

Rechtsschutz bei Dekotierungen von der Börse SIX Swiss Exchange

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts BGE 137 III 37 (BGer 4A_533/2010 vom 1. Dezember 2010) i.S. SIX Swiss Exchange AG (Beschwerdeführerin) gegen A. (Beschwerdegegner)

Mit Bemerkungen von lic. iur. oec. Matthias Maurer
und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, Universität Zürich*

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt und Prozessgeschichte**
- II. Erwägungen der Gerichte**
 - 1. Erwägungen des Obergerichts**
 - 2. Erwägungen des Bundesgerichts**
- III. Bemerkungen**
 - 1. Rechtsnatur der Börsenreglemente**
 - 1.1 Hoheitlich erlassener Rechtssatz oder privat-autonome Satzung
 - 1.1.1 Stand in Lehre und Rechtsprechung
 - 1.1.2 Stellungnahme
 - 1.2 Privat-, öffentlich- oder strafrechtlicher Normgehalt
 - 1.3 Privatrechtliches und öffentlich-rechtliches Handeln der Börse
 - 1.3.1 Allgemein
 - 1.3.2 Kotierung und Dekotierung
 - 2. Beschwerdeinstanz**
 - 2.1 Rechtsnatur von Beschwerdeinstanz und Verfahren
 - 2.2 Prozessvoraussetzung
 - 2.3 Legitimation
 - 3. Zivilklage**
 - 3.1 Emittent
 - 3.2 Anleger
 - 3.2.1 Allgemein
 - 3.2.2 Dekotierung
 - 4. Schiedsgericht**
 - 4.1 Schiedsvereinbarung
 - 4.1.1 Formelle Voraussetzungen
 - 4.1.2 Emittent
 - 4.1.3 Nicht zugelassener Emittent
 - 4.1.4 Anleger
 - 4.2 Schiedsfähigkeit
 - 5. Öffentlich-rechtlicher Rechtsschutz**
 - 5.1 Rechtsmittel
 - 5.1.1 Legitimation
 - 5.1.2 Frist
 - 5.2 Rechtsbehelf
 - 6. Schlussbemerkung**

I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

Die SIX Swiss Exchange AG, Zürich [«SIX»], bewilligte am 7. Mai 2009 das Gesuch um Dekotierung der X AG. Gegen diesen Entscheid erhob A, ein Aktionär, der mit über 3% des ausgegebenen Aktienkapitals an der X AG beteiligt war, eine Beschwerde an die Beschwerdeinstanz der SIX. Die Beschwerde wurde mit Entscheid vom 31. August 2009 abgewie-

sen. Als Rechtsmittelinstanz wurde das in Art. 6.3 der damals geltenden Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SIX verankerte Schiedsgericht [«SIX-Schiedsgericht»] genannt. In der Folge leitete A ein Schiedsverfahren beim SIX-Schiedsgericht ein. Die SIX bestritt die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts und weigerte sich, eine Schiedsvereinbarung zu unterzeichnen oder sich auf das Verfahren einzulassen. Entsprechend beschränkte das SIX-Schiedsgericht das Verfahren zunächst auf die Frage seiner Zuständigkeit. Mit Zwischenentscheid vom 11. März 2010 bestätigte das SIX-Schiedsgericht diese.

Gegen diesen Zwischenentscheid erhob die SIX am 12. April 2010 erfolglos Nichtigkeitsbeschwerde beim Obergericht des Kantons Zürich, das aufgrund von Art. 3 lit. f des Konkordats vom 27. März 1969 über die Schiedsgerichtsbarkeit [«KSG»] als Rechtsmittelinstanz zuständig war. Schliesslich gelangte die SIX mit Beschwerde in Zivilsachen ans Bundesgericht. Dieses hiess die Beschwerde gut.

II. Erwägungen der Gerichte

1. Erwägungen des Obergerichts

In einem ersten Schritt stellte das Obergericht fest, dass die Schlussfolgerung des SIX-Schiedsgerichts, das Kotierungsreglement [«KR»] sei öffentlich-rechtlicher Natur und weise zumindest mit Blick auf die Dekotierung Rechtssatzcharakter auf, vertretbar sei. Das KR sei durch die SIX im Rahmen der ihr durch Art. 8 BEHG delegierten Rechtsetzungskompetenz erlassen worden. Denn Art. 8 BEHG berechtige und verpflichte Börsen, Vorschriften über die Kotierung bzw. Dekotierung, namentlich Voraussetzungen und Verfahren, zu erlassen. Zudem müssten die Vorschriften durch die FINMA genehmigt werden, um Geltung zu erlangen. Schliesslich werde ihre Anwendung durch die FINMA überwacht. Das Obergericht kam darum zum Ergebnis, das SIX-Schiedsgericht sei durch Bundesrecht vorgesehen. Da das KR als Norm des Bundesrechts zu betrachten sei, sei das KSG nur subsidiär anwendbar.

In einem zweiten Schritt prüfte das Obergericht, ob auch ein Aktionär eines von der SIX dekotierten Unternehmens gegen einen Entscheid der Beschwerdeinstanz das SIX-Schiedsgericht anrufen könne. Nach grammatikalischer, systematischer und teleolo-

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

gischer Auslegung des Art. 62 Abs. 2 KR¹ kam es zum Schluss, dass sich nicht nur Emittenten, sondern durchaus auch Aktionäre auf diese Bestimmung berufen könnten. Als Spezialbestimmung des Börsenrechts sei Art. 62 KR im vorliegenden Fall anwendbar und ginge den allgemeinen Bestimmungen des KSG vor. Der Aktionär könne sich auf Art. 62 KR berufen. Einer schriftlichen Schiedsabrede im Sinne von Art. 4 und Art. 6 KSG zwischen Aktionär und SIX bedürfe es nicht.

Im Ergebnis bestätigte das Obergericht die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts im vorliegenden Fall.

2. Erwägungen des Bundesgerichts

Das Bundesgericht prüfte zunächst, ob im vorliegenden Fall die Voraussetzungen der Gesetzesdelegation gegeben seien, da die SIX vor Bundesgericht namentlich eine Verletzung von Art. 164 BV und Art. 8 f. BEHG rügte. Die Vorinstanzen hatten die Befugnis der SIX zur Festlegung der Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts in Verfahren betreffend Kotierung und Dekotierung aus Art. 8 BEHG hergeleitet. Das Bundesgericht bezweifelte nicht, dass Art. 8 BEHG der Börse die Kompetenz zum Erlass eines Reglements über die Zulassung von Effekten zum Handel verleiht. Es hielt aber fest, dass Art. 9 BEHG der Kompetenz der Börse eine Grenze setze: In Art. 9 Abs. 3 BEHG heisst es, dass nach Durchführung des internen Beschwerdeverfahrens die Klage beim Zivilrichter offensteht. Darum läge es ausserhalb der Rechtsetzungskompetenz der SIX, die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts gegenüber jedermann und unabhängig von einer spezifischen Schiedsvereinbarung vorzusehen. Das Gericht betonte, dass dieses Ergebnis unabhängig von der rechtlichen Qualifikation des Kotierungsreglements sei. Unabhängig davon, ob man es dem Privatrecht oder dem öffentlichen Recht zuordne, müsse die gesetzliche Schranke von Art. 9 Abs. 3 BEHG beachtet werden.

Im Folgenden ging das Bundesgericht der Frage nach, ob im vorliegenden Fall eine Schiedsabrede im Sinne von Art. 6 KSG vorliege. Das Gericht verschloss sich dem durch A vorgebrachten Argument, ein Anleger an der Börse schliesse mit dieser eine Schiedsvereinbarung im Sinne von Art. 6 Abs. 2 KSG, sobald er Aktien über die Börse erwerbe. Eine Analogie zum Beitritt zu einer juristischen Person, in deren Statuten eine Schiedsklausel figuriere, lasse sich nicht ziehen. Denn vorliegend – so das Bundesgericht – stehe der Aktionär A nicht in einem Mitgliedschaftsverhältnis zur Börse SIX. Auch dem Argument, die Schiedsklausel im KR sei eine stehende Offerte der SIX, welche die Gegenseite jederzeit annehmen könne, folgte das Gericht nicht. Die Konstruktion des Abschlusses einer Schiedsvereinbarung im Sinne von Art. 6 Abs. 1 KSG auf diesem Weg scheitere nicht zuletzt an der Beachtung der Schriftform. Schliesslich verlange die Schriftform die eigenhändige Unterschrift der zeichnungsberechtigten Personen beider Parteien.

Auch der Versuch des Aktionärs A, aus der unzutreffenden Rechtsmittelbelehrung der internen Beschwerdeinstanz die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts abzuleiten, scheiterte. Obgleich die interne Beschwerdeinstanz die Klage vor dem SIX-Schiedsgericht als Rechtsmittel angezeigt hatte, hatte Aktionär A versucht, mit der SIX eine Schiedsvereinbarung zu schliessen. Aus diesem Verhalten zog das Bundesgericht den Schluss, dass im vorliegenden Fall durch die unzutreffende Rechtsmittelbelehrung keine berechtigten Erwartungen geweckt worden waren.

Im Ergebnis hiess das Bundesgericht die Beschwerde in Zivilsachen gut. Es hielt fest, dass sich die Kompetenz des SIX-Schiedsgerichts weder auf den Rechtssatzcharakter des Art. 62 KR noch auf eine Schiedsvereinbarung im Sinne von Art. 6 KSG stützen lasse. Vielmehr sei gemäss Art. 9 Abs. 3 BEHG im vorliegenden Fall der Zivilrichter zuständig.

III. Bemerkungen

1. Rechtsnatur der Börsenreglemente

Bei der Beurteilung der Rechtsnatur der Börsenreglemente sind zwei Fragen zu trennen. Primär stellt sich die Frage, ob die Reglemente hoheitlich erlas-

¹ Wortlaut des Absatzes: «Entscheide und Vorentscheide des Regulatory Board können innert 20 Börsentagen nach Zustellung oder Veröffentlichung an die Beschwerdeinstanz weitergezogen werden. Die Entscheidungen der Beschwerdeinstanz können ihrerseits innert 20 Börsentagen an das Schiedsgericht der SIX Swiss Exchange weitergezogen werden.»

sene Rechtssätze oder privatautonome Satzungen darstellen. Qualifiziert man die Reglemente als hoheitlich erlassene Rechtssätze, so ist in einem zweiten Schritt zu beurteilen, ob die Normen privat-, öffentlich- oder strafrechtlicher Natur sind. Nimmt man hingegen an, es handle sich um privatautonome Satzungen, so liegt Privatrecht vor.

1.1 Hoheitlich erlassener Rechtssatz oder privatautonome Satzung

1.1.1 Stand in Lehre und Rechtsprechung

Beide Gerichte prüften in einem ersten Schritt, wie das Kotierungsreglement rechtlich zu qualifizieren sei. Während das Obergericht die Normen des Kotierungsreglements als hoheitlich erlassenen Rechtssatz betrachtete, begnügte sich das Bundesgericht mit einer Zusammenstellung der divergierenden Lehrmeinungen.

