Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VII

Herausgegeben von:
PETER V. KUNZ
FLORIAN S. JÖRG
OLIVER ARTER

Mit Beiträgen von:
OLIVER ARTER
HARALD BÄRTSCHI
DIETER GERICKE / LUCA DALLA TORRE
LUKAS GLANZMANN / MARKUS WOLF
FLORIAN S. JÖRG
PETER V. KUNZ
DAVID RÜETSCHI
URS SCHENKER

Stämpfli Verlag AG Bern · 2012

Entwicklung des Offenlegungsrechts – Probleme und Brennpunkte der Praxis

URS SCHENKER*

Inhaltsverzeichnis

Entwicklung des Offenlegungsrechts – Probleme und Brennpunkte der Praxis ... **359**

1. Der Zweck des Offenlegungsrechts – Information oder Abwehr missliebiger Aktionäre? ... **360**
1.1 Meldepflicht und Markteffizienz ... 360
1.2 Weitere Ziele der Meldepflicht ausserhalb der Markteffizienz ... 361
1.3 Information oder Abwehr? ... 362

2. Brennpunkt 1: Gruppenbildung ... **363**
2.1 Die Definition der Gruppe ... 363
2.2 Gruppenbildung und Corporate Governance ... 365
2.3 Gruppenbildung zwischen langfristigen Aktionären aufgrund gemeinsamer Ziele? ... 371

3. Brennpunkt 2: Die Meldepflicht bei Finanzinstrumenten ... **374**
3.1 Der breite Anwendungsbereich der Meldepflicht ... 374
3.2 Derivate, die der Meldepflicht unterliegen ... 377
3.3 Die "Meldeflut" bei Derivaten ... 381
3.4 Änderungen von Meldungen im Derivatbereich ... 383

4. Brennpunkt 3: Indirekte Beteiligungen ... **384**
4.1 Der Begriff des indirekten Haltens ... 384
4.2 Anwendungsfälle indirekten Haltens ... 385
4.3 Abgrenzungsschwierigkeiten bei Verhandlungen über Beteiligungsverkäufe ... 386

5. Brennpunkt 4: Bussen ... **387**
5.1 Bussen als Sanktion für Verletzung der Meldepflicht ... 387
5.1.1 Vorsätzliche Meldepflichtverletzung ... 387
5.1.2 Fahrlässige Meldepflichtverletzung ... 388
5.2 Die bestrafte Person ... 389
5.3 Die Bemessung der Busse ... 390
5.4 Die Praxis der Behörden ... 392

Literaturverzeichnis ... **394**

* Der Autor bedankt sich ganz herzlich bei LORENZ GMÜNDER, lic. iur., KARIN INGBER, MLaw HSG, und PHILIP SPOERLÉ, M.A. HSG in Law & Economics, die das Manuskript kritisch durchgesehen und die Fussnoten bearbeitet haben.

1. Der Zweck des Offenlegungsrechts – Information oder Abwehr missliebiger Aktionäre?

1.1 Meldepflicht und Markteffizienz

Der Zweck der Meldepflicht liegt darin, in Bezug auf die Beherrschungsverhältnisse bei kotierten Gesellschaften transparente Verhältnisse zu schaffen[1]. Die Beteiligungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften und vor allem auch Verschiebungen von Beteiligungen, die zu einer Änderung in der Beherrschung einer Gesellschaft führen, sind kursrelevante Informationen, welche für die Investitionsentscheide der übrigen Aktionäre relevant sind. Die Meldepflicht soll sicherstellen, dass die Anleger diese Informationen erhalten und entsprechend bei ihren Investitionsentscheiden berücksichtigen können[2]. Die Meldepflicht steigert in diesem Sinne die Markteffizienz. Der Markt bildet – zusätzlich zu den Informationen, die das Unternehmen über seine eigene Entwicklung abgibt – auch das Verhalten der grösseren Marktteilnehmer ab[3].

Angaben über die Besitzesverhältnisse an einem kotierten Unternehmen sagen zwar nichts über die Geschäftstätigkeit und den Erfolg des Unternehmens aus, sondern nur über das Verhalten anderer Marktteilnehmer. Auch diese Information ist aber für die Investitionsentscheide von anderen Anlegern wesentlich, da das Verhalten anderer Anleger Indikationen für die Kursbildung geben kann[4]. Steigt die Beteiligung eines Investors, der für Übernahmen bekannt ist, so gehen die Anleger davon aus, dass jener Interesse an der betreffenden Gesellschaft hat, was zu Kurssteigerungen führt. Sinkt dagegen die Beteiligung von Aktionären, die lange Zeit massgeblich am Unternehmen beteiligt waren, so gehen die

1 Vgl. Art. 1 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995, SR 954.1; BGer, 2A.174/2001, E. 2.b.; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 1998, S. 7; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2002, S. 1 ff.; WEY, S. 191; BERTSCHINGER, 1997, S. 284; vgl. zu den grundsätzlichen Überlegungen im Zusammenhang mit Transparenz: DRUEY, 1997, S. 36 ff.; vgl. dagegen RAGGENBASS, S. 54 f., der die Aufgabe der Anonymität in der Aktiengesellschaft als Problem betrachtet.

2 Botschaft zum Börsengesetz vom 24.2.1993, BBl 1993 I, S. 1388 f.; NOBEL, 2004, S. 925.

3 Vgl. FERRARINI, S. 2.

4 BasK-WEBER, N 7 zu Art. 20 BEHG; KÜNG/HUBER/KUSTER, N 1 zu Art. 20 BEHG; SENN, S. 40; FREI, S. 723; NOBEL, 2004, S. 925; vgl. FERRARINI, S. 2, der ausdrücklich darauf hinweist, dass dies Informationen sind, welche die Effizienz des Marktes steigern.

übrigen Aktionäre davon aus, dass noch grössere Abgaben folgen werden und dass der Kurs entsprechend sinken wird. Käufe und Verkäufe von grossen Investoren haben für die anderen Marktteilnehmer aber häufig auch Signalwirkung in Bezug auf die Beurteilung des Unternehmens. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass Käufe und Verkäufe von wesentlichen Aktionären darauf beruhen, dass diese aufgrund ihrer Analysetätigkeit oder engen Beziehung zur Gesellschaft bewertungsrelevante Informationen über das betreffende Unternehmen haben, wodurch entsprechende Folgekäufe bzw. -verkäufe der übrigen Marktteilnehmer ausgelöst werden[5]. Diese Signalwirkung ist ähnlich wie die Signalwirkung, welche die Offenlegung von Managementtransaktionen im Sinne von Art. 56 des Kotierungsreglements der SIX hat.

1.2 Weitere Ziele der Meldepflicht ausserhalb der Markteffizienz

Die Meldepflicht soll nach dem Willen des Gesetzgebers auch verhindern, dass ein Aktionär "heimlich" die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt, indem er sich langsam eine Mehrheitsposition aufbaut und Anleger sowie die Gesellschaft erst dann informiert und vor vollendete Tatsachen stellt, wenn er sich die Kontrolle über die Gesellschaft gesichert hat[6]. Werden Marktteilnehmer und Gesellschaft dagegen bereits frühzeitig über den Aufbau einer Beteiligung orientiert, so ermöglicht dies dem Verwaltungsrat, auf die drohende Übernahme zu reagieren, indem er z.B. die in den Statuten vorgesehenen Abwehrmassnahmen[7] zur Anwendung bringt oder selbst einen Bieterwettbewerb einleitet, um für die Aktionäre den höchstmöglichen Preis zu erzielen. In diesem Sinne hat die Meldepflicht für kotierte Unternehmen bezüglich drohender Übernahmen eine "Vorwarn-

5 Ökonomisch betrachtet führt dies dazu, dass grosse Aktionäre den Vorteil eigener Analysen nur beschränkt nutzen können – wenn sie ihre Transaktion offenlegen, können auch andere Marktteilnehmer ihnen folgen und von diesen Erkenntnissen profitieren.

6 Botschaft zum Börsengesetz vom 24.2.1993, BBl 1993 I, S. 1388, 1410; vgl. Teilrevision des Börsenverordnung-Erläuterungsberichts der EBK zu den Art. 9 bis 23 BEHV-EBK und dem Übergangsrecht, 2007, S. 6: *"In Zukunft soll kein Aktionär mehr eine dominierende Stellung an einem börsenkotierten Unternehmen aufbauen können, ohne dass die übrigen Marktteilnehmer über diese Absicht stufen- und zeitgerecht informiert sind."*

7 Vinkulierung, Stimmrechtsbeschränkung etc.

funktion"[8]. Häufig ist die Marktreaktion auf Meldungen, die einen Aufbau von Positionen zeigen, allerdings für die Verteidigung der Unabhängigkeit eines Unternehmens und die Wahrung der Interessen der Minderheitsaktionäre fast wichtiger als die Abwehrmassnahmen des Unternehmens selbst. Wird die Absicht, eine kontrollierende Beteiligung aufzubauen, aufgrund der Meldungen sichtbar, werden die Preise nämlich steigen, was in ökonomischer Sicht dazu führt, dass der betreffende Investor eine Mehrheitsbeteiligung nur erwerben kann, wenn er – in Form dieser erhöhten Preise – eine Kontrollprämie zahlt. Aus wirtschaftlicher Sicht führt die Meldepflicht dazu, dass es nicht mehr möglich ist, eine kontrollierende Beteiligung zu erwerben, ohne den Marktteilnehmern eine anteilsmässige Kontrollprämie zu bezahlen[9].

Die Meldepflicht dient aber auch dazu, die in Art. 32 BEHG vorgesehene Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebots durchzusetzen, da die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre aufgrund der Meldungen des betreffenden Aktionärs feststellen können, ob dieser den für die Angebotspflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat. Die hohen Bussen, die bei einer Verletzung der Meldepflicht ausgesprochen werden können[10], stellen sicher, dass ein Aktionär, der den für ein Pflichtangebot massgeblichen Grenzwert überschreitet, dies auch tatsächlich bekannt gibt und nicht versucht, die Angebotspflicht durch Verheimlichung seines Aktienbestandes zu vermeiden.

1.3 Information oder Abwehr?

Die oben dargestellten unterschiedlichen Zielrichtungen der Meldepflicht führen immer zur Frage, ob tatsächlich die Information der Marktteilnehmer und die Sicherstellung der Markteffizienz im Vordergrund stehen oder ob es nicht doch viel eher um die Abwehr von Übernahmeversuchen geht; in jedem Fall hat die oben erwähnte Vorwarnfunktion in der Praxis den Effekt, dass Übernahmen erschwert werden[11] – der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft reagiert jeweils sehr rasch auf den Aufbau von Beteiligungen und leitet Abwehrmassnahmen ein. Baut ein unliebsamer potentieller Übernehmer seine Beteiligung sehr rasch auf, werden häufig aber

8 METTIER, S. 38 f.
9 Vgl. diesbezüglich RENN, 2010a, S. 147 ff.
10 Dazu hinten Ziff. 5.3.
11 SCHILTKNECHT, S. 53.

auch Anzeigen wegen behaupteter Meldepflichtverletzungen gemacht. In diesen Fällen besteht letztlich immer der Verdacht, dass sich der betreffende Investor die entsprechenden Beteiligungen vorher durch Absprachen gesichert oder diese dafür bei "befreundeten" Anlegern geparkt hat[12].

