AB 2007 S 418, Votum *David*.

<sup>31</sup> AB 2007 N 99, Votum *Schneider*.

<sup>32</sup> Vgl. Art. 41 Abs. 2 BEHG. Die Busse kann somit unter Umständen mehrere Milliarden CHF betragen.

<sup>33</sup> Jahresbericht 2003 der Eidgenössischen Bankenkommission, Bern 2003, 104; vgl. *Jacques Iffland/Nadia Gilliard*, Les nouvelles règles en matière de publicité des participations importantes, GesKR 2007, 368; vgl. auch NZZ am Sonntag vom 13. Januar 2008, «Dösende Wächter», 29 f.

<sup>34</sup> Presseberichten zufolge erwägt die EBK, Letzteres zu tun. Vgl. NZZ am Sonntag vom 16. Dezember 2006, «An Laxey soll ein Exempel statuiert werden», 49; vgl. NZZ am Sonntag vom 23. Dezember 2006, «Die EBK im Abschlussstress», 26.

<sup>35</sup> Die Frage der Rückwirkung wurde im Parlament überhaupt nicht diskutiert. Zur Frage des Verschuldens finden sich in den Materialien widersprüchliche Äusserungen. Vgl. unten Fn. 46.

### 1. Rechtsnatur der Offenlegungspflicht

Die Offenlegungspflicht ist nach h.L. öffentlich-rechtlicher Natur.<sup>36</sup> Sie bezweckt in erster Linie die Herstellung von Transparenz zum Schutze des Marktes und dient damit vorwiegend öffentlichen Interessen. Ihrem Schutzzweck entsprechend ist die Meldepflicht zwingend ausgestaltet und kann nicht durch privaten Rechtsakt wegbedungen werden. Der öffentlich-rechtliche Charakter der Offenlegungspflicht widerspiegelt sich – zumindest im bisherigen Recht – auch im Sanktionsinstrumentarium. Eine Meldepflichtverletzung ist mit einer Busse, d.h. mit einer öffentlich-rechtlichen Sanktion, bewehrt.

Anders stellt sich die Situation bei der Angebotspflicht dar. Diese hat gemäss h.L. den Charakter einer Doppelnorm, ist also dem öffentlichen Recht und dem Privatrecht zuzuordnen.<sup>37</sup> Bei der Angebotspflicht steht der Schutz privater Interessen im Vordergrund. Sie will sicherstellen, dass die bisherigen Aktionäre bei einem Kontrollwechsel zu einem angemessenen Preis aus der Gesellschaft aussteigen können. Der privatrechtliche Charakter der Angebotspflicht zeigt sich unter anderem darin, dass sie durch privates Rechtsgeschäft wegbedungen werden kann. So können die Statuten einer Gesellschaft nach Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG vorsehen, dass der Übernehmer nicht zur Unterbreitung eines Kaufangebots verpflichtet ist (sog. Opting-out). Daneben kann aber auch die EBK gestützt auf Art. 32 Abs. 2 BEHG Ausnahmen von der Angebotspflicht durch öffentlich-rechtlichen Akt gewähren. Darin offenbart sich der in Teilbereichen öffentlich-rechtliche Charakter der Angebotspflicht.

Geht man mit der h.L. von einer rein öffentlich-rechtlichen Konzeption der Offenlegungspflicht aus, so wirft die Gestaltung von Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG nach dem Vorbild von Art. 32 Abs. 7 BEHG Fragen mit Bezug auf die Zuständigkeitsordnung auf. Für

Doppelnormen wie Art. 32 Abs. 7 BEHG ist typisch, dass die Entscheidung von Streitigkeiten sowohl in der Hand zivilrechtlicher als auch öffentlich-rechtlicher Organe liegen kann.<sup>38</sup> Die in Art. 32 Abs. 7 BEHG statuierte Zuständigkeit des Zivilrichters steht damit in Einklang. Nimmt man nun eine rein öffentlich-rechtliche Natur der Offenlegungspflicht an, so stellte die Zuständigkeit des Zivilrichters, wie sie Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG vorsieht, demgegenüber eine Anomalie dar. Der bereits erwähnte Art. 23<sup>ter</sup> Abs. 1<sup>bis</sup> BankG, der zweifellos ausschliesslich öffentlich-rechtlicher Natur ist, sieht denn auch die Stimmrechtssuspendierung durch Verfügung der EBK vor.

### 2. Verschuldensmassstab und Rückwirkungsverbot bei Qualifikation als öffentlich-rechtliche Norm

Versteht man die Offenlegungspflicht ungeachtet der teilweise zivilprozessualen Durchsetzung mit der h.L. als öffentlich-rechtliche Norm, so ist die Stimmrechtssuspendierung als verwaltungsrechtliche Sanktion zu qualifizieren.<sup>39</sup> Das Verwaltungsrecht unterscheidet zwischen exekutorischen und repressiven Sanktionen. Exekutorische Sanktionen dienen unmittelbar der Durchsetzung einer verwaltungsrechtlichen Pflicht und der Wiederherstellung des rechtmässigen Zustands.<sup>40</sup> Repressive Sanktionen sollen demgegenüber nicht den rechtmässigen Zustand wiederherstellen, sondern dann Anwendung finden, wenn eine Pflichtverletzung nicht mehr behoben werden kann und deshalb mit einer Sanktion bestraft werden soll.<sup>41</sup> Im Gegensatz zu den exekutorischen Sanktionen setzen repressive Sanktionen ein Verschulden des

<sup>36</sup> Rolf H. Weber in: Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 11 zu Art. 20 BEHG; Susanne Mettier, Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss. Zürich 1999, 43; Urs Bertschinger, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, 285.

<sup>37</sup> Hans Caspar von der Crone, Angebotspflicht, SZW-Sondernummer 1997, 44 f.; Christian Köpft, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2000, 36; Mirjam Eggen, Das Verhältnis der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG zum Fusions- und Kartellgesetz, Diss. Bern 2007, 87 f.

<sup>38</sup> Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl., Zürich 2006, 55.

<sup>39</sup> Die häufig verwendete Bezeichnung der Stimmrechtssuspendierung als «zivilrechtliche Sanktion» darf nicht dahin missverstanden werden, dass es sich um eine «Sanktion des Zivilrechts» handelt. Mit dem Begriff «zivilrechtliche Sanktion» wird vielmehr eine Sanktion des Verwaltungsrechts bezeichnet, durch die in zivilrechtliche Verhältnisse eingegriffen wird. Vgl. Urs Bertschinger (Fn. 36), 285 f.; vgl. auch Tobias Jaag, in: Jürg-Beat Ackermann/Andreas Donatsch/Jörg Rehberg (Hrsg.), Wirtschaft und Strafrecht: Festschrift für Niklaus Schmid zum 65. Geburtstag, Zürich 2001, 571.

<sup>40</sup> Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann (Fn. 38), 243; Tobias Jaag (Fn. 39), 561, 563.

<sup>41</sup> Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann (Fn. 38), 243 f.; Tobias Jaag (Fn. 39), 561 f., 571.