Die rechtliche Einordnung der Reglemente der Börse ist bis heute umstritten. Hintergrund der Einordnungsschwierigkeit ist, dass die Reglemente Ausdruck einer Regulierungsform im Spannungsfeld zwischen Privat- und Verwaltungsrecht sind: der Selbstregulierung. Selbstregulierung bedeutet, dass Privaten in einem sie betreffenden Rechtsgebiet die Regulierung² oder Aufsicht übertragen wird.³ Im Bereich des Börsenrechts wurde eine staatlich gesteuerte Form der Selbstregulierung gewählt.⁴ Neben Aufsichts- werden der Börse auch Regulierungskompetenzen übertragen. Während das Börsengesetz [«BEHG»] nur die Rahmenbedingungen definiert, wird die Konkretisierung und Umsetzung der Vorschriften den Börsen überlassen.⁵ Der Aufbau eines

ausreichenden Selbstregulierungssystems ist Voraussetzung für die Bewilligung zum Betrieb einer Börse (Art. 3 Abs. 2 lit. a BEHG). Die FINMA kontrolliert auf diesem Weg präventiv, ob die durch die Börsen konzipierten Reglemente die Erfüllung der gesetzlichen Pflichten gewährleisten. Sofern die Bewilligung erteilt wird, überwacht die Börse die Einhaltung der genehmigten Reglemente.

Für die Qualifikation der Börsenreglemente als hoheitlich erlassene Rechtssätze werden in der Lehre folgende Argumente vorgebracht:⁶

Selbstregulierung impliziert, dass eine öffentliche Aufgabe durch die Regulierten selbst erfüllt wird. Schweizer Börsen regulierten und überwachten den an ihnen getätigten Handel und sanktionierten Verstösse.⁷ Dadurch nahmen die Börsen eine durch das Bundesgesetz statuierte öffentliche Aufgabe wahr: die Aufrechterhaltung eines funktionierenden und transparenten Marktes.⁸ Darüber hinaus wird dem Genehmigungsentscheid der FINMA (vgl. Art. 4 Abs. 2 BEHG) Bedeutung für die Charakterisierung der Reglemente beigemessen. Die konstitutive Wirkung der Genehmigung spreche für ein hoheitlich erlassenes Regelwerk. Auch die Verpflichtung der Börse zur Gleichbehandlung der Emittenten (Art. 8 Abs. 4 BEHG) sowie der daraus resultierende Kontrahierungszwang werden als Argument angeführt. Schliesslich sprächen die Oberaufsicht der FINMA über die Börsen, die erhebliche Aussenwirkung der

thias Kuster, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. II, Zürich 2004, 89.

⁶ Für diese Qualifikation: *Heinrich Henckel von Donnersmarck*, Die Kotierung von Effekten, Diss. Freiburg 1997, 129, 147 f.; *Dieter Zobl/Stefan Kramer*, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, § 2 N 138; *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 N 16; *Christoph B. Bühler*, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009, N 1046–1049; *Rolf Watter/Paula Reichenberg*, La responsabilité des sociétés cotées en bourse liée à leurs communications financières défailtantes, AJP 2005, 969–985, 981; *Peter Ch. Hsu*, Ad-hoc-Publizität, Diss. Zürich 2000, 274; *Martin Taufer*, Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift, AJP 2000, 1127; *Andreas Rötheli/Jacques Iffland*, La décoration, SZW 2004, 305–322, 309; wohl auch *Müller* (Fn. 4), § 6 N 38; *Felix M. Huber/Peter Hodell/Christopher Gierow*, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Art. 3 KR N 2.

⁷ Vgl. Entscheid der Sanktionskommission der SIX Swiss Exchange, SaKo-RLE I/09, 3.

⁸ *Rolf Watter/Dieter Dubs*, Bedeutung und Zukunft der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, ST 2005, 743–750, 746;

² Dies wird als «normative Selbstregulierung» bezeichnet. Vgl. *Christian Heierli*, Das Konzept der Selbstregulierung im GwG. Rechtliche Grundlagen und Mängel bei der praktischen Umsetzung, GesKR 2010, 38–53, 39.

³ Vgl. *Heierli* (Fn. 2), 39.

⁴ *Markus Ruffner*, Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen, in: *Christian J. Meier-Schatz* (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 7–56, 20; *Arnold Marti*, Ende des staatlichen Rechtsetzungsmonopols?, AJP 2002, 1154–1162, 1158; *Georg Müller*, Elemente einer Rechtsetzungslehre, Zürich 2006, § 6 N 42. Zur Terminologie: EBK-Bericht Selbstregulierung, Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor, Juli 2007, <www.finma.ch>, 10 f.

⁵ Vgl. *Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl., Zürich 2006, N 1889; *Ruffner* (Fn. 4), 20; *Manfred Küng/Felix M. Huber/Mat-*

Reglemente sowie der einseitige Erlass der Reglemente durch die Börse gemäss einem Teil der Lehre für den Rechtsnormcharakter der Bestimmungen.⁹

Die folgenden Argumente werden in der Lehre für die Qualifikation der Börsenreglemente als privat-autonome Satzungen angeführt:¹⁰

Erstens verweisen Vertreter dieser Ansicht auf die stände- und nationalrätlichen Beratungen in den Jahren 1993 und 1994. Im Parlament wurde die Verfügungskompetenz der Börse gestrichen.¹¹ Die Zulassung zur Börse sollte ein privatrechtlicher Akt sein. Zweitens wird betont, Art. 9 Abs. 3 BEHG sehe vor, dass nach Durchführung des Beschwerdeverfahrens Klage beim Zivilrichter erhoben werden könne. Die Zuständigkeit des Zivilrichters, die ebenfalls in den parlamentarischen Beratungen in den Gesetzestext einfluss, spreche für die privatrechtliche Natur der Börsenreglemente.¹² Drittens wird argumentiert, in der Schweiz gebe es weder ein Börsenmonopol noch einen Börsenzwang. Jede Privatperson könne eine eigene Börse gründen, zwischen der Kotierung oder dem Handel an unterschiedlichen Börsen wählen oder auf eine Kotierung oder den Handel an einer Börse verzichten. Kein Emittent oder Händler, der nicht einer Börse beitrete, müsse die Vorschriften der Börse beachten.

Das Bundesgericht hat sich mit der Frage, ob die Börsenreglemente hoheitlich erlassene Rechtssätze oder privatautonome Satzungen sind, bisher nicht eingehend auseinandergesetzt. Einzig in BGE 133 III

221 wurde das Bundesgericht bisher mit dieser Frage konfrontiert. Es stellte fest, dass die Vorschriften der Börse, selbst wenn sie auf Vertragsrecht beruhen würden, eine normative Funktion hätten.¹³ Diese Ausführungen erlauben keine eindeutige Zuordnung.¹⁴ Doch streicht das Bundesgericht hervor, dass die Bestimmungen der Börsenreglemente über das Vertragsverhältnis hinaus Wirkung entfalten.

1.1.2 Stellungnahme

Die Regelung des Börsenwesens ist eine öffentliche Aufgabe (vgl. Art. 98 BV).¹⁵ Im Bereich des Börsenrechts war es Ziel des Gesetzgebers, Privaten einen grosszügigen Rahmen zum Betrieb von Börsen zu bieten.¹⁶ Darum werden die Konturen des Börsenrechts in den Art. 3–9 BEHG nur grob skizziert. Bewilligungsvoraussetzung sind etwa die Gleichbehandlung der Emittenten, der Erlass von Reglementen, die Sanktionierung von Verstössen oder auch die Schaffung gewisser Instanzen und Rechtsmittel. Die konkrete Ausgestaltung der Organisation des Handels, der Kotierungsanforderungen, der Transparenz, der Durchsetzung, der Sanktionierung sowie der Verfahren wurde den Börsen überlassen.¹⁷ Als Gegengewicht zur weitgehenden Autonomie in der Ausgestaltung des Börsenrechts wurde der FINMA die Obergrenze wie auch die Genehmigungs- und Bewilligungskompetenz zugeordnet.¹⁸ So kann die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht sicherstellen, dass die Reglemente die Funktionsfähigkeit, die Transparenz und die Gleichbehandlung der Anleger und der Emittenten (vgl. Art. 1 BEHG, Art. 13 Abs. 1 BEHV) gewährleisten. Die Genehmigung der Reglemente durch die FINMA hat konstitutive Wirkung.

Konsequenz ist, dass sich der Gesetzgeber im Börsenrecht mit einer geringen Regulierungstiefe begnügt hat. Im Vergleich beispielsweise zur Selbstregulierung im Bereich des Geldwäschereigesetzes hat er sich bei Erlass des BEHG auf Minimalvorgaben

⁹ Vgl. Zusammenstellung bei BSK-Daniel Daeniker/Stefan Waller, Art. 4 BEHG N 12.

¹⁰ Für diese Qualifikation: Ruffner (Fn. 4), 55; Häfelin/Müller/Uhlmann (Fn. 5), N 1889; BSK-Daeniker/Waller, Art. 4 BEHG N 1, 8, 13; Rolf H. Weber, Börsenrecht, Zürich 2001, Art. 4 BEHG N 8; Rolf H. Weber/Jean-Marc Schaller, Rechtliche Aspekte der Selbstkotierung einer Börsen-AG, SJZ 99 (2003), 371 f.; Marti (Fn. 4), 1158; Matthias Kuster, Zur Rechtsnatur der Sanktionsentscheide von Selbstregulierungsorganisationen und der Schweizer Börse, AJP 2005, 1502–1508, 1504; Benedikt Maurenbrecher/Stefan Waller, Prospekthaftung und strukturierte Produkte, in: Thomas Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IV, Europa Institut Zürich, Bd. 98, Zürich 2008, 55–103, 76; BSK-Peter Widmer/Dieter Gerike/Stefan Waller, Art. 754 OR N 30a.

¹¹ Amtl. Bulletin SR 1993, 1003 f., Amtl. Bulletin NR 1994, 1061 f.

¹² Vgl. Ruffner (Fn. 4), 55; Weber/Schaller (Fn. 10), 371; Weber (Fn. 10), Art. 4 BEHG N 8. Auch die Zuständigkeit des Zivilrichters wurde in den stände- und nationalrätlichen Beratungen in den Gesetzestext aufgenommen.

¹³ BGE 133 III 221, 226 (Pra 96 [2007] Nr. 127, 883–890, 888).

¹⁴ Gl.M. BSK-Daeniker/Waller, Art. 4 BEHG N 11.

¹⁵ Vgl. Watter/Dubs (Fn. 8), 746.

¹⁶ Vgl. EBK-Bericht Selbstregulierung (Fn. 4), 11; Ruffner (Fn. 4), 19; Sabine Kilgus, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich 2007, N 198.

¹⁷ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993, 1369–1462, 1382.