Auch wenn bei der Verschärfung des Melderechts im Jahr 2007 im Parlament immer wieder betont wurde, dass das Melderecht bezüglich Übernahmen "neutral" sei[13], steht doch für viele Beteiligte die Vorwarn- und Abwehrfunktion im Vordergrund – es lässt sich auch nicht leugnen, dass die Verschärfung des Melderechts im Jahr 2007 eine Reaktion auf Übernahmen verschiedener schweizerischer Unternehmen war[14].

In der Praxis wird die Meldepflicht heute aber nicht nur als Mittel gegen schleichende Übernahmen gesehen, sondern auch eingesetzt, wenn sich Aktionäre in der Opposition gegen den Verwaltungsrat koordinieren: Der Verwaltungsrat zeigt die betreffenden Aktionäre wegen Meldepflichtverletzungen an bzw. droht ihnen diesen Schritt an, um eine stärkere Koordination zwischen den Aktionären zu verhindern. Einer der Brennpunkte der Diskussion im Offenlegungsrecht ist daher die hinten unter Ziff. 2.1 behandelte Frage der Gruppenbildung zwischen Aktionären, die gegenüber dem Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft eine Oppositionsrolle einnehmen.

2. Brennpunkt 1: Gruppenbildung

2.1 Die Definition der Gruppe

Gemäss Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA[15] handeln Personen als meldepflichtige Gruppe, wenn sie ihr Verhalten im Hinblick auf den Erwerb bzw. die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von

12 Vgl. die Vorkommnisse bei sia Abrasives (Jahresbericht der FINMA 2009, S. 70).
13 Medienmitteilung der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 23. Januar 2007, Ziff. 2; vgl. Votum Merz, Amtl. Bull. 2007, N 102.
14 KUNZ, 2008, S. 284; SCHENKER, 2009a, S. 58 f.; siehe dazu zudem hinten Ziff. 3.1; vgl. Votum Sommaruga, Amtl. Bull. 2007, S. 407, die verhindern wollte, dass Schweizer Unternehmen "zum Spielball von Private-Equity-Gesellschaften vom Typus einer Victory oder Laxey" werden.
15 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA) vom 25. Oktober 2008, SR 954.193.

Stimmrechten durch Vertrag oder andere Vorkehrungen abstimmen[16]. Gestützt auf den Zweckartikel des Börsengesetzes wird der Begriff der Gruppe von der Offenlegungsstelle der SIX wie auch von der FINMA breit ausgelegt, um für die Anleger grösstmöglichste Transparenz sicherzustellen[17].

Zentral für die Qualifikation einzelner Aktionäre als Gruppe im Sinne von Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA ist die Koordination zwischen den Gruppenmitgliedern im Hinblick auf den Erwerb bzw. die Veräusserung von Aktien oder auf das Stimmverhalten, d.h. die Unterordnung der einzelnen Aktionäre unter den gemeinsamen Willen bzw. unter die Regeln einer Gruppe[18]. Die Offenlegungsstelle geht daher in der Praxis davon aus, dass eine Gruppe immer dann besteht, wenn von mehreren Personen ein gemeinsamer Zweck verfolgt wird[19] und ein Minimum an Organisation zwischen den betreffenden Aktionären gegeben ist. In diesem Sinne sind Finalität und Organisation die entscheidenden Kriterien für die Qualifikation als Gruppe geworden[20].

Für die Qualifikation als Gruppe ist es irrelevant, auf welcher Grundlage die individuellen Anleger ihr Verhalten koordinieren. Dementsprechend ist eine Gruppe auch dann meldepflichtig, wenn gemeinsamer Zweck und Organisation nicht auf einem verbindlichen Vertrag basieren, sondern auf einer unverbindlichen Abrede[21].

Ein blosses Parallelverhalten mehrerer Aktionäre führt allerdings nicht zur Gruppenbildung, da es in diesen Fällen sowohl an der Organisation wie auch an der gemeinsamen Zweckverfolgung fehlt. Wenn sich Personen aus eigenem Interesse gleich verhalten – z.B. bei einer Generalversammlung für die gleichen Anliegen eintreten und auch im gleichen Sinne stimmen –, so verfolgen die betreffenden Aktionäre keinen gemeinsamen Zweck, da jeder nur seine Ziele verfolgt, und sie haben sich auch nicht in einer Weise organisiert, die als Gruppenbildung betrachtet werden kann[22]. Die Abgrenzung zwischen einem Parallelverhalten, das auf eigene Interessen zurückgeht, und einer informellen Gruppenabsprache ist allerdings sehr schwierig, da die nach der Praxis der Offenlegungsstelle entscheidenden Kriterien der Finalität und Organisation von aussen oft nicht erkennbar sind. Dies führt dazu, dass bei Parallelverhalten von Aktionären sehr rasch der Verdacht einer Gruppenbildung aufkommen kann[23].

16 GOTSCHEV, S. 137; vgl. KISTLER, S. 190.

17 BGer 2A.174/2001, E. 2.d.

18 Vgl. HERTIG/MEIER-SCHATZ/ROTH/ROTH/ZOBL, Art. 20 BEHG, S. 228 ff.; METTIER, S. 126.

19 Dies wird von der Offenlegungsstelle als "Finalität" bezeichnet; vgl. auch BGE 130 II 530, E. 5.

20 Vgl. Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 65.

21 BasK-WEBER, N 88 ff. zu Art. 20 BEHG; NOBEL, 1998, S. 306; ZOBL, S. 53; RÖTHLISBERGER, S. 115 ff.; GOTSCHEV, S. 141; HÖHN, S. 35.

22 Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007 i.S. Converium Holding AG, Zug, E. 75.

2.2 Gruppenbildung und Corporate Governance

Die Generalversammlung ist gemäss Art. 698 Abs. 1 OR[24] das höchste Organ der Aktiengesellschaft, da sie über die Bestellung des Verwaltungsrates, über die Ausstattung der Gesellschaft mit Eigenmitteln und auch die weiteren in den Statuten geregelten zentralen strukturellen Fragen der Gesellschaft entscheidet. Die Aktionäre, die an der Generalversammlung teilnehmen, stellen der Gesellschaft vor allem das Eigenkapital zur Verfügung und tragen dementsprechend das Risiko der Geschäftsentwicklung, was sie auch in wirtschaftlicher Hinsicht dazu legitimiert, im Unternehmen die höchste Gewalt auszuüben.

Nicht immer entspricht die Realität dieser Vorstellung des Gesetzgebers. Gerade bei Publikumsgesellschaften mit breit gestreutem Aktionariat befindet sich das Machtzentrum klar beim Verwaltungsrat, während die Generalversammlung an Bedeutung verloren hat. Die Anträge des Verwaltungsrates werden diskussionslos genehmigt und auch bei schwierigen Themen gibt es kaum Anstösse aus dem Aktionariat, da den einzelnen Aktionären bewusst ist, dass sie allein keinen Einfluss auf die Meinungsbildung haben[25]. Diese Gewichtsverschiebung zum Verwaltungsrat und zum Management einer Gesellschaft ist insofern problematisch, als dass diese Personen in der Führung des Unternehmens zum Teil andere Inte-

23 Ausführlich zu dieser Problematik: SCHENKER, 2009a, S. 128; VON DER CRONE, S. 60 f.; TSCHÄNI/GOTSCHEV, S. 139; MARGIOTTA/CHABLOZ, S. 204 f.; WATTER/RAMPINI, S. 20 ff.; GOTSCHEV, S. 157 f.; vgl. die Überlegungen der UEK in Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo, E. 4; HÖHN, S. 38 f.

24 Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), SR 220.

25 In derartigen Situationen stimmen die Aktionäre letztlich "mit den Füssen" ab: wenn sie mit der Strategie des Unternehmens nicht einverstanden sind, verkaufen sie ihre Aktien, machen aber keine Anstrengungen, die Situation zu verändern. Daher stellt der Kurs der Aktien immer auch ein Werturteil der Marktteilnehmer über die Führung des betreffenden Unternehmens dar; zum Problem der "kollektiven Aktion" siehe EASTERBROOK/FISCHEL, S. 427 f.; CLARK, S. 389 ff.; RUFFNER, § 6 I. 2.

ressen verfolgen als die Aktionäre[26]. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance[27] versucht, die Machtverschiebung zu Management und Verwaltungsrat zu korrigieren und der Generalversammlung bzw. den Aktionären eine stärkere Position einzuräumen, sodass diese für die Willensbildung des Unternehmens wieder eine grössere Bedeutung haben und ihre Interessen stärker beachtet werden[28]. In die gleiche Richtung gehen auch verschiedene Elemente der zurzeit laufenden "grossen Aktienrechtsrevision".

Die Praxis zeigt allerdings, dass Aktionäre bei Publikumsgesellschaften oft nur dann ein Gegengewicht zum Verwaltungsrat bilden können, wenn sie bereits im Vorfeld einer Generalversammlung Meinungen austauschen und an einer Generalversammlung "ad hoc-Koalitionen" bilden können[29]. Gerade die Tätigkeit gewisser Berater und Vermögensverwalter, die sich auf Corporate Governance-Fragen spezialisiert haben, wie z.B. die Ethos Stiftung[30] oder zCapital[31], zeigt, dass es auch in grossen Publikumsgesellschaften bei einer öffentlichen Diskussion vor der Generalversammlung zu Abstimmungsergebnissen kommen kann, die einen Einfluss auf das weitere Verhalten des Verwaltungsrates und der Gesellschaft haben.

Diskussionen unter den Aktionären und öffentliche Äusserungen einzelner Aktionäre über die Unterstützung oder Ablehnung bestimmter Anträge führen immer wieder zur Frage, ob sich unter diesen Aktionären

26 Allgemein zur "Agency"-Problematik siehe JENSEN/MECKLING, S. 308; RUFFNER, S. 131 f.

27 Vgl. http://www.economiesuisse.ch/de/PDF Download Files/pospap_swiss-code_corpgovern_20080221_de.pdf (Zugriff am 23. Januar 2012).

28 Siehe u.a. Art. 1-3 Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.

29 SCHENKER, 2009a, S. 128; VON DER CRONE, S. 60 f.; vgl. TSCHÄNI/GOTSCHEV, S. 139; MARGIOTTA/CHABLOZ, S. 204 f.; vgl. WATTER/RAMPINI, S. 20 ff.; GOTSCHEV, S. 157; HÖHN, S. 38 f.; vgl. Überlegungen der UEK in Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo, E. 4.

30 Die Ethos Stiftung analysiert laufend die Anträge der Verwaltungsräte an die Generalversammlungen und die Corporate Governance-Struktur von Unternehmen und gibt auf dieser Basis Empfehlungen für Abstimmungen und Generalversammlungen ab. Sie ist insbesondere in der "say on pay"-Kampagne wirkungsvoll an die Aktionäre verschiedener kotierter Unternehmen getreten, um den Aktionären eine Abstimmung über die Bezüge von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung zu ermöglichen; vgl. http://www.ethosfund.ch/d/ethos-stiftung/ethos-say-on-pay.asp (Zugriff am 23. Januar 2012).