Pflichtigen voraus.<sup>42</sup> Die im vorliegenden Kontext entscheidende Frage ist somit, ob es sich bei der Stimmrechtssuspendierung nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG um eine exekutorische oder repressive Sanktion handelt. Denkbar wäre, dass die Suspendierung von einem Richter zeitlich begrenzt bis zur Erfüllung der Offenlegungspflicht ausgesprochen wird, also mit dem Ziel, den rechtmässigen Zustand wiederherzustellen. In diesem Fall handelt es sich um eine exekutorische Sanktion. Suspendiert der Richter das Stimmrecht dagegen über den Zeitpunkt der Erfüllung der Meldepflicht hinaus, liegt eine repressive Sanktion vor. Die Materialien ergeben zur Frage des Sanktionscharakters kein einheitliches Bild. Die erste vom Nationalrat verabschiedete Fassung von Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> hielt gleich wie Art. 32 Abs. 7 BEHG fest, dass die Ausübung des Stimmrechts «*durch einstweilige Verfügung*» suspendiert werden könne.<sup>43</sup> Einzelne Vertreter schienen diesem Wortlaut entsprechend auch von einem exekutorischen Charakter der Suspendierung nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG auszugehen.<sup>44</sup> Erst im Ständerat wurde die Formulierung mit «*für die Dauer von bis zu fünf Jahren*» ersetzt. Hier mehrten sich sodann die Stimmen, die den repressiven Charakter der Bestimmung betonten.<sup>45</sup>

Wird die Stimmrechtssuspendierung vom Richter im konkreten Fall als repressive Sanktion angeordnet, setzt dies, wie erläutert, ein Verschulden des Meldepflichtigen voraus. Damit stellt sich die Frage nach dem anwendbaren Verschuldensmassstab (Vorsatz oder Fahrlässigkeit). Ein Blick in die Materialien zeigt, dass sich das Parlament dieser Frage durchaus bewusst war, dass aber weder in die eine noch in die andere Richtung klar Position bezogen wurde.<sup>46</sup>

Da es sich bei der Stimmrechtssuspendierung um eine schwerwiegende Sanktion handelt – sie stellt einen massiven Eingriff in die Eigentumsrechte dar –, hat sie den Charakter einer Verwaltungsstrafe und ist damit dem Nebenstrafrecht zuzuordnen.<sup>47</sup> Nach Art. 333 Abs. 1 StGB<sup>48</sup> haben folglich die allgemeinen Bestimmungen des StGB Anwendung zu finden, wenn Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG eine bestimmte Frage nicht selbst regelt. Mit Bezug auf den Verschuldensmassstab gilt dieser Verweis allerdings nur, wenn es sich bei der Meldepflichtverletzung nicht um eine Übertretung handelt. Art. 333 Abs. 7 StGB hält nämlich fest, dass in anderen Bundesgesetzen unter Strafe gestellte Übertretungen entgegen Art. 12 StGB grundsätzlich auch dann strafbar sind, wenn sie bloss fahrlässig begangen werden. Die entscheidende Frage ist somit, ob es sich bei der Meldepflichtverletzung um eine Übertretung handelt. Übertretungen sind Taten, die mit Busse bedroht sind (Art. 103 StGB), wohingegen Verbrechen bzw. Vergehen Taten sind, die mit Freiheitsstrafe bzw. mit Freiheitsstrafe oder Geldstrafe sanktioniert werden (Art. 10 StGB). Die Zuordnung eines bestimmten Delikts zu einer Deliktskategorie erfolgt somit aufgrund der angeordneten Sanktion, wobei die Obergrenze der schärfsten Sanktion massgebend ist.<sup>49</sup> Mit Bezug auf Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG stellt sich nun das Problem, dass die Stimmrechtssuspendierung weder eine Busse noch eine Geld- oder Freiheitsstrafe darstellt, sich also nicht einer der «klassischen» Sanktionsarten zuordnen lässt. Bis anhin war die Meldepflichtverletzung lediglich mit einer Busse sanktioniert, mithin als Übertretung zu qualifizieren. Nach den Intentionen des Gesetzgebers sollte mit der Stimmrechtssuspen-

<sup>42</sup> Tobias Jaag (Fn. 39), 577; vgl. Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann (Fn. 38), 252.

<sup>43</sup> AB 2007 N 103.

<sup>44</sup> AB 2007 N 100, *Votum de Buman*: «A noter que la suspension du droit de vote prévue à l'article 4<sup>bis</sup> ne constitue pas une sanction.»

<sup>45</sup> AB 2007 S 417, *Votum Germann*: «Es sei darauf hingewiesen, dass diese maximale Frist von fünf Jahren in der Kommission nicht unbestritten geblieben ist, aber wir haben letztlich diese Vorgabe gemacht, weil die Mehrheit der Überzeugung ist, dass dies als Abschreckung viel wirksamer ist als eine sehr hohe Busse [...]» Vgl. AB 2007 S 417, *Votum Lauri*.

<sup>46</sup> AB 2007 S 417, *Votum Germann*: «In der Phase des Hauptprozesses muss die Meldepflichtverletzung nachgewiesen werden können. Ein strafrechtliches Verschulden – also Vorsatz oder Fahrlässigkeit – ist hingegen nicht erforderlich. Demgegenüber die Äusserungen von BR Merz,

AB 2007 S 418: «Es wird doch darum gehen abzuklären, warum diese Meldepflicht verletzt wurde, was die Motive waren. Nach Abklärung der Motive kann es ja sein, dass eine Suspendierung wieder aufgehoben werden muss, weil entsprechende Tatbestände, welche strafbar sind, fehlen. Es kann aber durchaus sein, dass der Zivilrichter feststellt, dass das, was wir ja nicht wollen – nämlich dass der heimliche Verbund von übernahmewilligen Aktionären [...] eben eine Meldepflichtverletzung böseartig oder widerrechtlich herbeigeführt hat oder herbeiführen wollte – geschehen ist.»

<sup>47</sup> Vgl. Tobias Jaag (Fn. 39), 577 f.; vgl. auch Robert Pfund, *Verwaltungsrecht – Strafrecht (Verwaltungsstrafrecht)*, ZSR 1971, 121 f.

<sup>48</sup> SR 311.0.

<sup>49</sup> Marcel Alexander Niggli, in: *Basler Kommentar Strafrecht I*, 2. Aufl. 2007, N 25 f. zu Art. 10 StGB.

dierung das bisherige Sanktionsinstrumentarium mit einer wirkungsvolleren, schärferen Sanktion ergänzt werden.<sup>50</sup> Dies spricht dafür, die Meldepflichtverletzung nicht mehr als blosser Übertretung zu qualifizieren. Selbst wenn man der Zuordnung eines Delikts zu einem Deliktstypus keine formalen Kriterien zugrunde legen wollte – aus der Überlegung etwa, dass sich ein solches Vorgehen bei einer Sanktion wie der Stimmrechtssuspendierung, die keine «klassische» Sanktion darstellt, als wenig tauglich erweist –, müsste man zum gleichen Ergebnis kommen: Eine Meldepflichtverletzung hat klarerweise keinen Bagatelldarakter, wie er für Übertretungen typisch ist.<sup>51</sup> Aus alledem folgt, dass Art. 333 Abs. 7 StGB auf Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG keine Anwendung finden kann. Nach dem Grundsatz von Art. 12 StGB kann eine Stimmrechtssuspendierung somit nur verhängt werden, wenn die Meldepflicht vorsätzlich verletzt wurde. Dieses Ergebnis, das zu einer beschränkten Anwendbarkeit der Stimmrechtssuspendierung führt, vermag auch inhaltlich zu überzeugen. Die Stimmrechtssuspendierung führt zu einer Verschiebung der Stimmen- und unter Umständen auch der Mehrheitsverhältnisse. Sie betrifft somit nicht nur den individuellen Investor, sondern kann auch schwer absehbare Auswirkungen auf kollektiver Ebene zeitigen. Zudem wird durch die Suspendierung des Stimmrechts in den Gleichlauf von Kontrolle und Kapital eingegriffen, was aus ordnungspolitischen Überlegungen nicht wünschenswert ist. Schliesslich zeigt auch der Vergleich mit Art. 41 Abs. 1 BEHG, dass das Vorsatzerfordernis bei Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG gerechtfertigt ist. In Art. 41 Abs. 1 BEHG hält der Gesetzgeber ausdrücklich fest, dass nur die vorsätzliche Meldepflichtverletzung mit Busse bedroht wird. Ein solcher ausdrücklicher gesetzgeberischer Entscheid für die massgebliche Verschuldensform (Vorsatz oder

Fahrlässigkeit) wäre ohne Weiteres auch bei Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG möglich gewesen. Das Offenlassen der Frage darf nun aber nicht dazu führen, dass die Bestimmung zuungunsten des Regelungsadressaten – im Sinne der Strafbarkeit von Fahrlässigkeit – ausgelegt wird.