¹⁸ Botschaft (Fn. 17), 1382.

beschränkt.¹⁹ Auf eine tiefer gehende Regelung in einer Verordnung wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens verzichtet, obgleich der Entwurf des Bundesrates noch eine Verordnungskompetenz des Bundesrates vorgesehen hatte.²⁰ Der Gesetzgeber folgte der Überzeugung, dass aufgrund der Komplexität des Betriebes einer Börse die Regulierung in diesem Bereich zum grössten Teil den Börsen überlassen werden sollte. Dank Fachwissen und Nähe zum Markt seien die Börsen am besten in der Lage, diesen sich schnell wandelnden Bereich fachgerecht zu ordnen.²¹

Die weitgehend autonome Schaffung einer grossen Anzahl von Regelungen durch die Börse, welche das öffentliche Interesse des Anlegerschutzes, der Funktionsfähigkeit, der Transparenz und der Gleichbehandlung verfolgen, sprechen für die Rechtsatzqualität der Börsenreglemente. So erfahren bedeutende Transparenzanforderungen wie die Ad-hoc-Publizität oder die Offenlegung von Management-Transaktionen nur in Börsenreglementen eine Regelung.²² Die Vorgaben im BEHG sind zu abstrakt, als dass sich derartige Pflichten direkt aus dem Gesetz ableiten liessen. Die Reglemente sind durch das Gesetz kaum vorausbestimmt. Angelehnt an die Terminologie bei der Qualifikation von Verordnungen,²³ kann man die Börsenreglemente als «gesetzesvertretend» bezeichnen. Nichtsdestoweniger erfolgt ihr Erlass aber in direkter Ausführung der Zielsetzungen des BEHG.

Zudem betrifft die Regelung im Börsenbereich, die den Börsen überlassen wird, nicht allein das Verhältnis zwischen Börse und Emittenten. Reglemente haben nicht bloss relative Wirkung.²⁴ Sie gestalten die Bedingungen des Handels der Anleger mit Wertpapieren an der Börse. In der Börsengesetzgebung standen von Anfang an die Anleger im Zentrum. Vor

allem ihnen kommt die Erfüllung der Pflichten in den Börsenreglementen durch Emittent und Börse zugute (vgl. Ad-hoc-Publizität).²⁵ Durch bestimmte Vorgänge an der Börse, wie beispielsweise eine Dekotierung, sind sie stärker betroffen als ein Emittent und seine Organe.²⁶ Ihr Schutz wurde in der Botschaft zum BEHG als Hauptzweck dieses Gesetzes bezeichnet.²⁷ Zieht man zudem in Betracht, dass grundsätzlich jedermann ein zumindest potenzieller Anleger ist,²⁸ so kommt man zum Schluss, dass die Bestimmungen der Börsenreglemente Wirkung gegenüber jedermann (*heteronome Wirkung*) entfalten. Dies unterscheidet die Börse und ihre Reglemente von einem Verein und seinen Satzungen. Vereinsatzungen entfalten nur Wirkung für die Mitglieder, Börsenreglemente über die Emittenten hinaus für Anleger.²⁹ Zwischen Mitgliedern und Verein besteht eine Vertragsbeziehung, zwischen Börse und Anlegern aber nicht. Die Regulierung der Börse erfolgt damit in Erfüllung eines hoheitlichen Rechtsetzungsauftrages. Ein Bereich, der potenziell jedermann betrifft, wird im öffentlichen Interesse durch die Börse reguliert.

Aufsicht und konstitutiver Genehmigungsentscheid der FINMA zeigen ebenfalls auf, dass im Rahmen dieser Ausgestaltung der gesteuerten Selbstregulierung Privaten die Regelung bestimmter Bereiche im öffentlichen Interesse übertragen wird. Denn durch diese Instrumente wird die Verfolgung des öffentlichen Zweckes sichergestellt.³⁰ Das Gesetz überträgt die Kompetenz zum Entscheid darüber, was Funktionsfähigkeit, Transparenz und Gleichbehandlung im Börsenrecht bedeuten, weitgehend der Börse. Mit ihren Genehmigungsentscheiden setzt die FINMA aber fest, welche Regelungen die Reglemente der Börsen aufweisen müssen. Nicht zuletzt aus diesem Grund stimmen Struktur, Themen und

¹⁹ Ruffner (Fn. 4), 20, der aus dem Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, März 1991, 18, zitiert, das BEHG sei ein Rahmengesetz mit «vergleichsweise bescheidener Regulierungsdichte».

²⁰ Botschaft (Fn. 17), 1383.

²¹ Botschaft (Fn. 17), 1383.

²² Vgl. Peter Nobel, Der Kernbestand des Börsengesetzes – Querbeziehungen zum Privatrecht, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 4/1995, Bern 1996, 97–108, 99.

²³ Häfelin/Müller/Uhlmann (Fn. 5), N 136.

²⁴ BGE 133 III 221, 226 (Pra 96 [2007] Nr. 127, 883–890, 888).

²⁵ Vgl. Henckel von Donnersmarck (Fn. 6), 147; Bühler (Fn. 6), N 1051; Weber (Fn. 10), Art. 4 BEHG N 10.

²⁶ Ruffner (Fn. 4), 54.

²⁷ Botschaft (Fn. 17), 1381; vgl. auch RPW 2007/4, 564; BSK-Rolf Watter; Art. 1 BEHG N 9.

²⁸ In der Botschaft (Fn. 17), 1382, wurde ausdrücklich festgehalten, dass auch die Interessen potenzieller Anleger zu schützen seien.

²⁹ Gl.M. Weber (Fn. 10), Art. 4 BEHG N 10.

³⁰ Gl.M. Böckli (Fn. 6), § 18 N 59. A.M. BSK-Daeniker/Waller; Art. 4 BEHG N 13.

Inhalte der Kotierungsreglemente der beiden Schweizer Börsen weitgehend überein.³¹

An der Qualifikation der Börsenreglemente als hoheitliche Erlasse ändert nichts, dass in der Schweiz weder ein Börsenzwang noch ein Börsenmonopol besteht. Selbstverständlich können Wertpapiere in der Schweiz auch ausserbörslich gehandelt werden. Der Handel über eine Börse erleichtert aber den Zugang zu Kapital, steigert die Handelbarkeit und damit den Wert der Wertpapiere. Börslicher und ausserbörslicher Handel sind darum keine Substitute. Auch ein Börsenmonopol besteht nicht. Grundsätzlich kann jede Person den Antrag auf eine Börsenbewilligung stellen. Neben der SIX gibt es auch eine zweite Börse in der Schweiz: die BX Berne eXchange. Doch liegt in der Schweiz ein Duopol vor, in dem die SIX mit einem Marktanteil von über 90% klar marktbeherrschend ist.³² Zieht man weiter in Betracht, dass sich das Unternehmen im Besitz von rund 150 nationalen und internationalen Finanzinstituten, die auch Nutzer der Dienstleistungen sind, befindet, dass diese Aktionäre zum Zweck der Langfristigkeit und Stabilität einen Aktionärbindungsvertrag geschlossen haben und dass die Aktien vinkuliert sind, so kommt die Marktsituation einem Monopol sehr nahe.³³ Nicht zuletzt aus diesem Grund müssen die Börsen, namentlich die SIX, die Gleichbehandlung der Emittenten und der Anleger sicherstellen (vgl. Art. 13 Abs. 2 BEHV).³⁴ Auch ist die Zuständigkeit des Zivilrichters (Art. 9 Abs. 3 BEHG) kein Indiz wider die Rechtsatzqualität der Börsenreglemente. Der Umstand, dass Rechtssätze privatrechtliche Normen oder Verweise auf einen Zivilrichter enthalten, ändert an der Rechtsnatur der Erlasse nichts: Diese bleiben hoheitlich erlassene Rechtssätze des Bundesrechts.³⁵

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass Börsenreglemente als hoheitlich erlassene Rechtssätze einzuordnen sind.³⁶

1.2 Privat-, öffentlich- oder strafrechtlicher Normgehalt

Die Einordnung der Reglemente als hoheitlich erlassene Rechtssätze bedeutet nicht, dass sämtliche Normen zwangsläufig öffentlich-rechtlicher Natur sind. Vielmehr muss für jede einzelne Norm der Börsenreglemente analysiert werden, ob sie privat-, öffentlich- oder strafrechtlicher Natur³⁷ oder Doppelnormen (z.B. Art. 11 BEHG³⁸ oder Art. 32 BEHG)³⁹ sind.

1.3 Privatrechtliches und öffentlich-rechtliches Handeln der Börse

1.3.1 Allgemein

Unabhängig von der Frage der Rechtsnatur der Börsenreglemente sind die Handlungen der Börse zu betrachten. Dabei ist es wichtig, die unterschiedlichen Funktionen der SIX auseinanderzuhalten. Die SIX ist gleichzeitig Regulierer und Regulierter:

Einerseits nimmt die SIX rechtsetzende und rechtsanwendende Funktionen wahr. Sie erlässt Reglemente, die alle Aspekte des Handels an der Börse ordnen. Diese Reglemente werden mit Genehmigung der FINMA rechtsverbindlich. Zudem sorgt sie für Aufsicht, Durchsetzung und Sanktionierung. Andererseits tritt die SIX gegenüber Emittenten als Dienstleisterin auf. Sie ist eine privatrechtlich organisierte Aktiengesellschaft, welche den Handel von Wertpapieren über eine Börse ermöglicht. Im Gegenzug müssen Emittenten Gebühren entrichten. In diesem Rechtsverhältnis geht es um einen Leistungsaustausch. Die SIX tritt in diesem Zusammenhang nicht hoheitlich auf.

Die Unterteilung zwischen rechtsetzender und -anwender einerseits sowie privatwirtschaftlicher Funktion andererseits hat die SIX organisatorisch umgesetzt: Das Regulatory Board amtiert als rechtsetzendes Organ und die SIX Exchange Regulation

privaten Rechts, die mit Verwaltungsaufgaben betraut sind, publiziert werden. Diese Publikation muss folglich noch nachgeholt werden.

³¹ Vgl. beispielsweise Art. 1 der Kotierungsreglemente der SIX und der BX. Vgl. hierzu auch *Böckli* (Fn. 6), § 18 N 59.

³² Vgl. RPW 2007/4, 573.

³³ Gl.M. *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 152.

³⁴ Vgl. RPW 2007/4, 564; BSK-Watter, Art. 1 BEHG N 9.

³⁵ Vgl. beispielsweise Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907.

³⁶ Die Börsenreglemente wurden bisher nicht in der Amtlichen Sammlung des Bundesrechts (AS) publiziert. Nach Art. 2 lit. e PublG müssten aber rechtsetzende Erlasse von Organisationen und Personen des öffentlichen oder des

³⁷ *Nina Reiser/Hans Caspar von der Crone*, Stimmrechtssuspendierung nach Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG – strafrechtliche Rechtsnatur mit verfahrensrechtlichen Konsequenzen, SZW 2009, 509–524, 524.

³⁸ BGE 133 III 97, 99.

³⁹ *Hans Caspar von der Crone/Eva Bilek/Matthias Hirschele*, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, 1–16, 6.

sowie die Rechtsprechungsinstanzen als rechtsanwendende Organe. Regulierte Börsen und damit privatwirtschaftliche Akteure sind neben der SIX Eurex Zürich AG und Scoach Schweiz AG.

1.3.2 Kotierung und Dekotierung

Kotierung und Dekotierung sind besondere Schritte, denn sie markieren Anfang und Ende des Handels mit Wertpapieren des Emittenten an der Börse. Unseres Erachtens kommt es bei Kotierung und Dekotierung sowohl zu einem Vertragsabschluss zwischen SIX und Emittent als auch zum Erlass einer Verfügung durch die SIX. In ihrer Funktion als Regulierer schliesst die Börse einen Vertrag, welcher durch beide Seiten unter bestimmten Voraussetzungen gekündigt werden kann. In ihrer Funktion als Regulierer erlässt sie eine Verfügung. Die Entscheide der SIX betreffend Kotierung und Dekotierung weisen eine Doppelnatur auf.