31 zCapital analysiert laufend die Corporate Governance-Strukturen kotierter Unternehmen und gibt auf dieser Basis Empfehlungen für das Stimmverhalten an der Generalversammlung ab; vgl. http://www.zcapital.ch/ (Zugriff am 23. Januar 2012).

aufgrund dieser Aktivitäten eine Gruppe bildet, die der Meldepflicht unterliegt. In der Praxis wird diese Frage vor allem von den Verwaltungsräten der betroffenen Gesellschaften gestellt, die zum Teil in der Anwendung der Vorschriften über die Meldepflicht eine Möglichkeit sehen, die Koalitionsbildung unter den Aktionären zu verhindern. Die Erfahrung zeigt, dass diese Abwehrtaktik bei vielen Aktionären Wirkung entfaltet – eine grosse Anzahl von Aktionären möchte keiner Gruppe angehören und will nicht die entsprechenden Pflichten im Rahmen des Melderechts übernehmen, weshalb diese Aktionäre von Koalitionsbildung und öffentlicher Unterstützung oppositioneller Anträge Abstand nehmen, sobald sich die Frage der Gruppenbildung ernsthaft stellt. Diese Angst vor einer Gruppenbildung ist besonders dann gross, wenn die Grenze von 33⅓% in Aussicht steht, da sich dann zusätzlich die Frage stellt, ob nicht sogar eine Gruppe im Sinne von Art. 31 BEHV-FINMA vorliegt, die der Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG unterliegt. Kein Investor möchte das mit dieser Frage verbundene finanzielle Risiko tragen.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die Stellung der Aktionäre in der Gesellschaft als Eigentümer und die Position der Generalversammlung als höchstes Organ sowie eine entsprechende Kontrolle des Verwaltungsrates durch die Aktionäre über die Vorschriften des Melderechts nicht erschwert oder sogar verhindert werden dürfen[32]. Das Ziel des Börsenrechts, Transparenz bezüglich Beherrschungsverhältnissen zu schaffen, darf nicht über das Ziel des Aktienrechts gestellt werden, eine Corporate Governance zu schaffen, welche es den Aktionären ermöglicht, ihre Interessen als Eigentümer durchzusetzen und den Verwaltungsrat zu kontrollieren. Letztlich stehen m.E. diese Ziele des Aktienrechts über den börsenrechtlichen Aspekten, da Transparenz kein Selbstzweck sein darf, sondern dazu dienen soll, die Position von Aktionären und anderen Marktteilnehmern zu verbessern. Dieses grundsätzliche Ziel, die Position von Marktteilnehmern und Aktionären zu verbessern, würde gefährdet, wenn die Meldepflichten verhindern würden, dass Aktionäre ihre aktienrechtlichen Rechte durchsetzen können. Die Meldepflicht muss daher so interpretiert werden, dass die Diskussion und die Meinungsbildung zwischen den Aktionären, die ihre Anträge öffentlich mitteilen und bei den anderen Aktionären Unterstützung suchen, nicht verhindert werden[33]. Genau wie der

32 Ähnlich IFFLAND, S. 170 f.

33 VON DER CRONE, S. 60 f.; vgl. TSCHÄNI/GOTSCHEV, S. 139; MARGIOTTA/CHABLOZ, S. 204 f.; WATTER/RAMPINI, S. 20 ff.; GOTSCHEV, S. 157 f.; vgl. die Überlegungen der

Verwaltungsrat selbst an Aktionäre gelangen kann, um Unterstützung für seine Anträge an die Generalversammlung zu finden[34], müssen auch Aktionäre die Möglichkeit haben, Stimmen zu sammeln und andere Aktionäre im Sinne der eigenen Anträge zu beeinflussen. Während die Offenlegungsstelle normalerweise im Sinne des Transparenzziels davon ausgeht, dass die Schwelle für die Gruppenbildung relativ tief liegt und deshalb bei einem Zusammenwirken von Aktionären rasch eine Gruppe annimmt, so sollte im Rahmen des Abstimmungsverhaltens bei Generalversammlungen eine gewisse Zurückhaltung herrschen – eine Gruppe sollte nicht schon dann angenommen werden, wenn Aktionäre Meinungen austauschen, Kontakte pflegen und öffentlich gewisse Anliegen oder Anträge anderer Aktionäre unterstützen[35]. Eine meldepflichtige Gruppe darf nur angenommen werden, wenn sich der organisatorische Aspekt der Gruppenbildung so stark verfestigt, dass der einzelne Aktionär seine eigene Entscheidung der Gruppe unterordnet und nicht nur in einem einzelnen Aspekt bzw. bei einem einzelnen Antrag andere Aktionäre unterstützt, sondern die Aktionäre institutionalisiert, über eine Generalversammlung hinaus zusammenarbeiten, um in der Gesellschaft Kontrolle auszuüben[36]. Dagegen liegt keine Gruppe vor, wenn die Aktionäre bezüglich ihrer Entscheidung trotz der öffentlichen Unterstützung eines Antrages in ihren Entscheidungen frei bleiben und auch nicht über die betreffende Generalversammlung hinaus miteinander zusammenarbeiten[37].

Die Offenlegungsstelle trägt diesem Aspekt in ihrer Praxis weitgehend Rechnung und übt eine gewisse Zurückhaltung bezüglich der Gruppenbildung im Zusammenhang mit der Ausübung von Aktionärsrechten aus:

- Der Austausch von Meinungen unter Aktionären und die entsprechenden Diskussionen und Kontakte führen, genau wie die Werbung eines Aktionärs für die eigenen Anliegen bei anderen Aktionären, nicht zur

UEK in Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo, E. 4; HÖHN, S. 38 f.; TSCHÄNI, 2011, S. 329.

34 Interessant ist, dass bisher bei den entsprechenden Zusagen einzelner Aktionäre und dem Verwaltungsrat noch nie die Frage der Gruppenbildung unter den Aktionären und der Gesellschaft aufgeworfen wurde. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass der Verwaltungsrat nur immer dann an die Offenlegungsstelle oder FINMA gelangt, wenn sich oppositionelle Aktionäre verbünden.

35 SCHENKER, 2009a, S. 127; vgl. Verfügung der EBK vom 13. Juli 2007.

36 Ähnlich WATTER/RAMPINI, S. 21.

37 MEIER-SCHATZ, S. 53; TSCHÄNI, 2004, S. 203; vgl. WATTER/RAMPINI, S. 21; Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. Forbo, E. 4; BGE 130 II 555; GOTSCHEV, S. 157 ff.

Gruppenbildung. Auch wenn dieser Meinungsaustausch letztlich zu einem Parallelverhalten führt, fehlt es bei diesen Konstellationen an der für die Gruppenbildung notwendigen minimalen Organisation[38].

- Das Gleiche gilt natürlich auch im Verhältnis zum Verwaltungsrat der betreffenden Gesellschaft. Der Umstand, dass ein Verwaltungsrat mit Aktionären diskutiert und Unterstützung sucht bzw. für seine Anliegen zusätzlich zum Versand der Traktandenliste und des Abstimmungsmaterials in Einzelgesprächen wirbt oder Vollmachten einholt[39], führt nicht zur Gruppenbildung zwischen der Gesellschaft und den betreffenden Aktionären[40].

- Die öffentlichen Äusserungen eines Aktionärs, einen bestimmten Antrag zu unterstützen, führen nicht zur Gruppenbildung mit den Initianten des betreffenden Antrages, da es in diesen Fällen am Verpflichtungswillen gegenüber den Initianten fehlt. Der Aktionär, der sich äussert, macht diese Äusserung aus eigenem Interesse, da er noch weitere Aktionäre von seiner Position überzeugen will, bleibt aber in seiner Willensbildung frei[41].

- Empfehlungen von Analysten, Beratern und "aktiven" Aktionären, bestimmte Anträge zu unterstützen bzw. abzulehnen, führen nicht zur Gruppenbildung zwischen diesen Personen und den Aktionären, welche die betreffenden Anträge unterstützen. Die Grenze zur Gruppenbildung wird erst dann überschritten, wenn die betreffenden Aktionäre direkt gegenüber dem betreffenden Aktivisten Unterstützungserklärungen abgeben oder mit diesem zusammen in einer Weise gegenüber Drittaktionären oder der Gesellschaft auftreten, aus der klar wird, dass der betreffende Aktionär eine moralische Bindung zur Unterstützung dieser Anträge eingegangen ist, die über die grosse Wahrung der eigenen Interessen hinausgeht. In diesem Sinne hat die Offenlegungsstelle beispielsweise entschieden, dass Aktionäre, die gegenüber der Ethos Stiftung Unterstützungserklärungen bezüglich einzelner Anträge abgeben und der Ethos Stiftung erlauben, diese Unterstützungserklärungen auf der eigenen Homepage zu publizieren oder gegenüber dem Verwaltungsrat und Drittaktionären zu verwenden, eine Gruppe bilden[42].

38 BasK-WEBER, N 90 zu Art. 20 BEHG; BÖCKLI, § 9 Rz 70; HÖHN, S. 30, 34 f.

39 Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA.

40 Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2010.4, E. 5.1.3.

41 Ähnlich SCHENKER, 2009a, S. 126.

42 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 130.

Immerhin hat die Offenlegungsstelle der Ethos Stiftung aber gewisse Erleichterungen bei der Offenlegung gewährt, sodass aus dieser Meldung kein übermässiger Aufwand entsteht[43].

- Das parallele Abstimmen in der Generalversammlung darf nicht als Anzeichen einer Gruppenbildung gewertet werden. Eine Gruppenbildung liegt erst vor, wenn im Vorfeld mindestens eine moralische Verpflichtung in Bezug auf das Abstimmungsverhalten entstanden ist[44].

Ein besonderes Spannungsfeld zwischen Meldepflicht und Aktionärsrechten ergibt sich in Bezug auf die Mitwirkungsrechte, die von verschiedenen Aktionären kollektiv ausgeübt werden müssen, wie insbesondere das Traktandierungsrecht und das Recht zur Einberufung einer Generalversammlung im Sinne von Art. 699 Abs. 3 OR. Die 10% des Aktienkapitals, die erforderlich sind, um eine Generalversammlung einzuberufen, können bei den meisten Publikumsgesellschaften nicht von einzelnen Aktionären alleine erreicht werden. Das Gleiche gilt häufig auch für das Recht, gemäss Art. 699 Abs. 3 OR die Traktandierung eines bestimmten Verhandlungsgegenstandes für eine Generalversammlung zu verlangen; bei Gesellschaften mit hoher Börsenkapitalisierung, aber verhältnismässig tiefem Nominalkapital ist es für einen einzelnen Aktionär äusserst schwierig, den Grenzwert von 1 Mio. Nominalkapital zu erreichen. M.E. darf aus der gemeinsamen Ausübung von Aktionärsrechten nicht auf Gruppenbildung geschlossen werden, wenn keine weitergehenden Verbindungen zwischen den betreffenden Aktionären bestehen. Das Zusammenwirken ist nicht allein auf den Willen der betreffenden Aktionäre zurückzuführen, sondern primär auf die aktienrechtlichen Vorschriften, die diese Rechte ausdrücklich als kollektive Mitwirkungsrechte definieren und damit ein Zusammenwirken mehrerer Aktionäre verlangen[45]. Daher ist davon auszugehen, dass bei der Ausübung derartiger Rechte grundsätzlich keine Gruppe, sondern ein Parallelverhalten vorliegt. Dieses wird durch die Wahrung der eigenen Interessen sowie die Vorschriften des Aktienrechts gesteuert und zwingt die Aktionäre zu einer gewissen Zusammenarbeit[46].