Der Blick auf Art. 41 BEHG zeigt sodann, dass nicht die Sanktion als solche, sondern vielmehr ihre Durchsetzung in der Vergangenheit zu Problemen geführt hat. Eine potenziell drakonische Busse wie nach Art. 41 BEHG birgt offenbar die Gefahr, dass die Behörden an deren Durchsetzung gehindert werden.<sup>52</sup> Die mit dem FINMAG beschlossene, voraussichtlich 2009 in Kraft tretende Revision von Art. 41 BEHG zielt damit in die richtige Richtung. Neu soll auch die fahrlässige Meldepflichtverletzung sanktioniert werden können, allerdings nur mit einer Busse von maximal CHF 1 000 000. Der bisherige, zu exorbitanten Bussen führende Bussenrahmen von Art. 41 Abs. 2 BEHG findet weiterhin nur bei vorsätzlichen Meldepflichtverletzungen Anwendung. Als Ergänzung des Sanktionsinstrumentariums für solche schweren Meldepflichtverletzungen wäre letztlich auch eine Stimmrechtssuspendierung denkbar.

Unabhängig davon, ob man Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG als Übertretung qualifiziert oder nicht, gilt nach Art. 333 Abs. 1 StGB der Grundsatz «nulla poena sine lege» (Art. 1 StGB) und das daraus abgeleitete Rückwirkungsverbot. Eine rückwirkende Anwendung der Stimmrechtssuspendierung auf Meldepflichtverletzungen, die sich vor dem 1. Dezember 2007 zugetragen haben, fällt damit, entgegen einer gelegentlich in den Medien vertretenen Auffassung, ausser Betracht.<sup>53</sup>

### 3. Verschuldensmassstab und Rückwirkungsverbot bei Qualifikation als Doppelnorm

Die Offenlegungspflicht lässt sich mit guten Gründen statt als rein öffentlich-rechtliche Norm als Doppelnorm des privaten und öffentlichen Rechts verstehen. Art. 20 BEHG bezweckt neben der Herstellung von Transparenz im Interesse des Marktes nämlich auch die Information der Gesellschaft über

<sup>50</sup> AB 2007 N 99, Votum *Schneider*: «Die Kommission ist der Meinung, dass eine Verletzung der Offenlegungspflicht mit der Stimmrechtssuspendierung viel wirkungsvoller bestraft wird. Die bloss monetäre Bestrafung könnte im Einzelfall ihre abschreckende Wirkung verfehlen. [...] Die Strafordrohung braucht es, um Erwerber grösserer Anteile a priori wissen zu lassen, dass bei einer Verletzung der Offenlegungspflicht eine erhebliche Bestrafung, nämlich die Versagung der Stimmrechte anlässlich der GV droht.» Vgl. auch AB 2007 N 102, Votum *Leutenegger Oberholzer* und AB 2007 S 417, Votum *Germann*.

<sup>51</sup> Vgl. *Stefan Heimgartner*, in: Basler Kommentar Strafrecht I, 2. Aufl. 2007, N 12 zu Vor Art. 103 StGB.

<sup>52</sup> Vgl. NZZ am Sonntag vom 13. Januar 2008, «Dösende Wächter», 29 f.

<sup>53</sup> Vgl. NZZ am Sonntag vom 16. Dezember 2006, «An Laxey soll ein Exempel statuiert werden», 49 und NZZ am Sonntag vom 23. Dezember 2006, «Die EBK im Abschlussstress», 26.



ihre eigenen Aktionäre.<sup>54</sup> Durch Art. 20 BEHG werden somit auch private Interessen geschützt. Geht man von einer solchen Doppelnatur der Offenlegungspflicht aus, stellt sich die Frage, ob die privatrechtliche Seite der Norm bei der Stimmrechtssuspendierung mit Bezug auf den Verschuldensmassstab (Vorsatz oder Fahrlässigkeit) und das Rückwirkungsverbot zu anderen Ergebnissen führt als die öffentlich-rechtliche. Zunächst ist festzuhalten, dass das Privatrecht ganz überwiegend durchsetzenden Charakter hat. Immerhin sind pönale Normen im schweizerischen Privatrecht nicht völlig unbekannt. So hat etwa Art. 336a OR<sup>55</sup> neben Wiedergutmachungsauch pönale Funktion.<sup>56</sup> Pönale privatrechtliche Bestimmungen bleiben allerdings die grosse Ausnahme. Im spezifischen Fall der repressiven und damit pönalen Stimmrechtssuspendierung steht deshalb, selbst wenn man die Meldepflicht im Allgemeinen als Doppelnorm versteht, die öffentlich-rechtliche Natur klar im Vordergrund. Gerade was die aus der Sicht der Grundrechte kritischen Fragen des Rückwirkungsverbots und des Vorsatzes betrifft, kann deshalb ausgeschlossen werden, dass das Privatrecht das öffentliche Recht übersteuert. Damit erübrigt sich auch die Auseinandersetzung mit der Frage, ob das Privatrecht im Rahmen der Grundsätze über den Schutz wohlervorbener Rechtspositionen seinerseits Raum liesse für eine Anwendung der Stimmrechtssuspendierung auf Sachverhalte der Meldepflichtverletzung vor Inkrafttreten der neuen Bestimmung.

#### 4. Weitere Fragen

In Zusammenhang mit Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG ergeben sich neben den bereits aufgeworfenen eine Reihe von weiteren Fragen. So äussert sich der Wortlaut der Bestimmung nicht zum Umfang der Stimmrechtssuspendierung. Auch aus den Materialien ergeben sich keine Anhaltspunkte, ob der Richter alle oder nur einen Teil der Stimmrechte suspendieren kann. Da die Suspendierung aller Stimmrechte einen weitreichenden Eingriff ins gesellschaftliche Innenleben darstellt, sollte – zumindest wenn die Stimm-

rechtssuspendierung als repressive Sanktion ausgesprochen wird – eine analoge Anwendung von Art. 41 Abs. 2 BEHG ins Auge gefasst werden. Es wären also nur die nicht gemeldeten Stimmrechte zu suspendieren. Aus dem Wortlaut von Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG ergibt sich auch nicht, nach welchen Kriterien sich die Dauer der Suspendierung bestimmt. Im Parlament wurde die Frage zwar diskutiert, ohne dass man jedoch zu einem befriedigenden Resultat gekommen wäre.<sup>57</sup> Unseres Erachtens muss die Schwere des Verschuldens massgebend sein, wenn die Suspendierung als repressive Massnahme ausgesprochen wird. Trotz Behandlung im Parlament nicht restlos geklärt ist sodann die Frage nach den Wirkungen der Suspendierung.<sup>58</sup> Aus Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG ergibt sich nicht, ob die Suspendierung nur denjenigen trifft, der die Meldepflicht verletzt, oder ob sie bei einer Veräusserung der Beteiligung an den Aktien «haften» bleibt. Nach dem Gesetzeswortlaut setzt die Suspendierung nicht bei den erworbenen Aktien, sondern beim säumigen Aktionär an: Suspendiert werden kann «die Ausübung des Stimmrechts der Person, die eine Beteiligung unter Verletzung der Meldepflicht erwirbt oder veräussert». Trennt sich der mit der Stimmrechtssuspendierung belegte Aktionär später wieder von seiner Beteiligung, so wird die Suspendierung gegenstandslos. Damit stellt sich die Frage, wie eine Stimmrechtssuspendierung wirken soll, wenn die Meldepflicht bei einer Veräusserung einer Beteiligung verletzt wird. Beschränkt man den Umfang der Suspendierung richtigerweise auf die nicht gemeldeten Aktien, bleibt für die Suspendierung überhaupt kein Anwendungsfall. Unklar und in den Materialien überhaupt nicht thematisiert ist schliesslich die Frage, wie eine Suspendierung wirken soll, wenn der Erwerb oder die Veräusserung von Optionen nicht gemeldet wird. Die Suspendierung der Stimmrechte von Aktien, die der Schreiber der Option zur Absicherung (sog. Hedging) seiner Verpflichtung gegenüber dem Optionsberechtigten hält, erscheint jedenfalls nicht möglich.