Mit der Kotierung verpflichtet sich die Börse einerseits, den Handel der Wertpapiere des Emittenten über ihre Plattformen zu ermöglichen. Der Emittent verpflichtet sich zur Einhaltung der Kotierungsvorschriften sowie zur Entrichtung der Gebühren (vgl. «Emittentenerklärung», Art. 45 KR).⁴⁰ Der Emittent auf der einen und die Börse auf der anderen Seite begründen vertraglich Rechte und Pflichten (*privatrechtliche Natur des Kotierungsentscheids*).⁴¹ Gleichzeitig prüft die Börse auf Gesuch des Emittenten hin, ob die in den Reglementen festgelegten Voraussetzungen erfüllt sind. Ist dies der Fall, muss die SIX den Emittenten zulassen.⁴² Sie ist in ihrer Entscheidung nicht frei, mit wem und wie sie kontrahieren möchte. Die Voraussetzungen ergeben sich aus hoheitlich erlassenen Rechtssätzen. Viele der anzuwendenden Rechtsnormen, wie beispielsweise die Verpflichtung zur Gleichbehandlung der Emittenten, sind öffentlich-rechtlicher Natur. Auf Gesuch hin entscheidet die Börse einseitig-hoheitlich. Rechte und Pflichten des Emittenten werden durch den Entscheid verbindlich festgelegt. Damit erfüllt der Kotierungsentscheid auch die Voraussetzungen des

materiellen Verfügungsbegriffs (*öffentlich-rechtliche Natur des Kotierungsentscheids*).⁴³

Parallel hierzu kann man die Dekotierung betrachten. Vertragsrechtlich können die SIX und der Emittent das Rechtsverhältnis unter gewissen Voraussetzungen kündigen. Hiermit üben sie ein vertragliches Gestaltungsrecht aus (*privatrechtliche Natur des Dekotierungsentscheids*). Gleichzeitig ist die SIX aber gehalten, nach Prüfung der Voraussetzungen einen Dekotierungsentscheid zu fällen, welcher wiederum die Voraussetzungen des materiellen Verfügungsbegriffs erfüllt. Es liegt in der Kompetenz der Börse, (allenfalls auf Gesuch hin) einseitig-hoheitlich einen Dekotierungsentscheid zu fällen. Ohne diesen Entscheid der Börse kann der Emittent seine Titel nicht dekotieren. Als Voraussetzung prüft die Börse namentlich die Wahrung der Interessen des Börsenhandels und der Anleger im Rahmen der Dekotierung. Dies zeigt auf, dass die Börse nicht eine rein private Willenserklärung abgibt. Sie verfolgt in ihrem Entscheid öffentliche Interessen. Bestimmungen öffentlich-rechtlicher Natur kommen zur Anwendung (*öffentlich-rechtliche Natur des Dekotierungsentscheids*).

Durch Kotierungs- und Dekotierungsentscheide ist aber nicht nur ein Emittent in seinen Rechten und Pflichten berührt. Gerade die Dekotierung tangiert die Interessen des Anlegers, namentlich sein individuelles Vermögen, in bedeutender Weise.⁴⁴ Art. 58 Abs. 1 Ziff. 1 KR unterstreicht dies, indem die Börse bei ihrem Dekotierungsentscheid ausdrücklich verpflichtet wird, die Interessen des Börsenhandels und der Anleger zu berücksichtigen. Die Dekotierung greift stark in die Gesellschaftsstruktur ein. Kauf und Verkauf von Anteilen ebenso wie der Zugang der Gesellschaft zu Kapital werden erheblich erschwert.⁴⁵ Die Anforderungen an Transparenz und Rechnungslegung sind für nicht kotierte Gesellschaften wesent-

⁴⁰ Vgl. auch Sanktionsentscheide SER-AHP-I/10, N 17; SER 2011-MP-I/11, N 12; SER-RLE-IV/10, N 10; GBZ/MP/1/2008, N 9.

⁴¹ Vgl. *Weber* (Fn. 10), Art. 8 BEHG N 27.

⁴² *Caroline Möhrle*, Delisting, Diss. Zürich 2006, N 87.

⁴³ Gl.M. *Henckel von Donnersmarck* (Fn. 6), 147 f.; *Bühler* (Fn. 6), N 1051. A.M. *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 135; *Weber* (Fn. 10), Art. 8 BEHG N 27. Darum unterzeichnen sowohl SIX Swiss Exchange als auch SIX Exchange Regulation die Zustimmungserklärung des Emittenten bei der Kotierung. Vgl. Zustimmungserklärung der SIX unter <http://www.six-exchange-regulation.com>.

⁴⁴ Gl.M. *Bühler* (Fn. 6), N 1051; *Ruffner* (Fn. 4), 56; *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 138.

⁴⁵ *Ruffner* (Fn. 4), 54.

lich geringer.⁴⁶ Der Wert der Anteile des Anlegers wird in den meisten Fällen sinken. Damit liegt ein Eingriff in die Eigentumsrechte des Anlegers vor.⁴⁷

Zudem sind die Interessen der Anleger des Emittenten bei einer Dekotierung nicht homogen.⁴⁸ In der Aktiengesellschaft wird der Entscheid zur Dekotierung durch den Verwaltungsrat getroffen. Die Mehrheitsaktionäre werden den Verwaltungsrat stellen und es darf angenommen werden, dass faktisch sie über eine Dekotierung entscheiden. Da sie die Gesellschaft beherrschen, hat für sie eine Dekotierung nicht die gleichen Auswirkungen wie für die Minderheitsaktionäre. Zur Illustration seien zwei Beispiele genannt:

Möchten Mehrheitsaktionäre einer kotierten Gesellschaft ihre Anteile verkaufen, müssen sie die Angebotspflicht (Art. 32 BEHG) und namentlich die Vorschriften zum Mindestpreis (Art. 32 Abs. 4 BEHG) und zur *Best Price Rule* (Art. 24 Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK) beachten. Jenseits der Börse kann die Kontrolle der Gesellschaft hingegen übertragen werden, ohne dass ein Kaufangebot an alle Aktionäre erfolgen muss. Die Mehrheitsaktionäre können beim Verkauf ihrer Anteile eine Kontrollprämie realisieren, ohne die Schutzbestimmungen zugunsten der weiteren Aktionäre beachten zu müssen. Insbesondere muss den Minderheitsaktionären kein Mindestpreis geboten werden. Käufer werden darum tendenziell bereit sein, Mehrheitsaktionären höhere Kontrollprämien zu entrichten. Der Wert von Minderheitsbeteiligungen sinkt im Gegenzug. Auch können die Mehrheitsaktionäre nach einer Dekotierung die Handelbarkeit der Aktien der ehemaligen Publikumsgesellschaft stärker einschränken (vgl. Art. 685 ff. OR). Dadurch kann einem Minderheitsaktionär der Ausstieg bedeutend erschwert werden. Weil die Mehrheitsaktionäre die Vinkulierung dank ihres Einflusses auf den Ver-

waltungsrat und ihres Stimmgewichts in der Generalversammlung häufig faktisch kontrollieren, können sie diese zudem wieder aufheben, wenn es ihnen opportun erscheint.⁴⁹ Ein Aktionär, der eine Aktie einer Publikumsgesellschaft an der Börse kauft, rechnet in aller Regel nicht mit derartigen Szenarien. Die Dekotierung ist mithin ein entscheidender Schritt, von dem die Aktionäre heterogen betroffen sein können.

Da Anleger in ihren Rechten und Pflichten durch Kotierungs- und Dekotierungsentscheide berührt sind, müssen sie als Parteien qualifiziert werden (vgl. Art. 6 VwVG). Verfügungen sind ihnen zu eröffnen. Damit richten sich die Verfügungen betreffend Kotierung und Dekotierung an einen grösseren, nicht individuell bestimmten Personenkreis. Sie können als generell-konkret qualifiziert werden (vgl. Allgemeinverfügungen). Mit ihrer amtlichen Publikation würde die 30-tägige Beschwerdefrist für Emittent und Anleger zu laufen beginnen.⁵⁰

2. Beschwerdeinstanz

2.1 Rechtsnatur von Beschwerdeinstanz und Verfahren

Art. 9 Abs. 1 BEHG bestimmt, dass Börsen «eine unabhängige Beschwerdeinstanz» einrichten, «welche bei Verweigerung der Zulassung eines Effekthändlers oder der Effektzulassung sowie bei Ausschluss eines Effekthändlers oder Widerruf der Effektzulassung angerufen werden kann». Die Organisation und das Verfahren dieser Instanz sind von der Börse zu regeln. Die SIX erfüllt diese Anforderung, indem sie Art. 62 Abs. 2 KR, Art. 8 des Handelsreglements und das Reglement über die Beschwerdeinstanz [«RBI»] erlassen und eine Beschwerdeinstanz bestellt hat.

Die Beschwerdeinstanz ist als rechtsanwendende Behörde dem hoheitlichen Bereich der SIX zuzuschlagen. Die SIX agiert an dieser Stelle als Regulierer.⁵¹ Die Beschwerdeinstanz erfüllt einen gesetzlich

⁴⁶ Markus Ruffner/Karel Kohlik, Einführung und Verortung neuer Schutzinstrumente beim freiwilligen Börsenrückzug, in: Robert Waldburger et al. (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Bern 2005, 613–649, 630.

⁴⁷ Küng/Huber/Kuster (Fn. 5), 139, sprechen in diesem Zusammenhang von wohlverworbenen Rechten.

⁴⁸ Vgl. Hans Caspar von der Crone, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997) 97 f.; Franziska Baechler/Hans Caspar von der Crone, Überprüfung von Generalversammlungsbeschlüssen, SZW 2009, 310–316, 312 f.

⁴⁹ Matthias Hirsche/Hans Caspar von der Crone, Vinkulierung und Stimmrechtsvertretung bei nicht börsenkotierten Gesellschaften, SZW 2008, 103–114, 111.

⁵⁰ Art. 36 lit. c und d VwVG i.V.m. Art. 50 Abs. 1 VwVG. Vgl. Felix Uhlmann, in: Bernhard Waldmann/Philippe Weissenberger (Hrsg.), Praxiskommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, Zürich 2009, Art. 36 VwVG N 6.

⁵¹ Vgl. vorne III.1.3.1.

übertragenen öffentlichen Auftrag und ist daher als Institution der öffentlich-rechtlichen Rechtspflege zu betrachten.⁵² Das RBI regelt das Verfahren. Subsidiär und sinngemäss werden die Bestimmungen des VwVG für anwendbar erklärt (Art. 5 Abs. 2 RBI). Ob im Rahmen des Verfahrens materielle privat- oder öffentlich-rechtliche Fragen erörtert werden, ist im Einzelfall zu beurteilen.