Die Offenlegungsstelle hat sich zwar zu diesem Punkt noch nicht direkt geäussert, hat aber im Entscheid über die Tätigkeit der Ethos Stiftung festgehalten, dass das gemeinsame Einbringen eines Antrages an einer

43 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 138 f.
44 SCHENKER, 2009a, S. 126 ff.
45 Vgl. auch HÖHN, S. 39.
46 Vgl. HÖHN, S. 39.

Generalversammlung zu einer Meldepflicht führen kann[47]. Diese Aussage der Offenlegungsstelle kann aber nicht unbedingt als Präjudiz für die Ausübung kollektiver Aktionärsrechte gewertet werden, da jeder einzelne Aktionär zu einem bestehenden Traktandum einen Antrag einbringen kann. Das gemeinsame Einbringen eines Antrages ist nicht nur die blosse Ausübung eines Aktionärsrechts, sondern muss als "Machtdemonstration" bewertet werden und bringt deshalb tatsächlich einen stärkeren Willen zur Gruppenbildung zum Ausdruck. Wegen der Unsicherheit auf diesem Gebiet empfiehlt es sich immer, einen Vorabentscheid der Offenlegungsstelle einzuholen, wenn Aktionäre gemeinsam die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes oder die Einberufung einer Generalversammlung verlangen wollen. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der massiven Strafdrohungen des Melderechts[48] notwendig, da davon auszugehen ist, dass der Verwaltungsrat des betroffenen Unternehmens nach dem Eintreffen des Begehrens als erste Abwehrmassnahme eine Anzeige betreffend Gruppenbildung bei der FINMA einreichen wird.

2.3 Gruppenbildung zwischen langfristigen Aktionären aufgrund gemeinsamer Ziele?

Probleme im Graubereich der Gruppenbildung gibt es aber nicht nur bei oppositionellen Aktionären, sondern auch bei langfristigen Aktionären, die das Unternehmen bzw. seine Führung unterstützen. Bei diesen Aktionären kann sich die Frage stellen, ob sie aufgrund ihrer informellen Zusammenarbeit im Rahmen der Gesellschaft nicht eine Gruppe bilden.

Tatsache ist, dass bei vielen kotierten Gesellschaften gerade die langfristig orientierten Aktionäre Kontakte pflegen, um die Zukunft der Gesellschaft, ihre strategische Ausrichtung und ihr Verhalten als Aktionäre zu besprechen. Diese Kontakte führen im Allgemeinen aus rechtlicher Sicht nicht zu einer Gruppenbildung, wenn die Aktionäre bei derartigen Besprechungen keine Zusagen machen, die sie mindestens in moralischer Hinsicht dazu verpflichten, im Sinne gemeinsamer Beschlüsse abzustimmen[49].

47 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 124 ff.
48 Art. 41 BEHG.
49 Vgl. den Entscheid der UEK i.S. Forbo Holding SA vom 3. Juni 2005 0242/01, Ziff. 4.2.

Die Zusammenarbeit intensiviert sich allerdings, wenn die betreffenden Aktionäre im Verwaltungsrat vertreten sind und in diesem Gremium über Anträge an die Generalversammlung beschliessen, da die Zustimmung zu einem Antrag im Verwaltungsrat eine moralische Bindung impliziert, die betreffenden Anträge auch in der Generalversammlung mit den eigenen Stimmen zu unterstützen[50]. Wird eine derartige Konstellation analog zum Entscheid der Offenlegungsstelle im Fall der Ethos Stiftung beurteilt, so müsste eine Meldepflicht der betreffenden Aktionäre angenommen werden, da die Offenlegungsstelle bei diesem Entscheid davon ausging, dass Aktionäre einer Meldepflicht unterliegen, wenn sie gemeinsam in Opposition zum Verwaltungsrat einen Antrag an die Generalversammlung einbringen[51].

Eine ähnliche Situation tritt auch ein, wenn der Verwaltungsrat im Vorfeld einer Transaktion oder einer wichtigen Abstimmung die Aktionäre kontaktiert und deren Unterstützung einholt. Solange im Rahmen dieser Kontaktaufnahme nur Diskussionen geführt werden, stellt sich die Frage der Gruppenbildung nicht. Sobald aber ein Aktionär dem Verwaltungsrat nicht nur zustimmt, sondern eine mindestens moralisch verbindliche Zusage[52] abgibt, im Sinne der Anträge des Verwaltungsrates abzustimmen, wird die Schwelle zur Gruppe überschritten, wenn der gleiche Massstab angewendet wird wie bei der Koalitionsbildung zwischen oppositionellen Aktionären. Nach dem Entscheid der Offenlegungsstelle im Fall Ethos liegt eine meldepflichtige Gruppe vor, wenn oppositionelle Aktionäre sich gegenseitig bzw. einem Berater zusichern, bestimmte Positionen zu unterstützen[53]. Dass die einzelnen Aktionäre, die dem Verwaltungsrat ihre Unterstützung zusichern, sich nicht kennen, stellt für sich keinen Hinderungsgrund für die Gruppenbildung dar, da bei Lock-up-Gruppen und Aktionären, die einer Bank Zusagen zum Erwerb von Aktien machen, nach der Praxis der Offenlegungsstelle auch dann eine Gruppenbildung

50 Ebenso KISTLER, S. 242 ff., welcher zum Schluss kommt, dass sowohl das Topmanagement als auch der Verwaltungsrat als Gruppe qualifizieren; KISTLER scheint jedoch die einzige dahingehende Lehrmeinung zu vertreten, vgl. TSCHÄNI, 2004, S. 204 f.

51 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 128 ff., Ziff. 3.2.4.3.

52 Vgl. im Bezug auf die verbindliche Zusage zu einem bestimmten Stimmverhalten zwischen Aktionären den Entscheid der UEK i.S. Forbo Holding SA vom 3. Juni 2005 0242/01, Ziff. 4.2.

53 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 128 ff., 130, Ziff. 3.2.4.3.

vorliegt, wenn die einzelnen Beteiligten keine direkten Kontakte untereinander haben[54].

In der Praxis werden allerdings Aktionäre, die sich im Rahmen der Mitgliedschaft im Verwaltungsrat koordinieren oder aber dem Verwaltungsrat vor einer Generalversammlung ihre Unterstützung zusichern, nicht als meldepflichtige Gruppen erfasst, auch wenn sie nach den Massstäben, die bei oppositionellen Aktionären angewendet werden, grundsätzlich der Meldepflicht unterliegen würden. Diese unterschiedliche Behandlung von Aktionären, welche den Verwaltungsrat unterstützen, und Aktionären, die in Opposition zum Verwaltungsrat stehen, ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass Verwaltungsräte kotierter Gesellschaften die Koalitionsbildung oppositioneller Aktionäre meist sofort bei der Offenlegungsstelle und der FINMA anzeigen, während bei der Gruppenbildung im Verwaltungsrat bzw. der Koordination von Aktionären durch den Verwaltungsrat keine derartigen Anzeigen gemacht werden. Wahrscheinlich haben Offenlegungsstelle und FINMA in diesem Bereich aber auch nie reagiert, weil eine derartige Zusammenarbeit letztlich zum "natürlichen Leben" einer Gesellschaft gehört – Gesellschaften funktionieren nur, wenn langfristige Aktionäre und Verwaltungsrat einen Konsens über die Strategie der Gesellschaft und ihre Kapitalausstattung finden.

M.E. sollten die obigen Überlegungen nicht dazu führen, sämtliche langfristigen Aktionäre, die im Rahmen eines Verwaltungsrates zusammenarbeiten oder den Verwaltungsrat anderweitig unterstützen, zu meldepflichtigen Gruppen zu erklären. Angemessen wäre hingegen, die heutige Praxis der Offenlegungsstelle, die auf die gesellschaftsrechtlichen und wirtschaftlichen Gegebenheiten einer Gesellschaft und das Zusammenspiel von Aktionär und Verwaltungsrat Rücksicht nimmt, auch auf oppositionelle Aktionäre zu übertragen und ihnen im Sinne einer positiven Corporate Governance mehr Zusammenarbeit zu erlauben, ohne sie mit der Meldepflicht zu belasten. In diesem Sinne spricht die Behandlung der Aktionäre, die im oder mit dem Verwaltungsrat zusammenarbeiten, auch für eine weniger strikte Erfassung oppositioneller Aktionäre als Gruppen. Sollten Offenlegungsstelle und FINMA aber an der strengen Behandlung oppositioneller Aktionäre festhalten, wie dies im Entscheid bezüglich der Ethos Stiftung angetönt worden ist, so müssten sie früher oder später wohl

54 Vgl. hierzu die Ausführungen der Offenlegungsstelle zum "Lock-up" in den Jahresberichten der Offenlegungsstelle der SIX 2005, S. 33 ff., 2006, S. 5 ff., und 2009, S. 64 ff.; ausführlich zu dieser Thematik SCHLEIFFER, S. 155 ff. (dieser jedoch kritisch); ebenfalls kritisch GOTSCHEV, S. 162 ff.

auch die gleichen Massstäbe auf Aktionäre anwenden, die den Verwaltungsrat unterstützen bzw. direkt im Verwaltungsrat vertreten sind und auf dieser Basis zusammenarbeiten bzw. gemeinsam über Anträge Beschluss fassen.

3. Brennpunkt 2: Die Meldepflicht bei Finanzinstrumenten

3.1 Der breite Anwendungsbereich der Meldepflicht

Nachdem 2007 Auseinandersetzungen über die Kontrolle einiger kotierter Unternehmen unter Einsatz von Finanzinstrumenten geführt wurden, die zum damaligen Zeitpunkt nicht meldepflichtig waren[55], wurde die Meldepflicht bei Derivaten massiv ausgedehnt. Während das Parlament mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG eine Bestimmung einzuführen versuchte, welche die missbräuchliche Verwendung von Derivaten ohne Realerfüllung im Zusammenhang mit Übernahmen erfassen wollte und deshalb derartige Derivate der Meldepflicht unterstellte, wenn sie im Hinblick auf eine Übernahme verwendet wurden[56], ging die FINMA bzw. ihre Vorgängerin, die EBK, einen Schritt weiter: Mit Art. 15 BEHV-FINMA unterstellte sie alle Derivate bzw. "Finanzinstrumente", die sich in irgendeiner Weise auf Aktien beziehen, der Meldepflicht. In diesem Sinne sind insbesondere meldepflichtig:

- Erwerb, Veräusserung und Einräumen von Wandel-, Erwerbs- und Verkaufsrechten, die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;
- Erwerb, Veräusserung und Einräumen von Finanzinstrumenten, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie alle weiteren Differenzgeschäfte, die sich auf Aktien beziehen[57].