<sup>54</sup> Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, 19 f.; Rolf H. Weber (Fn. 36), N 4 ff. zu Art. 20 BEHG.

<sup>55</sup> SR 220.

<sup>56</sup> Nach Art. 336a OR schuldet die Partei, welche das Arbeitsverhältnis missbräuchlich kündigt, der anderen Partei eine Entschädigung von maximal sechs Monatslöhnen.

<sup>57</sup> AB 2007 S 417, Votum Lauri; AB 2007 S 418, Votum David.

<sup>58</sup> AB 2007 S 418, Votum David; AB 2007 S 418, Äusserungen BR Merz.

### III. Änderungen in der Börsenverordnung-EBK per 1. Juli 2007<sup>59</sup>

#### A. Einbezug von Cash-Settlement-Optionen

Wie oben dargelegt, waren Optionen unter altem Recht nur meldepflichtig, soweit sie eine Realerfüllung vorsahen oder zuliessen.<sup>60</sup> Optionen, bei denen der Optionsberechtigte bei Ausübung statt eines Anspruchs auf Lieferung der Titel Anspruch auf Zahlung der Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Börsenkurs im Zeitpunkt der Ausübung hat, unterstanden nicht der Meldepflicht. Der Umstand, dass solche Cash-Settlement-Optionen gezielt eingesetzt wurden, um im Vorfeld von Unternehmensübernahmen ohne Meldung zumindest ökonomisch eine Position in Aktien der Zielgesellschaft aufzubauen, war einer der Auslöser für die Revision der Meldepflicht. Eine Meldepflicht für Cash-Settlement-Optionen mag auf den ersten Blick nicht selbstverständlich erscheinen, führt die Ausübung solcher Optionen doch gerade nicht direkt zum Erwerb der Aktien und damit der Stimmrechte. Jedoch führen Cash-Settlement-Optionen über grössere Positionen aufgrund der parallelen Interessenlage des Optionsberechtigten und der emittierenden Bank aus rein praktischen Gründen oft zum Erwerb der Titel: Ist der Optionskäufer ein Übernahmemeinteressent, dann will er letztlich Aktien erhalten. Die Bank ihrerseits hat ein Interesse daran, allfällig für die Absicherung des Optionsgeschäfts erworbene Aktien oder Derivate an den Übernahmemeinteressenten zu veräussern, weil ein Verkauf der Aktien auf dem Markt insbesondere bei grösseren Absicherungspositionen riskant sein kann. Die Position des Berechtigten aus einer Cash-Settlement-Option entspricht damit ökonomisch gesehen weitestgehend derjenigen eines Berechtigten aus einer Option mit Anspruch auf Realerfüllung.

Mit der ersten Teilrevision der BEHV-EBK wurden deshalb Cash-Settlement-Optionen der Meldepflicht unterstellt. Dabei wurde in einem ersten

Schritt per 1. Juli 2007 der Passus aus der BEHV-EBK gestrichen, welcher lediglich Optionen mit Realerfüllung als meldepflichtig erklärte.<sup>61</sup> Zu diesem Zeitpunkt fehlte allerdings jegliche gesetzliche Grundlage für den Einbezug von Cash-Settlement-Optionen, da Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG, welcher wie oben aufgezeigt<sup>62</sup> Cash-Settlement-Optionen unter gewissen Umständen für meldepflichtig erklärt, erst per 1. Dezember 2007 in Kraft trat. In einem zweiten Schritt wurde in der zweiten Teilrevision per 1. Dezember 2007 explizit in der BEHV-EBK festgehalten, dass die Meldepflicht unabhängig davon gelte, ob die Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen beziehungsweise zuliessen oder nicht (Art. 13 Abs. 1<sup>bis</sup> BEHV-EBK). In diesem Zeitpunkt erhielt der Einbezug von Cash-Settlement-Optionen mit Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG zumindest teilweise eine gesetzliche Grundlage. So umfasst Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG nur unter bestimmten Umständen gewisse Cash-Settlement-Optionen, während die BEHV-EBK sämtliche Cash-Settlement-Optionen generell für meldepflichtig erklärt. Der umfassende Einbezug von Cash-Settlement-Optionen, wie er sich in Art. 13 der BEHV-EBK findet und in den Erläuterungen der EBK<sup>63</sup> dargestellt ist, entbehrt damit einer genügenden gesetzlichen Grundlage. Dies wird im Rahmen der konkreten Normenkontrolle zu berücksichtigen sein.

Der Einsatz von Cash-Settlement-Optionen hinsichtlich einer Unternehmensübernahme dürfte allerdings infolge der Revision deutlich an Attraktivität verloren haben. Denn wie oben dargelegt, bedeutet die Meldung des Erwerbs von Cash-Settlement-Optionen nach Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG gleichzeitig auch die Offenlegung einer Übernahmeabsicht.<sup>64</sup>

Abschliessend ist zur Klarstellung hinzuzufügen, dass Optionen, bei welchen der Käufer oder der Verkäufer wählen kann, ob er eine Realerfüllung oder einen Barausgleich (Cash Settlement) vorzieht, nicht unter die beschränkte Meldepflicht von Cash-Settlement-Optionen, sondern unter die weiter gehende Meldepflicht von Optionen mit Realerfüllung fallen. Dies mit Blick auf die angestrebte Transparenz und die drohende Umgehungsgefahr.

<sup>59</sup> Die folgenden Erläuterungen beziehen sich allein auf die Änderungen der BEHV-EBK, welche die Offenlegung betreffen. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass im Zuge der Revision der BEHV-EBK per 1. Juli 2007 auch der Berechnungsmodus für den Börsenkurs zur Ermittlung des Angebotspreises geändert wurde und die Aufgaben der Prüfstellen präzisiert wurden (Art. 37 und 38 BEHV-EBK).

<sup>60</sup> Vgl. oben II.B.

<sup>61</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 1 aBEHV-EBK.

<sup>62</sup> Vgl. oben II.B.

<sup>63</sup> Erläuterungen EBK zu den Art. 9 bis 23 BEHV-EBK und dem Übergangsrecht vom 24. November 2007, 14.

<sup>64</sup> Vgl. oben II.B.

## B. Aufhebung der 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte

Unter altem Recht konnten 4,9% Aktien und 4,9% Optionen erworben werden, ohne dass eine Meldepflicht ausgelöst worden wäre. Zur Verbesserung der Transparenz wurde die 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte aufgehoben.<sup>65</sup> Somit müssen neu Aktien und Optionen stets zusammengezählt werden.