2.2 Prozessvoraussetzung

Das Bundesgericht hält fest, dass die Durchführung des Beschwerdeverfahrens Prozessvoraussetzung für die Anhebung eines Zivilprozesses ist.⁵³ Der im Gesetz und in den Reglementen vorgesehene Beschwerdeweg muss ausgeschöpft werden, bevor staatliche Gerichte angerufen werden können. Diese Lesart ist im Sinne des Gesetzgebers: Bei der Einführung der Bestimmung betreffend die Beschwerdeinstanz verfolgte der Ständerat das Ziel der Entlastung der staatlichen Gerichte.⁵⁴

2.3 Legitimation

Die Frage der Legitimation des Anlegers vor der Beschwerdeinstanz thematisierte das Bundesgericht nicht. Auch indirekt kann dem Urteil in dieser Hinsicht keine Aussage entnommen werden. Das Gericht kommt zwar zum Ergebnis, dass der Zivilrichter für die vorliegende Rechtsstreitigkeit zuständig sei.⁵⁵ Unklar bleibt jedoch, ob auch der Aktionär berechtigt und verpflichtet ist, vor Erhebung der Klage beim Zivilrichter den börseninternen Instanzenzug aususchöpfen.

Art. 6 Abs. 2 RBI spricht jedem, der Adressat eines Entscheides ist und ein schutzwürdiges Interesse an dessen Aufhebung oder Änderung hat, Beschwerdebefugnis zu. Insbesondere der Begriff des Adressaten ist auslegungsbedürftig.⁵⁶

Der bis zum 17. Oktober 2008 gültigen Fassung des Art. 1 des Reglements für die Beschwerdeinstanz [«aRBI»], die im vorliegenden Rechtsstreit noch anwendbar war, war keine Aussage zur Frage, wer zur Beschwerde legitimiert ist, zu entnehmen.⁵⁷ Es blieb unklar, ob Anleger zur Beschwerde legitimiert sind. Die Rechtsprechung der Beschwerdeinstanz war in dieser Frage uneinheitlich. Im vorliegenden Verfahren wurde dem Anleger Legitimation zuerkannt, in anderen Verfahren betreffend Dekotierung versagte die Beschwerdeinstanz Aktionären diese.⁵⁸

Hingegen ist die heute geltende Fassung des Art. 1 RBI im Hinblick auf den Kreis der Legitimierten aufschlussreich.⁵⁹ Gemäss diesem Artikel beurteilt die Beschwerdeinstanz nur noch Beschwerden von Emittenten gegen Entscheide der Sanktionskommission über die Sistierung des Handels und die Streichung der Kotierung (Dekotierung) bzw. von Emittenten, Sicherheitsgebern und anerkannten Vertretern gegen Entscheide und Vorentscheide des Regulatory Board (Art. 1 Abs. 1 lit. b und c RBI). Zur Beschwerde gegen Entscheide betreffend Dekotierung sind also Emittenten, Sicherheitsgeber und anerkannte Vertreter berechtigt. Dies gilt auch für nicht zugelassene Emittenten (vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHG). Vom Wortlaut der neuen Fassung des Art. 1 RBI nicht erfasst sind Anleger. Sie sind somit nicht zur Beschwerde legitimiert.⁶⁰

Die neue Fassung des RBI ist unseres Erachtens mit Art. 9 BEHG vereinbar.⁶¹ Der Einwand, das RBI

mung Dritten (namentlich Anlegern) ein Beschwerderecht verleiht.

⁵⁷ Wortlaut des Art. 1 aRBI: «Die Beschwerdeinstanz im Sinne des Börsengesetzes beurteilt

a) Beschwerden gegen Entscheide über Zulassung, Suspendierung und Ausschluss von Teilnehmern sowie Beschwerden gegen Zulassung, Suspendierung und Entzug der Registrierung von Händlern im Sinne der Allgemeinen Geschäftsbedingungen.

b) Beschwerden gegen Entscheide und Vorentscheide betreffend Kotierung sowie Entscheide betreffend Sistierung des Handels und Streichung der Kotierung (Dekotierung) im Sinne des Kotierungsreglements.»

⁵⁸ Nicht publizierte Entscheidung der SWX vom 31. Januar 2001 betreffend Dekotierung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, in: *Rötheli/Iffland* (Fn. 6), 308 f.

⁵⁹ Vgl. *Manuel Arroyo/Till Spillmann*, Art. 62 Abs. 2 des SIX-Kotierungsreglements vermag eine Schiedsvereinbarung nicht zu ersetzen, *GesKR* 2011, 245–251, 250.

⁶⁰ *Gl.M. Arroyo/Spillmann* (Fn. 59), 250.

⁶¹ Dafür: *BSK-Mark-Oliver Baumgarten/Martin Lanz*, Art. 9 BEHG N 6. Dagegen: *Rötheli/Iffland* (Fn. 6), 312.

⁵² Als «unabhängige», aber durch die Börse bestellte Institution ist die Beschwerdeinstanz mit Behörden der internen Verwaltungsrechtspflege vergleichbar.

⁵³ BGE 137 III 37, 41 f.

⁵⁴ Amtl. Bulletin SR 1993, 1006.

⁵⁵ BGE 137 III 37, 45 f.

⁵⁶ *Gl.M. Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 155. Art. 62 Abs. 2 KR macht keine Aussage zur Beschwerdelegitimation. Nach einer alten Fassung des Kotierungsreglements war in Art. 83 aKR jeder, der «durch einen Entscheid der Zulassungsstelle beschwert ist», zur Beschwerde legitimiert. *Ruffner* (Fn. 4), 56, erkannte zu Recht, dass diese Bestim-

nehme hiermit eine unzulässige Einschränkung der Beschwerdelegitimation vor, überzeugt nicht. Denn Art. 9 Abs. 1 BEHG spricht Anlegern keine Beschwerdelegitimation zu.⁶² Art. 6 EMRK verleiht zwar einen Anspruch auf Beurteilung «zivilrechtlicher Streitigkeiten» durch ein unabhängiges und unparteiisches Gericht.⁶³ Die Beschwerdeinstanz kann aber nicht als solches qualifiziert werden.

3. Zivilklage

3.1 Emittent

Nach Erschöpfung des internen Beschwerdeverfahrens kann der Emittent Klage vor dem Zivilrichter erheben (Art. 9 Abs. 3 BEHG). Die Durchführung des internen Beschwerdeverfahrens ist Prozessvoraussetzung.⁶⁴ Das Zivilgericht prüft namentlich auch Dekotierungsentscheide.

Wegen der Doppelnatur der Kotierungs- bzw. Dekotierungsentscheide der Börse lässt sich die Legitimation eines Emittenten sowie eines nicht zugelassenen Emittenten zivil- wie auch verwaltungsrechtlich begründen. In diesen Rechtsbeziehungen überwiegt zwar die privatrechtliche Seite, doch sind Emittent und nicht zugelassener Emittent auch von der öffentlich-rechtlichen Seite des Entscheides der Börse betroffen.

Emittent wie abgewiesener Emittent können ein rechtlich schutzwürdiges Interesse vorweisen (*privatrechtliche Natur der Kotierungs- bzw. Dekotierungsentscheide*). Der Emittent beruft sich auf Ansprüche aus Vertrag. Der abgewiesene Emittent macht einen zivilrechtlichen Anspruch auf Vertragsabschluss geltend. In den parlamentarischen Beratungen war erklärtes Ziel, nicht zugelassenen Emittenten eine Klage zu ermöglichen.⁶⁵ Die Möglichkeit der Anrufung des Zivilrichters wurde namentlich mit Verweis auf Art. 6 EMRK begründet.⁶⁶ Gemäss dieser Bestimmung hat jede Person ein Recht darauf, dass Streitigkeiten über «zivilrechtliche Ansprüche und Verpflichtungen» («des contestations sur ses droits et obligations de caractère civil») von einem unabhängigen und unparteiischen Gericht beurteilt

werden.⁶⁷ Voraussetzung der Berufung auf Art. 6 EMRK ist jedoch, dass der Staat die «zivilrechtlichen Ansprüche und Verpflichtungen» anerkennt.⁶⁸ Der Entscheid betreffend Ablehnung der Kotierung bzw. Teilnahme an der Börse ist zwar der Börse überlassen. Allerdings ist sie verpflichtet, alle Emittenten gleich zu behandeln (Art. 7 bzw. Art. 8 Abs. 4 BEHG). Dies bewirkt eine Kontrahierungspflicht der Börse, sofern der potenzielle Emittent die Voraussetzungen der Reglemente erfüllt.⁶⁹ Diese Kontrahierungspflicht ist direkt dem BEHG (Art. 7 bzw. Art. 8 Abs. 4 BEHG) zu entnehmen. Kontrahierungspflichten, die auf gesetzlicher Grundlage fussen, sind im Schweizer Recht anerkannt.⁷⁰ Sie begründen einen «zivilrechtlichen Anspruch» im Sinne von Art. 6 EMRK.⁷¹ Darum müssen nicht zugelassene Emittenten, welche die Teilnahme- bzw. Kotierungsvoraussetzungen der SIX erfüllen, ihren Anspruch per Zivilklage durchsetzen können.

Gleichzeitig könnten sich Emittent und abgewiesener Emittent auf ihr schutzwürdiges Interesse an der Aufhebung oder Änderung der Entscheidung der SIX berufen (*öffentlich-rechtliche Natur der Kotierungs- bzw. Dekotierungsentscheide*). Sie müssten ihre Legitimation unter Berufung auf Art. 48 VwVG begründen. Gemäss dieser Bestimmung ist zur Beschwerde legitimiert, wer vor der Vorinstanz am Verfahren teilgenommen hat oder keine Möglichkeit zur Teilnahme hatte (lit. a), durch die angefochtene Verfügung besonders, d.h. mehr als die Allgemeinheit, berührt ist (lit. b), und ein schutzwürdiges Interesse an deren Aufhebung oder Änderung hat (lit. c). Ein rechtliches Interesse ist nicht verlangt. Der Nachweis des Vorliegens dieser Bedingungen, namentlich auch des schutzwürdigen Interesses an einer Aufhebung oder Änderung der Verfügung, sollte Emittent und abgewiesenem Emittent regelmässig gelingen.⁷²

⁶⁷ BGE 131 I 467, 469.

⁶⁸ BGE 127 I 115, 121.

⁶⁹ Vgl. vorne III.1.1.1.

⁷⁰ Vgl. BGE 129 III 35, 45; *Claire Huguenin et al.*, Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 2. Aufl., Zürich 2006, N 147.

⁷¹ Vgl. BGE 129 III 35 f.; BGer 4A_417/2009 vom 26. März 2010, Sachverhalt. So ergibt sich beispielsweise für die Post aus Art. 2 Abs. 2 PG ein Kontrahierungszwang (vgl. BGer 4A_417/2009 vom 26. März 2010, E. 3.4). Auch Krankenkassen sind gemäss Art. 4 Abs. 2 KVG verpflichtet, jede versicherungspflichtige Person in die obligatorische Krankenpflegeversicherung aufzunehmen.

⁷² Vgl. hierzu *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 155.

⁶² Dem Wortlaut ist in dieser Hinsicht nichts zu entnehmen.

⁶³ Vgl. hinten III.3.1.

⁶⁴ BGE 137 III 37, 42.

⁶⁵ Amtl. Bulletin NR 1994, 1061.

⁶⁶ Amtl. Bulletin NR 1994, 1061; *BSK-Baumgarten/Lanz*, Art. 9 BEHG N 8; *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 152.