55 Vgl. Votum Schneider-Ammann, Amtl. Bull. NR 2007, S. 104 f.; Empfehlungen der Übernahmekommission vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (Sachverhaltsdarstellung C); Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2006, S. 2, Ziff. 2.3; IFFLAND/GILLIARD, S. 366 f.

56 Vgl. Votum Schneider-Ammann, Amtl. Bull. NR 2007, S. 105; Erläuterungsbericht der EBK 2007, Ziff. 1.1.2.

57 Vgl. Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA.

Letztlich sind damit sämtliche vertragliche Vereinbarungen meldepflichtig, die zu Lieferungen von Aktien führen können oder bei denen die Zahlungen zwischen den Parteien von der Kursentwicklung bestimmter Aktien abhängen[58].

Bei der Meldung von Finanzinstrumenten muss die Anzahl der Aktien gemeldet werden, auf die sich das betreffende Derivat bezieht. Dementsprechend ist bei Derivaten mit Realerfüllung die Anzahl der Aktien zu melden, die geliefert werden könnten, wenn es zur Lieferung kommt. Bei Derivaten mit Barabgeltung und allen Finanzinstrumenten, die nur Zahlungsströme auslösen, ist dagegen die Anzahl der Aktien zu melden, auf die sich die Berechnung der betreffenden Zahlungsströme bezieht. Soweit sich bei einem Derivat im Zeitpunkt der Ausgabe noch nicht bestimmen lässt, auf welche Anzahl von Aktien sich die Berechnung des Auszahlungsbetrages stützt bzw. wie viele Aktien bezogen oder übertragen werden können, muss die maximal mögliche Anzahl gemeldet werden.

Bei Optionen oder anderen Derivaten, bei denen Zahlungen oder bestimmte Leistungen erst ausgelöst werden, wenn der Kurs einen bestimmten Betrag erreicht[59], ist die Meldepflicht unabhängig von der Höhe dieses Ausübungskurses: Unabhängig davon, ob diese Derivate *in-* oder *out-of-the-money* sind bzw. wie hoch die Wahrscheinlichkeit einer Zahlung bzw. Ausübung ist, muss grundsätzlich immer die gesamte Anzahl der "*underlying*"-Aktien gemeldet werden[60]. Von diesem Grundsatz macht die Offenlegungsstelle nur bei den "digitalen" Finanzinstrumenten eine Ausnahme. Bei diesen Finanzinstrumenten wird ein bestimmter, von der weiteren Kursentwicklung der Aktien unabhängiger Betrag bezahlt, wenn die betreffende Aktie einen bestimmten Betrag über- oder unterschreitet. Diese Instrumente stellen eine "einfache Kurswette" dar, bei der zwar die Tatsache der Zahlung von der Kursentwicklung abhängt, die Höhe der Zahlung aber von vorneherein festgelegt worden ist[61]. In diesen Fällen wird der maximal auszahlbare Betrag durch den Kurs der Aktie im Zeit-

58 Erläuterungsbericht der EBK zum Entwurf BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4; SCHENKER, 2009b, S. 251 ff.; SCHENKER, 2009a, S. 82; kritisch hierzu RYSER/WEBER, S. 121.

59 Z.B. Call- und Put-Optionen, bei denen das Kaufs- bzw. Verkaufsrecht erst sinnvoll ausgeübt werden kann, wenn der Kurs den Ausübungspreis erreicht.

60 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 45 f., Ziff. 3.2.2.1 E.

61 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 50 ff., Ziff. 3.2.2.1 J.

punkt der Ausgabe des betreffenden Derivates geteilt, um die Anzahl der zu meldenden Aktien zu berechnen[62].

Von verschiedener Seite wurde zu Recht kritisiert, dass diese Ausgestaltung der Meldepflicht bei Derivaten die Aussagekraft der Meldungen verringert: Positionen, die sich bei einer wirtschaftlichen Betrachtung sehr nahe beim direkten Aktienbesitz befinden, werden genau gleich ausgewiesen wie Spekulationspositionen, die mit grösster Wahrscheinlichkeit weder je zu einer Zahlung noch zu einem Bezug von Aktien führen und deshalb bei einer wirtschaftlichen Betrachtung sehr weit weg vom Aktienbesitz sind[63]. Aus finanzmathematischer Sicht wäre es theoretisch richtig, die "Nähe" des Derivates zur betreffenden Aktie bzw. die Wahrscheinlichkeit einer Auszahlung oder Übertragung bei der Meldung zu berücksichtigen. Eine Methode, um sich der "theoretisch richtigen" Meldung anzunähern, wäre die Meldung des "Delta"[64], d.h. der Anzahl Aktien, die zur Absicherung der betreffenden Derivatposition von der Partei, die Derivate schreibt, erworben bzw. veräussert werden müssen – damit würde die finanzmathematisch richtige Anzahl der "*underlying*"-Aktien gemeldet, da die Person, welche das Derivat herausgibt, mit grosser Wahrscheinlichkeit genau diese Anzahl von Aktien halten wird und der Erwerber des Derivates so bei einer wirtschaftlichen Betrachtung durch das Derivat den Zugriff auf die betreffende Anzahl Aktien hat[65]. Die Berech-

62 Diese Methode ist finanzmathematisch nicht einleuchtend, trägt aber immerhin dem Umstand Rechnung, dass bei derartigen digitalen Optionen die Anzahl der Optionen bzw. die Anzahl der "underlying"-Aktien für die wirtschaftliche Beurteilung der betreffenden Derivate nicht relevant ist und nur der Gesamtbetrag wesentlich ist, der bei einem Erfolg ausbezahlt wird.

63 RYSER/WEBER 2010, S. 114; SCHENKER, 2009a, S. 80, 91; NOBEL, 2008a, S. 12; siehe auch Eidgenössische Bankenkommission, Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-FINMA) per 1. Januar 2009, Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008, Bern, Juni 2008, S. 13; grundsätzlich zur Thematik der "Überinformation" an Stelle vieler: DRUEY, 1997, S. 37 f., und DRUEY, 2006, S. 589 ff.

64 Allgemein zur Kennzahl des "Delta" vgl. BOEMLE/GSELL/JETZER/NYFFELER/THALMANN, S. 293, welche dieses als Kennzahl definieren, das *"die absolute Veränderung des theoretischen Optionspreises in Abhängigkeit von der Kursveränderung des zugrundeliegenden Basiswerts [...]"* angibt; RENN, 2010a, S. 71 ff.; AUERBACH/GROL/KÜSTER/VOSSMANN, S. 419 ff.

65 Vgl. diesbezüglich ausführlich RENN, 2010b, S. 197 ff., S. 334 f., welcher eine delta-adjustierte Meldepflicht sowohl für Aktien als auch für gewisse Derivate befürworten würde; RENN, 2010b, äussert sich auch zur Einführung einer solchen delta-adjustierten Meldepflicht in Grossbritannien, siehe diesbezüglich FSA, Disclosure of Contracts for Difference, Feeback on Consultation Paper 08/17 and Final Rules, Policy Statement

nung des "Delta" ist allerdings gerade bei komplexen Derivaten äusserst schwierig und immer auch von Parametern abhängig, die zum Teil unterschiedlich bewertet werden[66]. Überdies besteht zum Teil auch ein gewisser Methodenstreit über die Berechnung des "richtigen" Delta. Das eigentliche Problem an der Kennzahl "Delta" ist aber, dass sich diese täglich mit der Veränderung der Aktien ändert. Sie steigt an, wenn sich der Aktienkurs dem Ausübungspreis nähert, und geht zurück, wenn er sich von diesem entfernt. Daher ist dieser theoretisch richtige Ansatz für die Meldung unbrauchbar, da er weder für die meldepflichtigen Personen praktikabel noch für die Marktteilnehmer tatsächlich verständlich ist und zu einer Flut von Meldungen führen würde, mit denen Änderungen in der Anzahl der gemeldeten Aktien offengelegt werden müssten, die sich aus den laufenden Kursveränderungen ergeben[67]. Für die Marktteilnehmer ist die Unschärfe der Meldungen, die sich aus der vom Delta unabhängigen Meldung der Anzahl der *"underlying"*-Aktien ergibt, letztlich das geringere Übel als die Probleme, die sich durch eine "Delta-Meldung" ergeben. Durch die Analyse der publizierten Meldungen können die Marktteilnehmer relativ schnell feststellen, wie stark sich die meldepflichtige Person mit den gemeldeten Derivaten tatsächlich in den Aktien der betreffenden Gesellschaft engagiert hat – in der Meldung müssen bei kotierten Derivaten nämlich die ISIN-Nummer und bei nicht kotierten Derivaten eine Beschreibung der mit dem Derivat verbundenen Rechte aufgeführt werden[68]. Diese Analyse bedingt für den Marktteilnehmer zwar einen gewissen zusätzlichen Aufwand, ermöglicht aber eine klare Beurteilung aller Positionen.

3.2 Derivate, die der Meldepflicht unterliegen

Im Sinne des oben beschriebenen Anwendungsbereiches der melderechtlichen Vorschriften sind heute grundsätzlich alle Derivate meldepflichtig, die sich in irgendeiner Art auf Aktien beziehen[69], wie insbesondere:

09/03, März 2009, S. 4 Abs. 5.3.3 G(2)(b) (Amendments to the Disclosure Rules and Transparency Rules).

66 Dies trifft insbesondere auf die Bewertung der Volatilität zu.

67 A.A. RENN, 2010b, S. 199.

68 Art. 21 Abs. 2 lit. c BEHV-FINMA; die dadurch erfolgende Verminderung der Problematik anerkennt auch RENN, 2010b, S. 198, welcher jedoch eine delta-adjustierte Meldung trotzdem als bevorzugungswürdig erachtet.

69 Erläuterungsbericht der EBK zum Entwurf BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

- **Derivate mit Realerfüllung**

Alle vertraglich vereinbarten Erwerbs- und Veräusserungsrechte, die in irgendeiner Weise zur Übertragung von Aktien führen können, müssen gemeldet werden. Der Meldepflicht als Derivate mit Realerfüllung unterliegen daher auch Mitarbeiter-Optionen, die von einem kotierten Unternehmen ausgegeben werden. Typischerweise führt dies bei den Mitarbeitern meist nicht zu einer entsprechenden Meldepflicht, da deren Beteiligung die Grenzwerte für die Meldepflicht normalerweise nicht überschreitet; beim Unternehmen selber kann sich aber eine Verpflichtung ergeben, wenn die ausgegebenen Optionen gesamthaft einen dieser Grenzwerte überschreiten; in diesem Fall muss eine entsprechende Veräusserungsposition gemeldet werden[70]. Ebenfalls meldepflichtig ist die Veräusserungsposition, die ein Unternehmen hat, wenn es Wandel- oder Obligationsanleihen ausgegeben hat – es ist mit der Ausgabe dieser Obligationen die Verpflichtung eingegangen, Aktien zu liefern.