## IV. Änderungen in der Börsenverordnung-EBK per 1. Dezember 2007

### A. Keine Meldepflicht für Innertagsgeschäfte

Im Zuge der zweiten Teilrevision der BEHV-EBK wurden Innertagsgeschäfte (sog. Intraday) neu von der Meldepflicht ausgenommen, d.h. ein vorübergehendes Erreichen, Über- und Unterschreiten eines Grenzwertes innerhalb eines Börsentages ist nicht meldepflichtig (Art. 9 Abs. 4 BEHV-EBK). Massgeblich ist, dass die meldepflichtige Quote am Ende eines Börsentages<sup>66</sup> gegenüber dem Vortag keinen Schwellenwert tangiert.<sup>67</sup>

### B. Einführung der sog. «Zwei-Topf-Lösung»

Infolge der Revision von Art. 20 Abs. 1 BEHG unterstehen der Meldepflicht neu auch der Erwerb oder die Veräusserung von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen) sowie das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen).<sup>68</sup> Diese Erweiterung der Meldepflicht hat zur Konsequenz, dass nicht nur – wie bis anhin – Derivat-Transaktionen, die die Grundlage für eine Vergrösserung der Beteiligung, sondern auch solche, welche die Grundlage für eine Vermin-

derung der Beteiligung schaffen, der Meldepflicht unterworfen sind. Damit die erweiterte Meldepflicht tatsächlich die erwünschte Verbesserung der Transparenz bewirkt, braucht es Vorkehrungen, die eine Verrechnung («Netting») sowie eine Addition von Erwerbs- und Veräusserungspositionen verhindern.<sup>69</sup> Ansonsten hätten Investoren die Möglichkeit, anstelle der korrekten Beteiligung eine zu tiefe bzw. eine zu hohe Beteiligung auszuweisen. Im ersten Fall könnten beispielsweise Aktien mit Long-Put-Optionen verrechnet werden, im zweiten Fall zum Beispiel Aktien und Long-Call-Optionen addiert werden. Zur Lösung des Problems hat sich die EBK für die sog. «Zwei-Topf-Lösung» entschieden.<sup>70</sup> Danach werden zur Ermittlung der meldepflichtigen Schwellenwerte ein «Erwerbstopf» und ein «Veräusserungstopf» gebildet. Die Zuordnung der Wertpapiere in die beiden Töpfe erfolgt gemäss der Definition in Art. 10 Abs. 3 lit. a («Erwerbstopf») und lit. b («Veräusserungstopf») BEHV-EBK. Danach umfasst der Erwerbstopf den Erwerb und die Veräusserung von Beteiligungspapieren, von Wandel- und Erwerbsrechten, von Finanzinstrumenten nach Art. 13 Abs. 1<sup>ter</sup> BEHV-EBK<sup>71</sup> sowie das Einräumen von Veräusserungsrechten (Art. 10 Abs. 3 lit. a BEHV-EBK).<sup>72</sup> Hingegen sind dem Veräusserungstopf hinzuzurechnen der Erwerb und die Veräusserung von Veräusserungsrechten sowie das Einräumen von Wandel- und Erwerbsrechten (Art. 10 Abs. 3 lit. b BEHV-EBK).<sup>73</sup>

Die Meldepflicht wird ausgelöst, sobald ein Grenzwert in einem der beiden Töpfe oder in beiden Töpfen erreicht, über- oder unterschritten wird. Wird der Schwellenwert nur in einem der Töpfe tangiert, sind auch die Positionen des jeweils anderen Topfes neu zu berechnen und mit aktuellem Bestand offenzulegen (Art. 10 Abs. 3 und Art. 17 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK). Dies gilt auch, wenn im anderen Topf

<sup>65</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 3 aBEHV-EBK; Kommentar EBK zur Revision der BEHV-EBK vom 16. April 2007, 2.

<sup>66</sup> Der Börsentag im Sinne des schweizerischen Offenlegungsrechts dauert von 00.00 Uhr bis 24.00 Uhr mitteleuropäischer Zeit (MEZ). Erfolgt der (börsliche oder ausserbörsliche) Handel der Beteiligungspapiere in verschiedenen Zeitzonen, muss die lokale Handelszeit auf die mitteleuropäische Zeit umgerechnet werden, vgl. Erläuterungen EBK (Fn. 7), 9.

<sup>67</sup> Der Schwellenwert darf weder im Erwerbs- noch im Veräusserungstopf tangiert werden, vgl. auch unten IV.B.

<sup>68</sup> Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK.

<sup>69</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 10.

<sup>70</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 10 ff.

<sup>71</sup> Art. 13 Abs. 1<sup>ter</sup> BEHV-EBK verweist auf Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG, d.h. «Finanzinstrumente, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben». Näheres zu den Finanzinstrumenten vgl. unten V.B.

<sup>72</sup> In den Erwerbstopf fallen somit bspw. Beteiligungspapiere, Long-Call-Optionen, Short-Put-Optionen, vgl. Erläuterungen EBK (Fn. 7), 11 f.

<sup>73</sup> In den Veräusserungstopf fallen folglich bspw. Long-Put-Optionen und Short-Call-Optionen, vgl. Erläuterungen EBK (Fn. 7), 11 f.

seit der letzten Meldung keine Veränderung eingetreten ist, wenn die Veränderung keinen Schwellenwert tangiert hat und sogar wenn der andere Topf den Erstschwellenwert von 3% nicht erreicht.<sup>74</sup> Anders sieht es aus, wenn die Meldepflicht durch das Unterschreiten des Erstschwellenwertes von 3% ausgelöst wird. In diesem Fall genügt grundsätzlich die Mitteilung, dass der Grenzwert von 3% unterschritten wurde, und auf die zusätzliche Angabe des neuen Wertes des Stimmrechtsanteils im Topf kann verzichtet werden (Art. 17 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK). Gleichzeitig kann auf die sonst zwingende Mitteilung des Stimmrechtsanteils des anderen Topfes (vgl. Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK) verzichtet werden, ausser dieser erreiche, über- oder unterschreite selbst einen meldepflichtigen Grenzwert (mit Ausnahme des Unterschreitens des Erstschwellenwertes). Infolge dieser im anderen Topf ausgelösten Meldepflicht, müsste allerdings trotz Art. 17 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK wiederum der Stimmrechtsanteil des den Erstschwellenwert unterschreitenden Topfes mitgemeldet werden (vgl. Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK).

Keine Meldepflicht besteht, wenn in keinem der beiden Töpfe ein Schwellenwert tangiert wurde. Solange kein Grenzwert tangiert wird, dürfen ausserdem innerhalb des gleichen Topfes beliebig Verschiebungen und Umschichtungen erfolgen.<sup>75</sup> Hierbei zu beachten ist jedoch die separate Meldepflicht für Grenzwertberührungen durch Veränderung des Stimmrechtsanteils der Aktien allein, unabhängig davon, ob der gesamte Stimmrechtsanteil unter Berücksichtigung der Finanzinstrumente nach Art. 13 BEHV-EBK einen Grenzwert tangiert (Art. 14 lit. d BEHV-EBK). So besteht etwa eine Meldepflicht, wenn zwar der Gesamtbestand der meldepflichtigen Stimmrechte des Erwerbstopfes unverändert geblieben ist, der Stimmrechtsanteil der Aktien jedoch allein einen Grenzwert erreicht, über- oder unterschritten hat. Die EBK bezweckt mit dieser separaten Meldepflicht eine Verbesserung der Markttransparenz, insbesondere mit Blick auf die Problematik, dass die Offenlegungspflichten zu Meldungen von Stimmrechtsanteilen bzw. potenziellen Stimmrechten von über 100% der Stimmrechte einer Gesellschaft führen können.<sup>76</sup> Was reine Leerverkäufe betrifft, so sind diese selbst

zwar nicht meldepflichtig, jedoch kann die Meldepflicht durch die Wertpapierleihen, welche für die Abwicklung erforderlich sind, ausgelöst werden.<sup>77</sup>