Es mag erstaunen, dass der Zivilrichter unter Umständen Verwaltungsprozessrecht anwenden muss. Doch ist das Gesetz in der Zuweisung der Kompetenz zur Beurteilung der Streitigkeiten im Sinne von Art. 9 BEHG an den Zivilrichter eindeutig. Gleichzeitig sind diese Fragen auch öffentlich-rechtlicher Natur,⁷³ und die durch die materielle Verfügung der Börse Betroffenen müssen ihre Rechte wahren können. Im Gesetzgebungsverfahren wird deutlich, dass die Kompetenz des Zivilrichters nicht zu einer Aushöhlung des Rechtsschutzes führen sollte.⁷⁴ Vielmehr ging man davon aus, dass es von Vorteil sei, die Kompetenzen zur Beurteilung von Streitigkeiten betreffend Kotierung und Dekotierung beim Zivilrichter zu konzentrieren.⁷⁵ Abschliessend sei bemerkt, dass es kein Einzelfall ist, dass der Gesetzgeber die Beurteilung einer verwaltungsrechtlichen Angelegenheit, die in einem verwaltungsprozessrechtlichen Verfahren zu beurteilen ist, einem Zivilgericht zuweist.⁷⁶

3.2 Anleger

3.2.1 Allgemein

Gemäss neuem RBI ist der Anleger nicht zur Beschwerde vor der Beschwerdeinstanz legitimiert. Da das RBI dem Anleger keine Beschwerdelegitimation zuspricht, kann die Erschöpfung des internen Beschwerdeverfahrens für ihn keine Prozessvoraussetzung sein. Er kann direkt den Zivilrichter anrufen.⁷⁷ Neben gesellschaftsrechtlichen⁷⁸ fallen börsenrechtliche Rechtsmittel in Betracht.

Wie aus Art. 1 BEHG hervorgeht, ist der Anlegerschutz ein zentrales Anliegen des BEHG. Auch das Kotierungsreglement der SIX unterstreicht den Zweck des Anlegerschutzes in Art. 1 KR. Zudem

wird das für Kotierungen und Dekotierungen zuständige Organ der SIX, das Regulatory Board, verpflichtet, die Interessen der Marktteilnehmer, der Anleger und der Emittenten zu berücksichtigen (Art. 3 Abs. 7 KR). Auch diverse weitere Bestimmungen des KR⁷⁹ machen deutlich, dass der Schutz der Anleger Beachtung finden muss oder Hintergrund der jeweiligen Vorschrift ist.

Wie in der Botschaft zum BEHG unmissverständlich festgehalten wird, dient der Anlegerschutz dem Schutz des individuellen Vertrauens des Anlegers in die Lauterkeit der Wertschriftenmärkte. Er schützt die Individualinteressen des Anlegers. Der Anleger ist «als Kunde des börsenmässigen Handels, d.h. als Bezüger einer Dienstleistung geschützt».⁸⁰ Der Einwand, BEHG und KR würden nur Kollektivinteressen schützen, geht darum fehl.⁸¹ Auch das Argument, im Rahmen der Börsenregulierung werde die Verfolgung des Anlegerschutzes allein in die Hände der Börse gelegt, kann vor diesem Hintergrund nicht überzeugen. BEHG und KR verpflichten die SIX generell, die Anlegerinteressen zu wahren. Zudem wird die Börse in einigen Fällen ganz spezifisch verpflichtet, die Interessen der Anleger zu berücksichtigen. Kommt sie diesen gesetzlichen Pflichten nicht nach, so ist im Einzelfall zu prüfen, was der Anleger unternehmen kann.⁸²

3.2.2 Dekotierung

Im Falle einer Dekotierung auf Gesuch des Emittenten wird die Börse ausdrücklich verpflichtet, die Interessen des Börsenhandels und der Anleger zu berücksichtigen (Art. 58 Abs. 1 Ziff. 1 KR). Über Art. 1 BEHG und Art. 1 KR hinaus weist die Bestimmung nochmals spezifisch darauf hin, dass im Falle einer Dekotierung die Interessen des Anlegers zu schützen sind. Diese Norm muss als Doppelnorm qualifiziert werden. Denn einerseits konkretisiert sie die vertraglichen Rechte und Pflichten von Börse und Emittent.

⁷³ Vgl. Bühler (Fn. 6), N 1049.

⁷⁴ Der Verweis auf den Zivilrichter wurde durch die Kommission des Nationalrates vorgeschlagen. Ziel war, eine Regelung zu schaffen, die Art. 6 EMRK gerecht wird (vgl. Amtl. Bulletin NR 1994, 1061).

⁷⁵ Vgl. Amtl. Bulletin NR 1994, 1062.

⁷⁶ Vgl. Verfahren nach Art. 17 ff. SchKG. Im Kanton Zürich sind für derartige Verfahren gemäss § 17 Abs. 1 des EG SchKG in 1. Instanz das Bezirksgericht, in 2. Instanz das Obergericht zuständig.

⁷⁷ Z.B. Nichtigkeitsklage gegen Beschluss des Verwaltungsrates und Verantwortlichkeitsklage gegen die Organe der Gesellschaft (vgl. BSK-Baumgarten/Lanz, Art. 9 BEHG N 9).

⁷⁸ Röheli/Iffland (Fn. 6), 308, 316 f.; Arroyo/Spillmann (Fn. 59), 250 f.

⁷⁹ Z.B. Art. 6 Abs. 1, Art. 7 Abs. 1, Art. 25, Art. 27, Art. 32, Art. 35 Abs. 3, Art. 36 Ziff. 1, Art. 37 Abs. 2, Art. 38, Art. 41, Art. 52 Abs. 2, Art. 55, Art. 56, Art. 75, Art. 83 KR.

⁸⁰ Botschaft (Fn. 17), 1381, 1394.

⁸¹ Gl.M. Franca Contratto, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Diss. Freiburg 2006, 107, 109. A.M. Küng/Huber/Kuster (Fn. 5), 92; Möhrle (Fn. 42), N 366.

⁸² In diesem Sinne auch Ruffner (Fn. 4), 56.

Andererseits wird mit der Norm das aufsichtsrechtliche Ziel des Anlegerschutzes verfolgt. Der individuelle Anleger soll vor «Übervorteilung» durch den Emittenten oder durch andere Anleger geschützt werden.⁸³

Hieraus ergeben sich unseres Erachtens zwei Klagemöglichkeiten des Anlegers:

Erstens wird der Anleger regelmässig Klage beim Zivilgericht auf Überprüfung des Dekotierungsentscheides erheben können. Ist seine Klage erfolgreich, kann er so die Dekotierung verhindern. Wie bereits dargelegt, stellt der Dekotierungsentscheid der Börse materiell eine Verfügung dar, von der die Anleger besonders berührt sind.⁸⁴ Im Verhältnis zwischen Anleger und Börse ist die Überprüfung des Dekotierungsentscheides eine öffentlich-rechtliche Frage. Der angemessene Einbezug der Interessen des Börsenhandels und der Anleger ist in einem öffentlich-rechtlichen Verfahren zu prüfen. Aus diesen Gründen sind im Verfahren vor dem Zivilgericht die Bestimmungen des VwVG anwendbar.

Die Legitimation beurteilt sich wiederum nach Art. 48 VwVG. Unseres Erachtens sind die Anleger bereits im Verfahren betreffend Kotierung und Dekotierung als Parteien zuzulassen, weil Dekotierungen sie in ihren Rechten und Pflichten berühren.⁸⁵ Art. 48 Abs. 1 lit. b VwVG ist mithin erfüllt. Auch der Nachweis der Teilnahme bzw. der Unmöglichkeit der Teilnahme am Verfahren vor der Börse (Art. 48 Abs. 1 lit. a VwVG) sollte Anlegern regelmässig gelingen.

Damit das Vorliegen eines schutzwürdigen Interesses im Sinne von Art. 48 Abs. 1 lit. c VwVG bejaht werden kann, ist nach der Rechtsprechung eine besondere, beachtenswerte, nahe Beziehung zur Streit Sache verlangt. Gegen das Vorliegen eines schutzwürdigen Interesses sprechen gemäss Bundesgericht eine nur mittelbare Betroffenheit des Beschwerdeführers oder das Vorliegen einer anderen Möglichkeit, das angestrebte Ziel zu erreichen.⁸⁶ Zudem möchte das Bundesgericht im Sinne der Verfahrensbeschleunigung und der Rechtssicherheit vermeiden,

dass der Kreis der Personen mit Parteistellung zu weit gezogen wird.⁸⁷

Anleger sind durch eine Dekotierung unmittelbar betroffen.⁸⁸ Nicht zuletzt Art. 58 Abs. 1 Ziff. 1 KR unterstreicht dies. Die Dekotierung kann auf anderem Wege nicht verhindert werden. Die allgemeine Oberaufsicht der FINMA ebenso wie die dem Anleger zustehenden öffentlich-rechtlichen Rechtsmittel und -behelfe können nicht verhindern, dass die Dekotierung im Einzelfall umgesetzt wird.⁸⁹ Zweifels ohne erweitert sich der Kreis der Beschwerdelegitimierten durch die Zulassung der Anleger. Jedoch war bei der Redaktion des Gesetzestextes der Anlegerschutz primäres Ziel des Bundesrates. Er wollte ausdrücklich vermeiden, dass «der Anlegerschutz zur Farce wird».⁹⁰ Würde Anlegern ein schutzwürdiges Interesse generell nicht zuerkannt, so würde ihnen ein bedeutendes Mittel zur Durchsetzung ihrer Rechte genommen. Der Anlegerschutz würde erheblich beschnitten. Darüber hinaus würde Art. 6 EMRK verletzt. Denn der diesbezügliche Begriff der «zivilrechtlichen Ansprüche und Verpflichtungen» erfasst neben zivilrechtlichen Streitigkeiten im engeren Sinne auch Eingriffe hoheitlich handelnder Institutionen, die Rechte und Pflichten privatrechtlicher Natur massgeblich tangieren.⁹¹ Eine Verletzung von Art. 6 EMRK wollte das Parlament durch Aufnahme der Zuständigkeit des Zivilrichters aber gerade vermeiden.⁹² Der Anleger muss den Eingriff in seine Rechte darum von einem unabhängigen und unparteiischen Gericht beurteilen lassen können.⁹³ Ein schutzwürdiges Interesse von Anlegern bei der Anfechtung von Dekotierungsentscheiden wird regelmässig bejaht werden können.⁹⁴

Zweitens kann ein Anleger gestützt auf Art. 41 OR in Verbindung mit Art. 58 Abs. 1 Ziff. 1 KR Klage auf Schadenersatz aus unerlaubter Handlung

⁸³ Vgl. Botschaft (Fn. 17), 1381.

⁸⁴ Vgl. vorne III.1.3.2.

⁸⁵ Vgl. vorne III.1.3.2.

⁸⁶ BGer 2C_762/2010 vom 2. Februar 2011, E. 4.3.4–4.4. Vgl. auch BGE 131 II 587, 588–592; BGE 120 Ib 351, 355 f.; BGer 2A.255/2002 vom 22. April 2003, E. 1.3.

⁸⁷ BGer 2C_762/2010 vom 2. Februar 2011, E. 4.4.

⁸⁸ Vgl. vorne III.1.3.2.

⁸⁹ Vgl. hinten III.5.

⁹⁰ Botschaft (Fn. 17), 1383.

⁹¹ BGE 131 I 467, 469; BGE 121 I 30, 34.