Sieht ein Derivat eine Realerfüllung vor und ist die Lieferung von Aktien entweder unbedingt vorgesehen oder an Bedingungen geknüpft, die nicht von einer Entscheidung einer der Parteien abhängen, so liegt ein bedingter Kaufvertrag bzw. ein Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzugsdatum vor. Diese Transaktionen sind nicht als Finanzinstrumente, sondern immer als direkter Erwerb bzw. Veräusserung von Aktien zu melden und verändern deshalb direkt den separat meldepflichtigen Aktienbestand der betreffenden Person[71].

[70] Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2008, S. 39, Ziff. 4.3.3; wie dem Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010 zu entnehmen ist, sind eine grosse Anzahl von Unternehmen dieser Pflicht nicht nachgekommen, da sie ihre Verpflichtungen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen offenbar nicht als Veräusserungspositionen betrachtet haben.

[71] Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY/EMMENEGGER, N 487, N 1097; STADELMANN/BIERI, S. 313; SCHENKER, 2009b, S. 262 f.; a.A. BasK-KOLLER, N 34 zu Art. 184 OR; die Offenlegungsstelle geht gemäss Jahresbericht 2010, S. 17 ff., Ziff. 3.2.2, ebenfalls davon aus, dass Finanzinstrumente mit Realerfüllung, welche die unbedingte Lieferung von Aktien vorsehen oder welche an Bedingungen geknüpft sind, die nicht von einer Entscheidung oder Willensäusserung einer der Parteien abhängen, rechtlich als bedingte Kaufverträge bzw. Kaufverträge mit aufgeschobener Erfüllung qualifiziert werden müssen; häufig werden derartige Positionen nicht im Aktienbestand, sondern als Derivate gemeldet. Die Offenlegungsstelle betrachtet dies aber nicht als eine Verletzung der Meldepflicht und macht dementsprechend in diesen Fällen keine Anzeige.

- **Differenzgeschäfte und Swaps**

Bei Differenzgeschäften und Swaps versprechen sich die Parteien gegenseitig Ausgleichszahlungen, die sich am Kurs einer Aktie orientieren[72]. Damit werden alle Finanzinstrumente erfasst, bei denen Zahlungen von Kursentwicklungen von Aktien beeinflusst werden. Grundsätzlich werden damit auch Salärprogramme kotierter Gesellschaften erfasst, bei denen ein Teil des Entgelts, wie insbesondere der Bonus, von der Entwicklung der Aktien abhängig ist, weshalb eine entsprechende Meldung als Veräusserungsposition notwendig ist. Obwohl die BEHV-FINMA keine Ausnahme für Salär- und Boni-Zahlungen enthält, wurden derartige Positionen in der Praxis häufig nicht gemeldet.

- **Cash Exercise Options**

Im Weiteren sind alle Instrumente meldepflichtig, bei denen der Eigentümer eine Auszahlung erhält, wenn der Aktienkurs am Ausübungsdatum einen gewissen Wert überschreitet (Call-Option) bzw. unterschreitet (Put-Option). Diese Cash Exercise Options unterscheiden sich von den oben erwähnten Differenzgeschäften dadurch, dass die Abrechnung nicht beidseitig erfolgt, d.h. die Person, welche das Derivat schreibt, erhält keine Zahlung, wenn der Aktienkurs am Ausübungsdatum den Ausübungspreis unterschreitet (bei Call-Optionen) bzw. überschreitet (bei Put-Optionen), dafür enthält sie im Normalfall eine Prämie, die sie für das überschrittene Risiko kompensiert.

- **Absicherungsgeschäfte**

Meldepflichtig sind auch alle Instrumente, die es einer Partei erlauben, das Risiko, das sie bei Aktienpositionen trägt, ganz oder teilweise auf eine andere Partei zu überwälzen. Auch wenn derartige Absicherungsgeschäfte, bei denen z.B. bestimmte Zahlungen fällig werden, sobald die Aktien einen bestimmten Kurs unterschreiten, von den Beteiligten völlig anders betrachtet werden als Differenzgeschäfte oder Cash Exercise Options, liegen doch Finanzinstrumente vor, die aufgrund der weiten Definition von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA meldepflichtig sind. Die Partei, welche das Risiko fallender Kurse übernimmt, hat eine Erwerbsposition, die Partei, welche sich absichert, eine Veräusserungsposition zu melden.

[72] Daneben ist es auch möglich, dass sich solche Geschäfte auf einen "basket" oder Index beziehen.

- **Strukturierte Produkte**

Häufig werden Differenzgeschäfte oder Optionen mit Barabgeltung mit einer Geldmarktanlage verbunden. Diese Instrumente werden in der Anlagepraxis häufig als "Zertifikate" bezeichnet und weisen in ihrer konkreten Ausgestaltung sehr unterschiedliche Charakteristika auf, die jeweils auf die Bedürfnisse und Wünsche der Anleger in einer bestimmten Marktphase abgestimmt sind. Derartige Kombinationsprodukte sind ebenfalls meldepflichtig, wobei analysiert werden muss, auf wie viele Aktien sich der Derivatteil des Kombinationsproduktes bezieht, damit diese Anzahl *"underlying"*-Aktien gemeldet werden kann[73].

Wenn Derivate Verkaufs- und Kaufspositionen kombinieren, so müssen grundsätzlich beide Positionen gemeldet werden[74]. Die Offenlegungsstelle erlaubt es aber, in diesen Fällen auf eine Meldung zu verzichten, wenn Verkauf und Kauf im Ausgabezeitpunkt gleich wahrscheinlich sind und damit eine Aussage nicht möglich ist[75] – mit dieser Variante gehen die meldepflichtigen Personen allerdings ein gewisses Risiko ein, da immer die Möglichkeit besteht, dass ein derartiges Derivat in einem späteren Zeitpunkt von der Offenlegungsstelle neu analysiert und die Wahrscheinlichkeit plötzlich ganz anders beurteilt wird oder die Offenlegungsstelle sogar zum Schluss kommt, dass das betreffende Instrument zur Umgehung benutzt worden ist. Daher sollten in der Praxis Derivate, die Verkaufs- und Kaufspositionen kombinieren, immer gemeldet werden, sofern die Offenlegungsstelle nicht in einem Vorabentscheid bestätigt hat, dass keine Meldepflicht besteht.

Soweit sich Derivate auf verschiedene Aktien beziehen, die alternativ geliefert werden können bzw. bestimmte Zahlungsströme auslösen, so muss aufgrund der Eigenschaften des Derivates und der Kursdaten am Ausgabezeitpunkt analysiert werden, welche der betreffenden Aktien mit grösster Wahrscheinlichkeit die Auszahlung beeinflusst bzw. geliefert

73 Erläuterungsbericht der EBK 2007, Ziff. 2.3.6; Erläuterungsbericht der EBK 2008, S. 13; vgl. RENN, 2010a, S. 334, der eine analytische Separierung als praktikabel erachtet, wenn das strukturierte Produkt so auf den Erwerb einer bestimmten Aktie zugeschnitten ist, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass es beim Verfall des Produktes zu einer Lieferung des "underlyings" kommt; zu den praktischen Schwierigkeiten von Auftrennung und Meldung komplexer Finanzinstrumente vgl. IFFLAND/GILLIARD, S. 371 f.

74 SCHENKER, 2009a, S. 93; dies ist für die meldepflichtige Person die "sichere" Variante.

75 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 30 ff., Ziff. 3.2.2.1.

oder bezogen werden muss[76]. Bei diesen Aktien muss dann die entsprechende Meldung erfolgen. Nur wenn sich bei dieser Analyse zeigt, dass die Wahrscheinlichkeit für alle Aktien, auf die sich das betreffende Instrument bezieht, gleich gross ist, kann auf eine Meldung verzichtet werden[77]. Da bei der Abschätzung dieser Wahrscheinlichkeiten ein gewisser Beurteilungsspielraum besteht und die Beurteilung in einem späteren Verfahren über die Meldepflicht allenfalls ganz anders ausfällt als ursprünglich gedacht, ist es in diesen Fällen sicherer, Positionen bei allen Aktien zu melden, auf die sich das betreffende Derivat bezieht.

Bezieht sich ein Derivat auf einen *"basket"*[78] oder einen Index, so ist keine Meldung notwendig, wenn sich das Derivat zu weniger als 20% auf einen einzelnen Titel bezieht[79]. Soweit diese Grenze überschritten wird, muss die betreffende Position anteilsmässig gemeldet werden.

3.3 Die "Meldeflut" bei Derivaten

Die oben dargestellten Regeln über die Meldung von Finanzprodukten sind sehr stark vom Gedanken getragen, dass Transparenz nur gesichert werden kann, wenn möglichst jede Finanzposition gemeldet wird, die sich in irgendeiner Weise auf Aktien bezieht und auch in jedem Fall der maximal mögliche Bestand offengelegt wird. Die Idee einer derartigen lückenlosen und umfassenden Offenlegung basiert auf dem Gedanken, dass durch eine solche Offenlegung Umgehungsversuche von Anfang an vermieden werden können. Im Zusammenhang mit der relativ tiefen ersten Meldeschwelle von 3% führt diese Politik zu einer hohen Zahl von Mel-

76 BIERI/NÄNNI, S. 194; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 29, Ziff. 3.2.2.1.

77 BIERI/NÄNNI, S. 194 f.; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 29, Ziff. 3.2.2.1; ähnlich IFFLAND/GILLIARD, S. 372; ebenso RENN, 2010a, S. 333 f., welcher wie die Offenlegungsstelle zum Schluss kommt, dass bei einem Barrier Reverse Convertibles, welcher auf Basiswerten mit ähnlicher Volatilität und gleicher Barriere basiert, keine Meldepflicht besteht, da zum Zeitpunkt der Emission die gleiche Wahrscheinlichkeit in Bezug auf die Lieferung des Titels besteht.

78 Bei einem "basket" bemessen sich die Zahlungsströme nach der durchschnittlichen Kursentwicklung mehrerer Aktien, die zum Teil mit unterschiedlicher Gewichtung in die Berechnung einbezogen werden. Die entsprechenden Derivate unterscheiden sich dadurch von den oben dargestellten Derivaten, dass auf die durchschnittliche Kursentwicklung abgestellt wird und nicht auf die Kursentwicklung einer von mehreren Aktien.

79 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 28, Ziff. 3.2.2.1 BC.

dungen, wobei die Derivatmeldungen sich vor allem auf den Bereich zwischen 3 und 5% konzentrieren[80]. Die betreffenden Meldungen beziehen sich häufig auf Derivate mit relativ geringem Bezug zu den entsprechenden Aktien[81]. Meistens muss auch nur das Finanzinstitut, das die betreffenden Finanzinstrumente ausgibt, eine Meldung machen, da nur dieses den Grenzwert überschreitet, während die Anleger, welche diese Derivate erwerben, nur relativ kleine Positionen haben, die nicht gemeldet werden müssen. Die Emission von derartigen Derivaten hat auf die Meldepflicht überdies meistens noch einen gewissen Multiplikator-Effekt, da sich die Emissionsinstitute selber häufig wieder durch Derivate absichern, die dann ebenfalls wieder gemeldet werden müssen. Insgesamt können die Meldungen von Derivaten und Absicherungsgeschäften bei einzelnen Aktien gesamthaft zu sehr hohen Meldebeständen führen, die gerade zusammen mit den Doppelmeldungen bei Securities Lending[82] und Repo-Geschäften leicht das gesamte Aktienkapital überschreiten können[83].