Wie bereits mehrfach dargelegt,<sup>78</sup> statuiert Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG nur unter bestimmten Umständen und für gewisse Finanzinstrumente, Cash-Settlement-Optionen eingeschlossen, eine Meldepflicht. Dieser festgesteckte Rahmen wird von der BEHV-EBK auch in Bezug auf die Meldung gemäss der «Zwei-Topf-Lösung» ungenügend beachtet. So entbehrt die Meldepflicht aufgrund von Art. 10 Abs. 3 lit. a BEHV-EBK für die Veräusserung von Finanzinstrumenten nach Art. 13 Abs. 1<sup>er</sup> BEHV einer gesetzlichen Grundlage. Daneben bleibt die Meldepflicht für Finanzinstrumente nach Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG gemäss der «Zwei-Topf-Lösung» vage, da eine Konkretisierung noch in Planung ist. Darauf wird zurückzukommen sein.<sup>79</sup>

### C. Erhöhte Anforderungen an den Inhalt der Offenlegungsmeldung

Zwecks verstärkter Transparenz wurden im Zuge der Revision nicht nur die meldepflichtigen Tatbestände ausgedehnt, sondern auch die Anforderungen an den Detaillierungsgrad der Offenlegungsmeldung stark erhöht (vgl. Art. 17 BEHV-EBK). Irreführende Meldungen sollten möglichst vermieden werden. Gerade die Offenlegungsmeldungen bezüglich der Optionen und anderer Finanzinstrumente sollten von den Marktteilnehmern richtig eingeschätzt werden können.<sup>80</sup> So erweist sich etwa die Offenlegung des Erwerbs einer Option nur dann als nützlich, wenn gleichzeitig auch die Optionsbedingungen bekannt gegeben werden. So ist es für die Einschätzung einer Erwerbsposition offensichtlich hochgradig relevant, ob die betreffende Option in-the-money oder stark out-of-the-money ist. Bei an einer Schweizer Börse kotierten Finanzinstrumenten genügt die Angabe der Wertpapierkennnummer (ISIN) in der Meldung, damit die Marktteilnehmer die wesentlichen Bedingungen auf der elektronischen Veröffentlichungsplattform der SWX (zurzeit noch in Planung) abrufen können.<sup>81</sup> Werden nicht an einer Schweizer Börse ko-

<sup>74</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 11.

<sup>75</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 11.

<sup>76</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 16.

<sup>77</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 11.

<sup>78</sup> Vgl. oben. II.B. und III.A.

<sup>79</sup> Vgl. unten V.B.

<sup>80</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 23.

<sup>81</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 24.

tierte Finanzinstrumente gemeldet, sind dementsprechend die wesentlichen Bedingungen in der Meldung anzugeben wie die Identität des Emittenten, der Basiswert, das Bezugsverhältnis, der Ausübungspreis, die Ausübungsfrist und die Ausübungsart (Art. 17 Abs. 1<sup>bis</sup> BEHV-EBK).

Im Weiteren muss die Offenlegungsmeldung neu auch den die Meldepflicht auslösenden Sachverhalt angeben. Beispielhaft aufgezählt werden in Art. 17 Abs. 1 lit. a<sup>bis</sup> BEHV-EBK Erwerb, Veräusserung, Wertpapierleihe und vergleichbare Geschäfte nach Art. 12 BEHV-EBK, Veränderung des Gesellschaftskapitals, Ausübung oder Nicht-Ausübung von Finanzinstrumenten nach Art. 13 BEHV-EBK, Begründung einer gemeinsamen Absprache oder Änderung in der Zusammensetzung einer Gruppe. Die Neuerung legt beispielsweise offen, wenn eine bestehende Beteiligung mittels Wertpapierleihe vorübergehend erhöht wird, um andere potenziell konkurrierende Anbieter abzuschrecken. Auch werden die wirtschaftlichen Interessen von Investoren transparenter. Beispielsweise könnte durch eine Meldung transparent werden, dass ein Investor ein wirtschaftliches Interesse an einem Kursverlust hat, sodass er versucht sein kann, mit den ausgeliehenen Titeln gezielt gegen die Interessen der Gesellschaft zu stimmen. Umgekehrt können andere Marktteilnehmer aus der Offenlegung auch zulasten eines Meldepflichtigen profitieren. Etwa wenn ein Anleger einen Leerverkauf illiquider Beteiligungspapiere tätigt und die hierfür vorgenommene Wertpapierleihe der Titel meldet. Weil die anderen Marktteilnehmer infolge der Offenlegung der Wertpapierleihe wissen, dass der Anleger sich die Titel wieder beschaffen muss, und dementsprechend handeln, wird der Preis der Titel in die Höhe getrieben.

#### **D. Modifikation der Publikation von Offenlegungsmeldungen durch die Gesellschaft**

Infolge der Revision muss die Meldung der Gesellschaft wesentlich mehr Angaben beinhalten als dies unter altem Recht der Fall war, da sie sämtliche

Angaben nach Art. 17 Abs. 1 und 1<sup>bis</sup> BEHV-EBK publizieren<sup>82</sup> muss (Art. 19 Abs. 1 BEHV-EBK).<sup>83</sup>

#### **E. Offenlegungsmeldungen von kollektiven Kapitalanlagen**

Das Inkrafttreten des KAG<sup>84</sup> machte verschiedene Änderungen in der BEHV-EBK notwendig. Meist handelte es sich dabei um rein formale Anpassungen. Der revidierte Art. 16 BEHV-EBK bringt jedoch eine materielle Veränderung. Danach wird das offenkundige Privileg nur genehmigten kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG gewährt.<sup>85</sup> Dies führt zu einer Beschränkung der Privilegierung hinsichtlich ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, da sich nur noch die tatsächlich genehmigten ausländischen kollektiven Kapitalanlagen auf Art. 16 BEHV-EBK stützen können und nicht mehr alle, die einer Genehmigung bedürften.<sup>86</sup> Allerdings steht es Letzteren offen, den Nachweis gemäss Art. 16 Abs. 1<sup>ter</sup> BEHV-EBK zu erbringen und so dennoch von der offenkundigen Privilegierung zu profitieren.

#### **F. Privilegierung von Banken und Effekthändlern**

Die EBK hat im Rahmen der Revision auch von ihrer neuen Kompetenz gemäss Art. 20 Abs. 5 BEHG Gebrauch gemacht, Privilegierungen für Banken und Effekthändler zu erlassen. Diese finden sich nun in Art. 16a BEHV-EBK in Form dreier Ausnahmetatbestände, wobei sich die Regelung an Art. 9 der EU-

<sup>82</sup> Die Meldung hat über die von der zuständigen Offenlegungsstelle betriebene elektronische Veröffentlichungsplattform zu erfolgen (Art. 17 Abs. 1 BEHV-EBK). Betreibt eine Offenlegungsstelle keine elektronische Veröffentlichungsplattform, ist gemäss Art. 17 Abs. 1<sup>bis</sup> BEHV-EBK Meldung zu erstatten.

<sup>83</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 24.

<sup>84</sup> Das KAG (SR 951.31) ist per 1. Januar 2007 in Kraft getreten.

<sup>85</sup> Allerdings steht das offenkundige Privileg infolge des neuen KAG nicht mehr nur den Anlagefonds, sondern sämtlichen kollektiven Kapitalanlagen (bis auf wenige gesetzliche Ausnahmen) offen, vgl. Erläuterungen EBK (Fn. 7), 18.

<sup>86</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 18 ff.