⁹² Amtl. Bulletin NR 1994, 1061.

⁹³ Vgl. vorne III.3.2.

⁹⁴ Gl.M. wohl Küng/Huber/Kuster (Fn. 5), 155. A.M. Arroyo/Spillmann (Fn. 59), 250 f. Zur Frage des schutzwürdigen Interesses vgl. auch BGer 2C_762/2010 vom 2. Februar 2011, E. 4.3.4; BGer 2A.255/2002 vom 22. April 2003, E. 1.3; BGE 135 II 172, 178; BGE 135 II 39, 4.

erheben,⁹⁵ wenn eine Dekotierung erfolgt und einem Anleger dadurch Schaden entstanden ist. Art. 58 Abs. 1 Ziff. 1 KR ist als Schutznorm zu qualifizieren.⁹⁶ Sie schützt den individuellen Anleger vor «Übervorteilung» durch Emittenten oder andere Anleger⁹⁷ im Rahmen einer Dekotierung.

4. Schiedsgericht

4.1 Schiedsvereinbarung

4.1.1 Formelle Voraussetzungen

Die Zuständigkeit des Zivilrichters ist nicht zwingend. Börse und Emittenten, nicht zugelassenen Emittenten und Anlegern steht es grundsätzlich frei, eine freiwillige Schiedsabrede zu treffen.⁹⁸

Im vorliegenden Entscheid stellte das Bundesgericht zu Recht fest, dass Art. 62 KR nicht die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts begründen kann.⁹⁹ Denn Art. 9 Abs. 3 BEHG schränkt die Rechtssetzungsdelegation an Börse und FINMA ein. Der Rechtsweg nach Durchführung des börseninternen Beschwerdeverfahrens ist durch diese Bestimmung abschliessend geregelt. Eine Befugnis der Börse zur Änderung dieses Rechtsweges ist nicht ersichtlich. Die Schiedsbestimmung sprengt den Rahmen der

Gesetzesdelegation. Da sie sich nicht auf eine gesetzliche Grundlage stützt, kann sie keine Wirkung entfalten.¹⁰⁰

Die Zuständigkeit eines SIX-Schiedsgerichts kann nur durch private Vereinbarung zwischen Börse und Gegenpartei begründet werden. Das Bundesgericht prüfte darum im vorliegenden Fall auch, ob die formellen Voraussetzungen für den Abschluss einer Schiedsabrede gegeben waren. Es untersuchte diese Frage anhand der Bestimmungen des Konkordats über die Schiedsgerichtsbarkeit [«KSG»].¹⁰¹ Nach Art. 6 Abs. 1 KSG bedarf der Abschluss einer Schiedsvereinbarung der Schriftform. Eine Schiedsklausel in den Statuten einer juristischen Person findet nur Anwendung, wenn eine schriftliche Beitrittserklärung, die ausdrücklich darauf verweist, abgegeben wird (Art. 6 Abs. 2 KSG). In beiden Fällen bedarf es der eigenhändigen Unterschriften (vgl. Art. 13 OR).¹⁰²

4.1.2 Emittent

Bei der Kotierung muss der Emittent im Rahmen der Zustimmungserklärung gegenüber der Börse ausdrücklich sein Einverständnis mit dem Verfahren nach Art. 62 KR erklären. Nach Empfang erklärt die SIX auf dem gleichen Formular ihre Zustimmung zum Schiedsverfahren. Nach Art. 6 KSG ebenso wie

⁹⁵ Vgl. Amtl. Bulletin NR 1994, 1062.

⁹⁶ Gl.M. wohl *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 139. A.M. wohl *Weber* (Fn. 10), Art. 4 BEHG N 12. In der Lehre wurde bis anhin die Frage der Haftung von Emittenten bzw. offenlegungspflichtigen Personen wegen Verletzung von Art. 53 KR betreffend Ad-hoc-Publizität rege diskutiert. U.E. kann Normen des Kotierungsreglements Schutznormcharakter zukommen. So muss beispielsweise Art. 53 KR betreffend Ad-hoc-Publizität Schutznormcharakter zugesprochen werden. Diese Bestimmung dient dem Schutz individueller Anleger vor Übervorteilung. Es soll verhindert werden, dass ein Anleger mangels ausreichender Information Kauf- oder Verkaufsentscheide trifft, die zu einem individuellen Vermögensschaden führen. Verletzungen der Ad-hoc-Publikationspflichten können darum einen Haftungsanspruch eines Anlegers gegenüber einem Emittenten bzw. einer offenlegungspflichtigen Person begründen. Gl.M. *Vito Roberto*, Antithesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität, GesKR 2006, 149–154, m.w.H. A.M. *Daniel Daeniker*, Thesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität, GesKR 2006, 139–149, m.w.H.

⁹⁷ Botschaft (Fn. 17), 1382.

⁹⁸ BSK-*Baumgarten/Lanz*, Art. 9 BEHG N 10; *Küng/Huber/Kuster* (Fn. 5), 156.

⁹⁹ Das Bundesgericht präziserte zu Recht, dass es sich bei einem gesetzlich verankerten Spruchkörper nicht um ein eigentliches Schieds-, sondern ein Spezialgericht handeln würde (BGE 137 III 37, 41).

¹⁰⁰ BGE 137 III 37, 42 f.

¹⁰¹ In der Zwischenzeit wurde das Konkordat durch die Bestimmungen des 3. Teils der ZPO ersetzt (vgl. BSK-*Daniel Girsberger/Philipp Habegger/Michael Mraz/Urs Weber-Stecher*, Vor Art. 353–399 ZPO N 3). Die Bestimmungen des KSG werden jedoch für viele kotierte Gesellschaften weiterhin von Bedeutung bleiben, da für die Anwendbarkeit der Bestimmungen der Zeitpunkt des Abschlusses der Schiedsabrede entscheidend ist (Art. 407 ZPO).

¹⁰² Neu kann die Schiedsvereinbarung schriftlich oder in einer anderen Form erfolgen, die den Nachweis durch Text ermöglicht (Art. 357 ZPO). Diese Formulierung wurde gewählt, um sich modernen Kommunikationsmitteln gegenüber zu öffnen. So kann eine Schiedsabrede fortan auch mittels E-Mail oder Telefax abgeschlossen werden (BSK-*Daniel Girsberger*, Art. 358 ZPO N 7). Eine eigenhändige Unterschrift ist damit nicht mehr in jedem Fall verlangt. Für die Übernahme von statutarischen Schiedsklauseln gelten u.E. die gleichen Voraussetzungen. Es bedarf ebenfalls einer ausdrücklichen Zustimmung zur Schiedsklausel. Allein aufgrund des Beitritts zur Kapitalgesellschaft kann die Zustimmung nicht fingiert werden (gl.M. *Benjamin Büchler/Hans Caspar von der Crone*, Die Zulässigkeit statutarischer Schiedsklauseln, SZW 2010, 258–266, 262 f.; a.M. BK-*Girsberger*, Art. 357 ZPO N 30).

nach Art. 357 ZPO ist dies eine formgültige Schiedsabrede.¹⁰³ Denn die Zustimmungserklärung, die heute durch die SIX und den Emittenten unterzeichnet werden, erfüllen die Anforderungen der Schriftform im Sinne von Art. 13 OR.¹⁰⁴

Gemäss Bundesgericht kann die SIX in ihrer Rolle als Regulierer nicht die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts gegenüber jedermann vorsehen.¹⁰⁵ Darum muss bezweifelt werden, ob die Unterzeichnung der Schiedsvereinbarung als Kotierungsvoraussetzung aufrechterhalten werden kann. Denn faktisch werden Emittenten so gezwungen, die Zuständigkeit des Schiedsgerichts zu akzeptieren.¹⁰⁶ Auch die Durchsetzung der Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts auf diesem Weg kann aber nicht in der Kompetenz der Börse liegen.¹⁰⁷ Nur durch ausdrücklichen und freiwilligen Abschluss einer Vereinbarung kann dessen Zuständigkeit begründet werden.

4.1.3 Nicht zugelassener Emittent

Nicht zugelassene Emittenten mussten bereits mit Einreichung ihres Kotierungsantrages ihre Zustimmung zum SIX-Schiedsgericht erklären. Es stellt sich die Frage, ob sich daraus die Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts herleiten lässt. Grundsätzlich ist die Schiedsklausel eigenständig (Art. 357 Abs. 2 ZPO): Ihr Zustandekommen und ihre Existenz sind unabhängig vom Vertrag, auf den sie sich bezieht. Das SIX-Schiedsgericht könnte darum zuständig sein, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind: Erstens müsste die SIX der Schiedsvereinbarung ebenfalls zustimmen. Denn dem Bundesgericht ist beizupflichten, wenn es feststellt, die Schiedsklausel im Kotierungsreglement stelle kein Angebot an Dritte dar, das diese jederzeit annehmen könnten.¹⁰⁸ Zweitens muss durch Auslegung des Wortlauts ermittelt werden, ob Differenzen betreffend die Zulassung unter die Schiedsklausel subsumiert werden können.¹⁰⁹

Sicher kann aber auch gegenüber nicht zugelassenen Emittenten die Zuständigkeit des Schiedsgerichts nicht mittels faktischen Zwangs durchgesetzt werden.¹¹⁰

4.1.4 Anleger

Anleger schliessen keine Vereinbarung mit der SIX.¹¹¹ Um die Zuständigkeit des Schiedsgerichts zu begründen, müsste diese ausdrücklich und freiwillig vereinbart werden. Bemerkenswert am vorliegenden Rechtsstreit ist, dass es die SIX war, die dem Aktionär den Schiedsspruch verweigerte.¹¹²

4.2 Schiedsfähigkeit

Selbst wenn gültige Schiedsvereinbarungen getroffen werden, muss die Zuständigkeit von Schiedsgerichten für die Klage auf Überprüfung des Dekotierungsentscheides der Börse aber bezweifelt werden. Denn schiedsfähig ist ein Gegenstand, über welchen die Parteien frei verfügen können (vgl. Art. 354 ZPO). Börse und klagender Aktionär ebenso wie Börse und Emittent können über die Dekotierung aber nicht frei verfügen. Einerseits sind in einem Verfahren betreffend Dekotierung die Interessen aller Anleger und des Emittenten zu wahren. Diese müssen am Verfahren teilnehmen können. Das Urteil muss Geltung für und gegen alle Anleger sowie den Emittenten haben. Eine Dekotierung nur einzelner Anteile ist nicht möglich. Ebenso ist eine Ausdehnung der Wirkung des Schiedsspruches auf nicht am Verfahren beteiligte Personen ausgeschlossen.¹¹³ Nur wenn alle Anleger, Emittent und Börse sich mit dem Verfahren vor dem Schiedsgericht einverstanden erklären, wäre die Dekotierung schiedsfähig.¹¹⁴ Dies ist aber faktisch unmöglich.¹¹⁵ Andererseits hat der

¹⁰³ Gl.M. *Andrea Marco Steingruber*, Schiedsgerichtsbarkeit im innerstaatlichen Finanzbereich, Jusletter vom 10. Januar 2011, N 33.

¹⁰⁴ Die Zustimmungserklärung der SIX kann unter <http://www.six-exchange-regulation.com> abgerufen werden.

¹⁰⁵ Vgl. vorne III.4.1.1.