Die Marktteilnehmer erhalten auf diese Weise sehr viele Informationen, von denen nur wenige für die Kursbildung tatsächlich relevant sind. Dementsprechend liegt die Herausforderung für die Anleger darin, nicht nur auf die Zahl der im Rahmen von Erwerbs- oder Veräusserungspositionen gemeldeten Aktien zu achten, sondern vor allem auch die Meldungen selbst zu analysieren, um festzustellen, ob die gemeldeten Positionen irgendeinen Einfluss auf die Beherrschung des Unternehmens haben oder andere bewertungsrelevante Tendenzen im Aktionariat aufzeigen. Auch wenn für die Anleger damit ein gewisser Aufwand verbunden ist, ist letztlich die lückenlose Transparenz besser als ein Verzicht auf Meldungen, da diese Transparenz dem Anleger mindestens die Chance gibt, durch eine professionelle Analyse die wichtigen Informationen herauszufiltern. Immerhin könnte man sich aber überlegen, die Meldegrenze von 3% bei der Emission von Derivaten durch Banken und Effektenhändler abzuschaffen,

80 BasK-WEBER, N 56 ff. zu Art. 20 BEHG.

81 Insbesondere auf *"out-of-the-money"*-Derivate ohne Realerfüllung, häufig im Rahmen von strukturierten Produkten.

82 In diesem Bereich kommt es zu Doppelmeldungen, da sowohl der Lender wie auch der Borrower die gesamte Position als Erwerbsposition melden und dies bei jedem Teilnehmer wieder zu einer neuen Meldung führt. Zur Meldepflicht von Securities Lending: BasK-WEBER, N 113 zu Art. 20 BEHG; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 55; zur Terminologie der Securities Lending im Allgemeinen: BERTSCHINGER,1994, S. 24 ff.

83 MEIER-SCHATZ, S. 52; METTIER, S. 153; SCHENKER, 2009a, S. 156.

da diese Meldungen bezüglich der Beherrschung von Unternehmen keinerlei Aussagekraft haben.

3.4 Änderungen von Meldungen im Derivatbereich

Gemäss Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA ist jede Änderung, die sich gegenüber dem gemeldeten Sachverhalt ergibt, wiederum zu melden. Wenn sich der Bestand von Aktien und Derivaten verändert, ist eine neuerliche Meldung nur dann notwendig, wenn der neue Bestand einen Grenzwert erreicht bzw. überschreitet oder einen zuvor überschrittenen Grenzwert unterschreitet[84]. Bei Derivaten ist eine Meldung allerdings auch dann notwendig, wenn die gemeldeten Derivate durch neue Derivate ersetzt werden, selbst wenn sich durch die betreffende Meldung der gesamte Bestand der Aktien, welche der betreffende Anleger aufgrund seiner Derivatposition melden muss, nicht ändert[85]. Ein derartiger *"roll-over"* von Derivaten ist immer notwendig, wenn eine Partei ihren Derivatbestand aufrechterhalten will, die vorhandenen Derivate aber eine beschränkte Laufzeit haben. Ein neues Derivat, das eine derartige Änderungsmeldung auslösen kann, liegt immer vor, wenn das neue Derivat eine andere ISIN-Nummer aufweist oder wenn – bei nicht kotierten Derivaten – ein neuer Vertrag über ein Derivat abgeschlossen wird bzw. wesentliche Punkte (wie insbesondere Ausübungspreis oder Frist) bei einem derartigen Derivatvertrag geändert werden. Um allzu viele Meldungen bei *"roll-over"*-Transaktionen zu vermeiden, hat die Offenlegungsstelle allerdings eine Grenze von 3% festgelegt: Eine Änderungsmeldung ist beim Derivatbestand deshalb immer nur dann notwendig, wenn 3% des ursprünglich gemeldeten Derivatbestandes durch neue Derivate ersetzt worden sind[86].

Die Meldepflicht bei Änderungen im Derivatbestand mag auf den ersten Blick als überflüssig erscheinen, da sich der Bestand der gemeldeten Aktien nicht ändert. Die Änderungsmeldung ist aber deshalb notwendig, weil der gemeldete Bestand bei Derivaten noch keinen Rückschluss darauf zulässt, inwieweit die Meldung einen Bezug zu den Beherrschungsverhältnissen an der betroffenen Gesellschaft hat. Erst durch eine Analyse

84 Vgl. Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA i.V.m. Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA; METTIER, S. 152 f.; SCHENKER, 2009a, S. 95.

85 SCHENKER, 2009a, S. 95 ff.

86 VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, S. 2 f.; Zur Festlegung der Schwellenwerte: Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 47 f.; NOBEL, 2008b, S. 2; BasK-WEBER, N 58 zu Art. 20 BEHG.

der Eigenschaften der gemeldeten Derivate kann abgeschätzt werden, inwieweit die gemeldeten Derivate einen Einfluss auf die Beherrschungsverhältnisse haben. Werden die Derivate durch neue ersetzt, so müssen die Anleger darüber informiert werden, ob sich damit Umstände verändert haben, die für die Beherrschung der Gesellschaft wesentlich sind, weil z.B. *"out-of-the-money"*-Optionen durch *"in-the-money"*-Optionen oder Derivate ohne Realerfüllung durch Derivate mit Realerfüllung ersetzt worden sind und damit die Wahrscheinlichkeit einer Aktienübertragung gestiegen ist[87]. Der von der Offenlegungsstelle festgelegte Grenzwert von 3% für die Meldung derartiger Änderungen ist aus Sicht der Marktteilnehmer ebenfalls sinnvoll, da Änderungen, die eine geringere Anzahl von Aktien betreffen, schon von vorneherein keine Bedeutung für die Beherrschung der Gesellschaft haben können.

4. Brennpunkt 3: Indirekte Beteiligungen

4.1 Der Begriff des indirekten Haltens

Gemäss Art. 20 BEHG sind direkte wie auch indirekte Beteiligungen zu melden. Als indirekte Beteiligungen gelten gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA *„alle anderen Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können"*. Diese Bestimmung ist äusserst breit formuliert und lässt dementsprechend der Interpretation einen weiten Spielraum. Sie wurde in den ersten zehn Jahren, in denen das Melderecht zur Anwendung kam[88], im Wesentlichen dahingehend ausgelegt, dass als indirekter Besitzer von Aktien jede Person galt, die zwar nicht selbst Aktien hielt, faktisch aber über die Ausübung der mit diesen Aktien verbundenen Stimmrechte entscheiden konnte[89].

Der Begriff des indirekten Haltens wurde ab 2007, d.h. ab dem Zeitpunkt, als das Melderecht als Waffe im Kampf gegen unliebsame Übernehmer entdeckt wurde, sehr stark ausgedehnt. Um die Meldepflicht auf Investoren auszudehnen, die Positionen durch den Einsatz von Derivaten ohne Realerfüllung aufgebaut hatten, hat die FINMA bzw. ihre Vorgängerin, die EBK, den Begriff des indirekten Haltens dahingehend erweitert,

87 METTIER, S. 97 ff.
88 Dies waren die Jahre 1997-2006.
89 METTIER, S. 109 f.; SCHENKER, 2009a, S. 146; ausführlich zu Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA: BasK-WEBER, N 76 ff. zu Art. 20 BEHG.

als dass nun alle Verhältnisse erfasst werden, die es einer Person erlauben, sich in irgendeiner Weise Aktien zu verschaffen. Diese weitgehende Ausdehnung hat das Bundesgericht in BGE 136 II 304, E. 7.7, wie folgt zusammengefasst:

„In Analogie dazu schliesst der vom Gesetz separat erfasste "indirekte Erwerb" alles geschäftliche Handeln ein, das den Aufbau einer für die Meldepflicht massgeblichen Beteiligung trotz Auseinanderfallens der wirtschaftlichen und formalen Berechtigung objektiv ermöglicht bzw. das im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln kann, wenn aufgrund der Umstände darauf geschlossen werden muss, dass eine solche Beteiligung auch angestrebt wird. Ausschlaggebend ist mithin ein faktisches und nicht juristisches Kriterium."

4.2 Anwendungsfälle indirekten Haltens

Die klassischen Anwendungsfälle des indirekten Haltens sind Verhältnisse, bei denen eine Person zwar nicht rechtlich Eigentümer ist, aber über Treuhandverhältnisse oder beherrschte Gesellschaften die Stimmrechte an den betreffenden Aktien entscheiden kann. Der oben dargestellte, sehr breite Begriff des indirekten Haltens führt aber dazu, dass zusätzlich zu diesen Fällen jede Sicherung des zukünftigen Erwerbs von Aktien unter diesen Begriff subsumiert werden kann[90]. In diesem Sinne hat das Bundesgericht im oben genannten Entscheid betreffend Laxey Partners Ltd. festgestellt, dass der Abschluss von "Contracts for a Difference" als indirekter Erwerb der Aktien betrachtet werden muss, da die Finanzinstitute, welche die betreffenden Differenzgeschäfte geschrieben hatten, zur Sicherung ihrer Positionen die entsprechenden Aktien hielten und diese nach der Auflösung dieser Finanzinstrumente an Laxey Partners Ltd. verkauften, was *„im Ergebnis"* dazu führte, dass Laxey Partners Ltd. die entsprechenden Stimmrechte erwerben konnte[91]. Aufgrund ähnlicher Überlegungen stellte die FINMA im Fall Behr / Sia Abrasives fest, dass ein indirektes Halten vorliegt, wenn eine Bank bei verschiedenen Anlegern Aktienpakete platziert und dabei die Absicht hat, diese zu einem späteren Zeitpunkt an einen Investor zu verkaufen, der die Gesellschaft übernehmen will[92]. Dieser sehr weite Begriff des indirekten Haltens ist allerdings

90 Vgl. Schenker, 2009a, S. 86.
91 BGE 136 II 304, E. 7.8; ausserdem KUNZ, 2010, S. 1475 ff.
92 Jahresbericht der FINMA 2009, S. 70 f.

durch die Einführung der oben in Ziff. 3.1 dargestellten, umfassenden Meldepflicht von Finanzinstrumenten so weit entlastet worden, als nach der Praxis der Offenlegungsstelle Differenzgeschäfte und ähnliche Transaktionen als Finanzinstrumente zu melden sind und nicht mehr als indirekt gehaltener Aktienbestand.

4.3 Abgrenzungsschwierigkeiten bei Verhandlungen über Beteiligungsverkäufe

Da die Offenlegungsstelle und die FINMA unter Berufung auf BGE 136 II 304 ein indirektes Halten immer dann annehmen, wenn zwischen zwei Personen ein rechtliches oder faktisches Verhältnis besteht, das es einer Person erlaubt, die Aktien der anderen zu erwerben, stellt sich die Frage, wann es zur Meldepflicht kommt, wenn zwei Personen über den Verkauf einer Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft verhandeln.