Transparenz-Richtlinie<sup>87</sup> orientiert.<sup>88</sup> Neu von der Meldepflicht ausgenommen sind erstens die Beteiligungspapiere im Handelsbestand, sofern dieser Anteil 5% der Stimmrechte nicht erreicht (Art. 16a Abs. 1 lit. a BEHV-EBK). Zweitens die Beteiligungspapiere, die im Rahmen von Wertpapierleihen, Sicherungsübereignungen oder vergleichbaren Geschäften (z.B. Repos) gehalten werden, sofern dieser Anteil 5% der Stimmrechte nicht erreicht (Art. 16a Abs. 1 lit. b BEHV-EBK). Drittens die Beteiligungen, die ausschliesslich und während höchstens drei Börsentagen zum Zweck der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften gehalten werden (Art. 16a Abs. 1 lit. c BEHV-EBK). Jeder der drei Ausnahmetatbestände entfaltet nur dann Wirkung, wenn die in Abs. 2 von Art. 16a BEHV-EBK festgesetzten Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind.<sup>89</sup> Danach darf einerseits für diese Anteile keine Absicht bestehen, die Stimmrechte auszuüben (oder anderweitig auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen). Andererseits darf der Stimmrechtsanteil insgesamt 10% der Stimmrechte nicht übersteigen. Die Höchstgrenze von 10% berechnet sich unseres Erachtens aufgrund sämtlicher gehaltener Beteiligungen und nicht nur aufgrund der gemäss Art. 16a Abs. 1 BEHV-EBK ausgenommenen Beteiligungen.<sup>90</sup> Dies ergibt sich insbesondere aus den Erläuterungen der EBK, welche die Höchstgrenze von 10% mit dem erheblichen Einfluss begründet, welcher aus einer Beteiligung von 10% an einer Gesellschaft resultiert und infolgedessen der Markt der Information bedürfe.<sup>91</sup> Im Übrigen sind bei der Berechnung der Höchstgrenze sämtliche Institute und Gesellschaften eines Konzerns konsolidiert zu berücksichtigen.<sup>92</sup>

## G. Übergangsregelung

Die Änderungen im Börsengesetz und in der BEHV-EBK entfalteten ihre Wirkung unmittelbar mit Inkrafttreten am 1. Dezember 2007. Die Übergangsregelung (Art. 46a BEHV-EBK) setzt jedoch für die Umsetzung der geänderten Meldepflichten eine Frist bis zum 29. Februar 2008. Dadurch wird aber lediglich die Frist zur Erfüllung der Meldepflicht aufgeschoben und nicht das Entstehen der Meldepflicht an sich.<sup>93</sup>

Infolge der mannigfachen Neuerungen verlangte die EBK eine Neuberechnung sämtlicher Bestände per 1. Dezember 2007, und zwar unabhängig davon, ob ein Investor überhaupt meldepflichtige Transaktionen tätigte.<sup>94</sup> Resultierte aus der Neuberechnung, dass ein Schwellenwert tangiert wurde, entstand die Pflicht zur einmaligen Bestandesmeldung. Zu deren Erfüllung darf sich der Investor bis zum 29. Februar 2008 Zeit nehmen, sofern er sich während der Dauer der Übergangsfrist<sup>95</sup> absolut passiv verhält. Sobald der Investor jedoch aktiv wird, d.h. nach dem 1. Dezember 2007 meldepflichtige Transaktionen tätigt, wird die Frist von Art. 18 Abs. 1 BEHV-EBK aktiviert und die Offenlegungsmeldung hat innert vier Börsentagen gegenüber Börse und Gesellschaft zu erfolgen. Allerdings können die Börsen hiervon in wichtigen und besonders begründeten Fällen Ausnahmen gewähren, wobei diese bis längstens 29. Februar 2008 zu befristen sind.<sup>96</sup>

Die Übergangsregelung der EBK erntete teilweise Kritik. So wurde der Vorwurf erhoben, die Pflicht zur einmaligen Bestandesmeldung für bestehende Positionen entbehre jeglicher gesetzlichen Grundlage.<sup>97</sup> Diese Argumentation hält sich jedoch sehr nahe am Wortlaut des Gesetzes<sup>98</sup> und berücksichtigt zu we-

<sup>87</sup> RL 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten vom 15. Dezember 2004.

<sup>88</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 20.

<sup>89</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 21.

<sup>90</sup> A.M. Jacques Iffland/Nadia Gilliard (Fn. 33), 377, welche dies damit begründen, dass das Ziel der 10%-Grenze die Vermeidung des Aufbaus von exzessiven versteckten Positionen sei und die Höchstgrenze folglich nur auf die von Art. 16a Abs. 1 BEHV-EBK ausgenommenen Positionen anwendbar sei.

<sup>91</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 22.

<sup>92</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 22.

<sup>93</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 25.

<sup>94</sup> Erläuterungen EBK (Fn. 7), 25.

<sup>95</sup> D.h. vom 1. Dezember 2007 bis zum 29. Februar 2008.

<sup>96</sup> Der Investor muss das entsprechende Gesuch rechtzeitig und vor dem beabsichtigten Geschäft an die Offenlegungsstellen richten, welche im jeweiligen Einzelfall über den Umfang der Ausnahmen und allfällige Auflagen entscheiden (vgl. Erläuterungen EBK [Fn. 7], 26).

<sup>97</sup> Vgl. bspw. Robert Bernet/Andreas Textor, «Sind veränderte Bestände plötzlich meldepflichtig?», NZZ vom 4. Dezember 2007.

<sup>98</sup> Zur Begründung wird auf Art. 20 Abs. 1 BEHG verwiesen, der lediglich den Erwerb und die Veräusserung, nicht aber ein Halten von Beteiligungen erwähnt, vgl. Robert Bernet/Andreas Textor (Fn. 97).

nig den Willen des Gesetzgebers. Ziel der Revision von Art. 20 BEHG war es, möglichst schnell und umfassend erhöhte Transparenz bezüglich Beteiligungen zu schaffen. Die einmalige Bestandserklärung unterstützt dieses Anliegen und verhilft dem Willen des Gesetzgebers zum Durchbruch. Sie steht folglich mit den gesetzlichen Bestimmungen im Einklang und darf als von ihnen abgedeckt gelten. Im Weiteren wurde kritisiert, dass die Übergangsbestimmung keinen stillen Abbau der Positionen unter den neuen Erstschwellenwert von 3% erlaube.<sup>99</sup> Eine dementsprechende Regelung wäre wohl tatsächlich im Interesse zahlreicher Anleger gewesen. Allerdings zeichnete sich die Verschärfung der Meldepflicht seit Monaten ab. Zudem musste seit Anfang Oktober, aufgrund der Publikation des E-BEHV-EBK vom 27. September 2007, mit einer kurzen Übergangsfrist<sup>100</sup> und dem Fehlen weiterer Übergangsbestimmungen gerechnet werden. Ein Anleger, der eine Meldung aufgrund des neuen und tieferen Erstschwellenwertes vermeiden wollte, hätte somit durchaus über genügend Zeit verfügt, seine Beteiligung rechtzeitig bis zum 1. Dezember 2007 unter 3% abzubauen.

## V. Geplante Änderungen in der Börsenverordnung-EBK im Jahre 2008

### A. Wertpapierleihe (sog. Securities Lending)

Im Zuge der Revision wurde ein Weg gesucht, die Wertpapierleihe – vor allem zwecks Offenlegung der wirtschaftlichen Interessen – transparenter zu machen. Die EBK schlug vor, dass die Wertpapierleihe und vergleichbare Geschäfte (z.B. Repo) immer meldepflichtig sein sollten. Die Meldepflicht obliege dabei demjenigen, der über die Stimmrechte verfügt, ob ausübbar oder nicht.<sup>101</sup> Infolge der kontroversen Stellungnahmen, welche der Vorschlag der EBK hervorrief, wurde dieses Vorhaben jedoch auf das laufende Jahr 2008 verschoben, weshalb Art. 12 BEHV-EBK weiterhin unverändert gilt. Im Rahmen