¹⁰⁶ Gl.M. *Arroyo/Spillmann* (Fn. 59), 250.

¹⁰⁷ Gl.M. wohl auch *Arroyo/Spillmann* (Fn. 59), 250.

¹⁰⁸ BGE 137 III 37, 44 f.

¹⁰⁹ Vgl. Wortlaut der Zustimmungserklärung der SIX unter <http://www.six-exchange-regulation.com>.

¹¹⁰ Vgl. vorne III.4.1.2.

¹¹¹ BGE 137 III 37, 44 f.

¹¹² BGE 137 III 37, 38.

¹¹³ Vgl. zur Anfechtungsklage: *Büchler/von der Crone* (Fn. 102), 264; *Thomas Rüede/Reimer Hadenfeldt*, Schweizerisches Schiedsgerichtsrecht, 2. Aufl., Zürich 1993, § 10 II N 3.bb).

¹¹⁴ Vgl. *Rüede/Hadenfeldt* (Fn. 113), § 10 II N 3.a); zur Anfechtungsklage: *Felix Dasser*; Art. 354 ZPO N 13, in: Paul Oberhammer (Hrsg.), *Kurzkommentar ZPO*, Basel 2010 (zit. KUKO ZPO-Dasser); *Adrian Staehelin/Daniel Staehelin/Pascal Grolimund*, *Zivilprozessrecht*, Zürich 2008, § 29 N 12.

¹¹⁵ Vgl. zur Anfechtungsklage: *Büchler/von der Crone* (Fn. 102), 264.

Streitgegenstand aufgrund der Doppelnatur des Dekotierungsentscheids der Börse stets auch öffentlich-rechtliche Züge.¹¹⁶ Öffentlich-rechtliche Streitigkeiten sind der freien Verfügungsmacht der Parteien aber entzogen.¹¹⁷

Im Ergebnis kann darum festgehalten werden, dass weder klagender Anleger und Börse noch Emittent und Börse über die Dekotierung frei verfügen können. Die Materie ist unseres Erachtens nicht schiedsfähig. Selbst bei Bestand einer Schiedsabrede (zwischen Emittent und Börse oder klagendem Aktionär und Börse) könnte das SIX-Schiedsgericht in der vorliegenden Frage nicht urteilen.

5. Öffentlich-rechtlicher Rechtsschutz

5.1 Rechtsmittel

5.1.1 Legitimation

Im Bereich des Börsenrechts erfolgt eine konkrete Normenkontrolle auf dem Zivilrechtsweg. Die zivilrechtlichen Instanzen können im jeweils vorliegenden Fall entscheiden. Ein Beispiel einer konkreten Normenkontrolle bietet der vorliegende Fall. Das Bundesgericht erklärte, Art. 62 KR sprengt den Rahmen der Rechtsetzungsdelegation. Art. 62 KR entfaltet damit keine rechtliche Wirkung.

Börsenreglemente unterliegen als Bundeserlasse keiner abstrakten Normenkontrolle (Art. 82 BGG).¹¹⁸ Der Entscheid betreffend die Genehmigung von Reglementen durch die FINMA stellt aber eine anfechtbare Verfügung dar.¹¹⁹

Die Legitimation zur Beschwerde gegen die Genehmigungsverfügung beurteilt sich wiederum nach Art. 48 VwVG. Emittenten und Anleger werden regelmässig keine Möglichkeit erhalten haben, am Genehmigungsverfahren teilzunehmen. Auch dürfte der Beweis, dass sie durch die Genehmigung mehr als die Allgemeinheit berührt sind, nicht schwer fallen. Emittenten und Anleger sind regelmässig durch die Reglemente unmittelbar betroffen und können deren Verbindlichkeit nicht anders verhindern. Unseres Er-

achtens kann darum ein schutzwürdiges Interesse von Emittenten und Anlegern bei der Anfechtung von Genehmigungsentscheiden der FINMA im Einzelfall vorliegen.¹²⁰

5.1.2 Frist

Genehmigungsentscheide der FINMA können innert 30 Tagen nach Eröffnung beim Bundesverwaltungsgericht angefochten werden (Art. 50 VwVG). Die FINMA publiziert Genehmigungsverfügungen nicht amtlich (Art. 36 VwVG). Es ist anzunehmen, dass sie die Genehmigungsverfügungen betreffend die Reglemente der SIX allein der SIX schriftlich eröffnet (Art. 34 VwVG), weil sie allein diese als Partei anerkennt.

Art. 6 VwVG definiert «Personen, deren Rechte oder Pflichten die Verfügung berühren soll, und andere Personen, Organisationen oder Behörden, denen ein Rechtsmittel gegen die Verfügung zusteht», als Parteien. Ebenso wie die Dekotierung betrifft der Genehmigungsentscheid der FINMA unmittelbar Rechte und Pflichten der SIX, der Emittenten und Anleger. Den Kreis der materiellen Verfügungsadressaten auf die SIX zu reduzieren, greift zu kurz. Ebenso wie der Dekotierungs- kann der Genehmigungsentscheid darum als generell-konkret qualifiziert werden. Darüber hinaus sind Emittenten und Anleger unseres Erachtens auch zur Ergreifung von Rechtsmitteln berechtigt. Sie lassen sich also auch unter den zweiten Teil der Parteidefinition des Art. 6 VwVG subsumieren. Sie sind im Genehmigungsverfahren als Parteien zu qualifizieren. Verfügungen betreffend die Genehmigung von Reglementen müssen ihnen eröffnet werden.

Die Verfügung muss amtlich publiziert werden (Art. 36 lit. c und d VwVG). Mit Publikation der Genehmigungsentscheide würde die 30-tägige Anfech-

¹¹⁶ Vgl. III.1.3.2.

¹¹⁷ KUKO ZPO-Dasser, Vor Art. 353–399 ZPO N 9; Rüede/Hadenfeldt (Fn. 113), § 10 II N 3.a).

¹¹⁸ Hansjörg Seiler, Stämpflis Handkommentar zum BGG, Art. 82 BGG N 41.

¹¹⁹ Vgl. BGE 135 II 38, 46 f.; BGer 2C_887/2010 vom 28. April 2011, Sachverhalt.

¹²⁰ BGer 2C_762/2010 vom 2. Februar 2011, E. 4.3.4, unter Verweis auf BGer 2A.255/2002 vom 22. April 2003, E. 1.3. In BGE 135 II 172, 178, bejahte das Bundesgericht ausnahmsweise die Legitimation der Urheberrechtsinhaber (Dritter) im Tarifgenehmigungsverfahren vor der Schiedskommission, weil sie andere Interessen als der Grossteil der Berechtigten, deren Interessen durch die Verwertungsgesellschaften wahrgenommen werden, verfolgten. In BGE 135 II 39, 46 liess es die Frage der Beschwerdelegitimation von Dritten bei der Anfechtung von Genehmigungsentscheiden offen.

tungsfrist für die SIX, die Emittenten und Anleger zu laufen beginnen.¹²¹

Die FINMA hat die Genehmigungsverfügungen bisher nicht publiziert. Trotzdem können diese wohl nicht mehr angefochten werden. Denn eine Partei kann sich auf einen Eröffnungsmangel nicht berufen, wenn sie ab Kenntnisnahme nicht alles nach Treu und Glauben Zumutbare zu dessen Behebung unternommen hat.¹²² Emittenten und Anlegern sind Genehmigung und Reglemente aber durch die nicht amtliche Publikation der SIX zur Kenntnis gelangt.

5.2 Rechtsbehelf

Es ist Aufgabe der FINMA, die Oberaufsicht über die Börsen zu führen. Sie ist namentlich verpflichtet, einzuschreiten, wenn eine Börse die Interessen der Anlegergesamtheit nicht wahrht.¹²³ Verletzt die SIX ihre Pflichten nach BEHG und Börsenreglementen, so könnte jedermann eine Aufsichtsbeschwerde im Sinne von Art. 71 VwVG bei der FINMA einreichen. Bei der Aufsichtsbeschwerde als subsidiärem Rechtsbehelf besteht aber grundsätzlich kein Anspruch auf Erledigung.¹²⁴

6. Schlussbemerkung

Der vorliegende Entscheid ist von grossem Interesse, weil sich das Bundesgericht zum ersten Mal mit dem Rechtsschutz im Börsenrecht befasst. Auch wenn der Entscheid nur die Frage der Zuständigkeit des SIX-Schiedsgerichts betrifft, wirft er viele zentrale Fragen auf.

Deutlich wird, dass im Gesetzgebungsprozess zwei Philosophien aufeinandertrafen und sich im Ge-

setz niederschlugen. Nach Vorlage eines Gesetzesentwurfs durch den Bundesrat fanden in den parlamentarischen Beratungen Regelungen Eingang ins Gesetz, welche sich nur schwer in die ursprüngliche Konzeption einfügen lassen. Der Bundesrat hatte eine öffentlich-rechtliche Regelung vorgeschlagen: Die Grundzüge sollten im Gesetz, die spezifischeren Fragen durch den Bundesrat in einer Verordnung geregelt werden. Die Börse sollte anfechtbare Verfügungen erlassen. Der Rechtsmittelweg sollte öffentlich-rechtlich sein. Im Parlament wurde die Verordnungskompetenz des Bundesrates gestrichen. Stattdessen sollte die Börse die Regelung innerhalb des weiten Gesetzesrahmens vornehmen. Als Rechtsmittelinstanz wurden eine Beschwerdeinstanz und der Zivilrichter eingeführt.

Ergebnis des Gesetzgebungsprozesses ist ein Konstrukt, das weder dem Privat- noch dem Verwaltungsrecht zugeordnet werden kann. Öffentlich- und zivilrechtliche Institutionen, Verfahren und Rechtsfragen überlagern sich in vielfältiger Weise.¹²⁵ Bei genauerer Betrachtung dieser Melange erstaunt nicht, dass sich das Bundesgericht einer Stellungnahme zur entscheidenden Frage, ob die Reglemente hoheitliche Rechtssätze oder privatautonome Satzungen sind, enthält. Diese Frage lässt sich nur beantworten, wenn man einer verfassungs- und EMRK-konformen teleologischen Auslegung folgend die einzelnen materiellen und prozeduralen Bestimmungen ordnet. Leitgedanke der Ordnung muss das vom Bundesrat definierte und vom Parlament nicht bestrittene Hauptziel des BEHG, der Anlegerschutz, bleiben. Die so entwickelte Lesart kann aber nur als Provisorium dienen. Im Bereich der Börsenregulierung bleibt der Gesetzgebungsauftrag zu erfüllen.

¹²¹ Uhlmann (Fn. 50), Art. 34 VwVG N 2, Art. 36 VwVG N 6, Art. 38 VwVG N 3, 10.

¹²² Uhlmann (Fn. 50), Art. 38 VwVG N 10.

¹²³ Vgl. Möhrle (Fn. 42), N 367.

¹²⁴ Nur ausnahmsweise kann ein solcher unter Verweis auf Art. 13 EMRK begründet werden (vgl. Uhlmann [Fn. 50], Art. 71 VwVG N 34); Entscheid des Bundesrates vom 30. Juni 1993, VPB 58 (1994) Nr. 64, E. B.3.

¹²⁵ Vgl. hierzu Bühler (Fn. 6), 1053.