der Anhörung diskutiert wurde insbesondere, ob die Meldepflicht an das Stimmrecht geknüpft werden sollte und wenn ja, ob dabei auf die vertragliche Regelung oder auf den Willen, das Stimmrecht auszuüben, abzustellen wäre. Unseres Erachtens ist es richtig, die Wertpapierleihe generell für meldepflichtig zu erklären. Dabei sollte aber nicht an das Stimmrecht angeknüpft werden. Vielmehr sollten sowohl der Borger als auch der Leihgeber meldepflichtig sein. Dies hätte zur Konsequenz, dass die Wertpapierleihe nicht als – unter Umständen verwirrlicher – Sonderfall gehandhabt werden müsste, sondern entsprechend der im Übrigen geltenden Grundsätze zu melden wäre. Zur Umsetzung dieses Vorschlages würde die alleinige Aufhebung von Art. 12 BEHV-EBK genügen, da die Wertpapierleihe, welche ja Erwerbs- und Veräusserungspositionen vermittelt, infolge der Revision bereits als meldepflichtig erfasst würde. Eine explizite Regelung in der BEHV-EBK könnte allenfalls der Klarstellung dienen. Würde Art. 12 BEHV-EBK aufgehoben, ergäbe sich gemäß der seit Dezember geltenden Regelung Folgendes: Der Borger und der Leihgeber müssten jeweils den Anstieg bzw. das Absinken der Aktien melden, sofern der Stimmrechtsanteil der Aktien allein oder des Erwerbstopfes insgesamt einen Schwellenwert erreicht, über- oder unterschreitet (vgl. Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und 3 lit. a sowie Art. 14 lit. d BEHV-EBK). Der Rückübertragungsanspruch des Leihgebers auf die entliehenen Aktien stellt in Bezug auf den Leihgeber eine Erwerbs- und bezüglich des Borgers eine Veräusserungsposition dar. Die Erwerbsposition des Leihgebers kommt dabei einer Long-Call-Option gleich, während die Veräusserungsposition des Borgers einer Short-Call-Option entspricht. Daraus kann sich jeweils eine Meldepflicht ergeben, wenn der Erwerbs- bzw. der Veräusserungstopf einen Schwellenwert tangiert (vgl. Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und 3 lit. a und b BEHV-EBK). Nicht zu vergessen ist, dass auch im Zeitpunkt der Rückübertragung die Veränderungen in den Aktienpositionen und dem Erwerbs- bzw. Veräusserungstopf von Borger bzw. Leihgeber bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes zu melden sind.<sup>102</sup>

<sup>99</sup> Vgl. bspw. *Robert Bernet/Andreas Textor* (Fn. 97).

<sup>100</sup> Damals wurde sogar lediglich eine Übergangsfrist bis zum 31. Januar 2008 vorgeschlagen, vgl. Entwurf BEHV-EBK vom 27. September 2007, 8.

<sup>101</sup> Vgl. Entwurf BEHV-EBK vom 27. September 2007, 3; Erläuterungsbericht EBK für Anhörung vom 27. September 2007, 3.

<sup>102</sup> Vgl. Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 und 3 lit. a und b sowie Art. 14 lit. d BEHV-EBK.

Hinzuzufügen ist, dass die Wertpapierleihe bereits erheblich transparenter geworden ist, da aufgrund des revidierten Art. 17 Abs. 1 lit. a<sup>bis</sup> BEHV-EBK der die Meldepflicht auslösende Sachverhalt mitzumelden ist.

## B. Finanzinstrumente

Im Rahmen der zweiten Teilrevision ist es nicht gelungen, die neu der Meldepflicht unterstellten Finanzinstrumente näher zu konkretisieren.<sup>103</sup> Dies kommt angesichts der Vielfalt von Finanzinstrumenten und deren ständiger Weiterentwicklung sowie der damit verbundenen Schwierigkeit, die meldepflichtigen Finanzinstrumente griffig zu erfassen, nicht vollständig überraschend. Auch erschweren die von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG aufgestellten Beschränkungen eine gesetzeskonforme Konkretisierung der meldepflichtigen Finanzinstrumente. Dennoch ist es unbefriedigend, dass sich die von der Meldepflicht betroffenen Kreise mit dem Verweis in Art. 13 Abs. 1<sup>ter</sup> BEHV-EBK auf Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG begnügen müssen, bis eine Konkretisierung gefunden wird. So ist weitgehend unklar, welche Finanzinstrumente nun konkret meldepflichtig sind<sup>104</sup> und wie diese mit Blick auf die eingeführte «Zwei-Topf-Lösung» korrekt zu melden sind. Vorgeschlagen hatte die EBK eine Aufgliederung der Finanzinstrumente und eine Zuordnung deren Erwerbs- und Veräusserungspositionen in den jeweils entsprechenden Topf.<sup>105</sup> In der Anhörung wurden jedoch ernsthafte Bedenken an der Praktikabilität dieses Ansatzes geäußert. Was die Banken betrifft, ist aber davon auszugehen, dass die Meldepflicht durchaus umsetzbar ist, wenn auch mit enormem Aufwand aufgrund beispielsweise des dynamischen Hedgings. Für Private hingegen kann die Aufgliederung sehr anspruchsvoll sein. Allerdings ist zu bedenken, dass der durchschnittliche private Anleger so diversifiziert anlegt, dass er kaum je die Erstschwelle von 3% tangiert. Infolge der ungeklärten

Fragen herrscht zurzeit eine allgemeine Unsicherheit bezüglich der korrekten Erfüllung der Meldepflicht von Finanzinstrumenten. Für die Meldepflichtigen ist dieser Zustand umso beunruhigender, als bei Verletzung der Meldepflicht, wie gezeigt, substantielle Sanktionen wie die neue Stimmrechtssuspendierung drohen. Zumindest bis zur Konkretisierung der Meldepflicht von Finanzinstrumenten durch die EBK wäre die Sanktionierung unverhältnismässig, solange sich der Meldepflichtige nachweislich redlich und nachvollziehbar bemüht hat, seiner Offenlegungspflicht nachzukommen.

## VI. Fazit

Die revidierten Bestimmungen des Offenlegungsrechts werfen eine Reihe nicht leicht zu beantwortender Fragen auf. Nach der hier vertretenen Auffassung, ist Art. 20 BEHG wie folgt auszulegen: Eine Meldepflicht besteht einerseits für den Erwerb und die Veräusserung von Aktien sowie den Erwerb und die Veräusserung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten mit Realerfüllung (Abs. 1). Andererseits untersteht der Erwerb von Finanzinstrumenten mit Barausgleich (Cash Settlement), die es erlauben, Aktien zu erwerben, der Meldepflicht, sofern er im Hinblick auf eine Übernahme erfolgt (Abs. 2<sup>bis</sup>). Soweit die Bestimmungen der BEHV-EBK eine weiter gehende Offenlegungspflicht statuieren, fehlt ihnen eine gesetzliche Grundlage. Die Stimmrechtssuspendierung nach Abs. 4<sup>bis</sup> kann als Sanktion nur bei einer vorsätzlichen Meldepflichtverletzung verhängt werden. Mit Bezug auf die Offenlegungspflicht für Finanzinstrumente bleibt abzuwarten, welche Konkretisierungen die EBK in ihren Ausführungsbestimmungen vornehmen wird. Insbesondere sollte klar gestellt werden, welche Finanzinstrumente konkret meldepflichtig sind und wie diese mit Blick auf die neu eingeführte «Zwei-Topf-Lösung» korrekt zu melden sind.

<sup>103</sup> Das Parlament rechnete allerdings mit einer Konkretisierung der meldepflichtigen Finanzinstrumente durch die EBK. In den Voten wurde ausdrücklich betont, dass der neue Abs. 2<sup>bis</sup> von Art. 20 BEHG, welcher Finanzinstrumente der Meldepflicht unterstellt, ohne Konkretisierung nicht justiziabel sei (vgl. oben II.B).

<sup>104</sup> Vgl. oben II.B.

<sup>105</sup> Vgl. Entwurf BEHV-EBK vom 27. September 2007, 4; Erläuterungsbericht EBK für Anhörung vom 27. September 2007, 5.