Der blosse Umstand, dass zwei Parteien über den Verkauf eines Aktienpakets verhandeln, führt zwar dazu, dass die Wahrscheinlichkeit einer Transaktion, d.h. einer Übertragung von Stimmrechten, steigt. Da der Verkäufer vor einer Einigung über den Preis aber nicht die Absicht hat, die Aktien tatsächlich zu übertragen, kann diese erhöhte Wahrscheinlichkeit trotz der oben erwähnten sehr breiten Formulierung des Bundesgerichtes in BGE 136 II 304, E. 7.7, noch nicht als indirektes Halten gewertet werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Transaktion steigt noch einmal, wenn eine Partei der anderen während der Verhandlungen Exklusivität zusichert, da die Aktien während der Dauer der Exklusivitätsvereinbarung für den potentiellen Erwerber "reserviert" sind. Obwohl in einer derartigen Konstellation der Verkäufer mindestens die latente Absicht hat, die Aktien dem potentiellen Käufer zu übertragen, und durch die Exklusivitätsvereinbarung Dritte vom Erwerb ausgeschlossen werden, liegt m.E. noch keine Meldepflicht vor, da der zweite Satz von Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA die blosse Absichtserklärung noch nicht der Meldepflicht unterstellt und die Vereinbarung einer Verhandlungsexklusivität nicht weitergeht als eine Absichtserklärung. Nachdem zu dieser Frage aber keine Präjudizien vorliegen, empfiehlt es sich, bei Exklusivitätsvereinbarungen mit der Offenlegungsstelle Kontakt aufzunehmen, um vor dem Abschluss einer derartigen Vereinbarung die Frage des indirekten Haltens konkret abzusprechen. Falls der Verwaltungsrat der betroffenen Gesellschaft der geplanten Transaktion negativ gegenübersteht, besteht sonst die Gefahr,

dass er eine entsprechende Anzeige einreicht und dies für die Parteien ein sehr unangenehmes Verfahren auslöst.

5. Brennpunkt 4: Bussen

5.1 Bussen als Sanktion für Verletzung der Meldepflicht

5.1.1 Vorsätzliche Meldepflichtverletzung

Gemäss Art. 41 BEHG werden Personen, welche die in Art. 20 BEHG vorgesehene Meldepflicht vorsätzlich missachten, mit einer Busse bestraft[93], wobei sich die mögliche Busse gemäss Art. 41 Abs. 2 BEHG auf maximal 200% der betragsmässigen Differenz zwischen dem Anteil, über den der Meldepflichtige neu verfügt, und dem letzten von ihm gemeldeten Anteil beläuft[94]. Die in Art. 41 BEHG vorgesehene Busse kann damit Beträge erreichen, die weit über den Beträgen liegen, die sonst im Wirtschafts- bzw. Börsenrecht als Geldstrafe verhängt werden können[95]. Mit diesen Beträgen wird auch der Rahmen weit überschritten, der bei Delikten gemäss StGB als Geldstrafe oder Busse verhängt werden kann.

Die extrem hohe Bussandrohung für eine vorsätzliche Verletzung der Meldepflicht soll primär generalpräventive Wirkung haben und durch ihre Höhe die verantwortlichen Personen von Meldepflichtverletzungen abhalten[96]. Häufig wird die Höhe der Busse auch damit gerechtfertigt, dass tiefere Bussen von Investoren, die ein Unternehmen übernehmen wollen, nur als zusätzliche Positionen in den "Transaktionskosten" betrachtet werden[97]. Ob diese Abschreckungswirkung nach rechtsstaatlichen Grund-

93 Zum Tatbestand im Einzelnen METTIER, S. 158; HERTIG/MEIER-SCHATZ/ROTH/ROTH/ZOBL, N 64 zu Art. 40-44 BEHG; NATER, S. 104 ff.

94 BERTSCHINGER, 1997, S. 286; kritisch zur Höhe der Bussen: VON BÜREN/BÄHLER, S. 396; METTIER, S. 89 f.

95 NOBEL, 2008a, S. 2, bezeichnet daher Art. 20 Abs. 2bis BEHG als "exorbitante Strafnorm"; VON BÜREN/BÄHLER, S. 396; vgl. die Berechnungsbeispiele bei LÜTOLF/SCHINDLER, S. 136 f., mit Kritik an der Höhe sowie am Ermessensspielraum bei der Festsetzung der Strafe.

96 Vgl. Amtl. Bull. 2007, N 96 f.: Verschiedene Votanten im Nationalrat betonen diese Abschreckungswirkung; HERTIG/MEIER-SCHATZ/ROTH/ROTH/ZOBL, N 63 zu Art. 41 BEHG.

97 Vgl. Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 3, Ziff. 1.1., in welchem die Offenlegungsstelle solche Bussen als Beträge bezeichnet, die aus der Portokasse bezahlt werden können (*"out-of-pocket expenses"*).

sätzen tatsächlich eine derart exorbitante Busse rechtfertigen kann, ist allerdings fraglich. Dies vor allem, wenn der ethische Unrechtsgehalt einer Meldepflichtverletzung mit anderen, üblicherweise mit Busse bzw. Geldstrafe verfolgten Delikten und den dabei ausgefällten Beträgen verglichen wird[98].

5.1.2 Fahrlässige Meldepflichtverletzung

Gemäss Art. 41 Abs. 3 BEHG ist auch die fahrlässige Verletzung der Meldepflicht strafbar, wobei sich die Busse auf maximal CHF 1 Mio. beläuft[99]. Damit wird ein fahrlässiger Verstoss gegen administrative Vorschriften in einer Weise kriminalisiert, die sich bei anderen Verstössen gegen verwaltungsrechtliche Vorschriften, beispielsweise im Baurecht, Landwirtschaftsrecht oder Ausländerrecht, nicht oder in wesentlich geringerem Mass findet.

Die Kriminalisierung fahrlässiger Meldepflichtverletzungen ist m.E. problematisch, da sich in Anbetracht der Komplexität der Regeln über die Meldepflicht und der kurzen Fristen, die zur Abgabe einer Meldung zur Verfügung stehen, fast zwangsläufig Probleme bei der Formulierung derartiger Meldungen ergeben. Im Übrigen zeigt auch die Praxis der Offenlegungsstelle, dass sich bei den einzelnen Meldungen immer wieder Fehler einschleichen, wie z.B. eine falsche oder ungenügende Darstellung von Beherrschungsketten beim indirekten Erwerb oder ungenügende Bezeichnungen von Derivaten oder Berechnungsfehler bei Derivaten. Bei derartigen Fehlern werden keine Rechtsgüter gefährdet, und den Beteiligten kann im Normalfall auch keinerlei kriminelle Energie vorgeworfen werden[100].

Der Zweck der Bestrafung fahrlässiger Meldepflichtverletzungen ist letztlich unklar – er kann höchstens darin liegen, dass Personen in "schadensgeneigten" Funktionen grössere Anstrengungen unternehmen, um die Regeln über die Meldepflicht einzuhalten. Dieser Zweck kann von vornherein aber nur bei den professionellen Marktteilnehmern greifen, die im Rahmen ihrer Compliance-Systeme entsprechende Massnahmen einleiten

[98] Z.B. fahrlässige Tötung, fahrlässige Körperverletzung oder zahlreiche SVG-Delikte, bei denen mindestens die abstrakte Gefahr einer Lebensgefährdung besteht; vgl. Votum Schwander, Amtl. Bull. 2007, N 96.

[99] BRÜGGER, S. 120 f.

[100] Kritisch zur Bestrafung von fahrlässigen Meldepflichtverletzungen: IFFLAND/GILLIARD, S. 378.

können. Bei privaten Marktteilnehmern, die bei kleinen kotierten Unternehmen auch einmal die Grenzwerte von 3% oder 5% erreichen können, tritt diese Wirkung nicht ein. Da sich die meldepflichtigen Vorgänge bei diesen Anlegern nicht regelmässig wiederholen, kann von diesen Anlegern nicht erwartet werden, dass sie zur Sicherstellung der korrekten Meldung einen Compliance-Beauftragten anstellen. Bei solchen Marktteilnehmern besteht daher unabhängig von der Strafdrohung eine erhebliche Gefahr, dass sie innert der vier Tage, in denen gemäss Art. 22 Abs. 1 BEHV-FINMA eine Meldung gemacht werden muss, einen Fehler machen und entsprechend kriminalisiert werden.

5.2 Die bestrafte Person

Bei Art. 41 BEHG handelt es sich um ein Sonderdelikt, das nur von der meldepflichtigen Person begangen werden kann, d.h. von der Person, die an den betreffenden Aktien oder meldepflichtigen Derivaten wirtschaftlich berechtigt ist. Zusätzlich können gemäss Art. 5 VStrR[101] aber auch Anstiftung und Gehilfenschaft strafrechtlich erfasst werden[102].

Wenn eine juristische Person oder Personengesellschaft ihre Meldepflicht verletzt, so sind gemäss Art. 6 Abs. 1 VStrR diejenigen natürlichen Personen strafbar, welche die Tat verübt haben. Da es sich bei Art. 41 BEHG um ein Unterlassungsdelikt handelt, ist für die Frage der Strafbarkeit entscheidend, welche Person im Rahmen der betreffenden Gesellschaft die Pflicht hatte, für die Einhaltung der Meldepflicht zu sorgen. Wenn die organisatorischen Regeln der betreffenden Gesellschaft nichts anderes vorsehen, so ist das oberste geschäftsführende Organ für die Einhaltung der Meldepflicht zuständig[103]. Die Verantwortung kann aber durch entsprechende organisatorische Regeln auch auf andere Organe oder Mitarbeiter wie z.B. einen Compliance-Beauftragten übertragen werden. Bei einer gültigen Delegation dieser Aufgabe werden die betreffenden Personen auch in strafrechtlicher Hinsicht verantwortlich.

Die Regeln zur Ermittlung der strafbaren Personen zeigen, dass diese selbst oft nur ein beschränktes oder sogar gar kein finanzielles Interesse an den Beständen haben, deren Meldung in Frage steht, und dass diese vor

[101] Bundesgesetz vom 22. März 1974 über das Verwaltungsstrafrecht (VStrR), SR 313.0.

[102] HERTIG/MEIER-SCHATZ/ROTH/ROTH/ZOBL, N 70 zu Art. 40-44 BEHG; METTIER, S. 87 f.

[103] SCHENKER, 2009a, S. 194.

allem von einer Meldepflichtverletzung auch in keiner Weise persönlich profitieren[104]. So hat der Mitarbeiter, der in einer Finanz- oder Investmentgesellschaft die Funktion eines Compliance-Beauftragten wahrnimmt, normalerweise keine persönlichen Vorteile bei einer Meldepflichtverletzung und bezieht meist auch ein Salär, das im Vergleich zum Strafrahmen äusserst gering ist.

5.3 Die Bemessung der Busse

Die Höhe der Busse muss im Rahmen des gesetzlichen Strafmasses festgelegt werden. Innerhalb des sehr breiten Rahmens, der sich gemäss Art. 41 Abs. 2 und 3 BEHG bei der vorsätzlichen Meldepflichtverletzung von CHF 1 bis zum zweifachen Wert der nicht gemeldeten Beteiligung erstreckt[105] bzw. bei der fahrlässigen Meldepflichtverletzung von CHF 1 bis zu CHF 1 Mio. reicht, müssen die normalen strafrechtlichen Kriterien für die Bemessung der Strafe angewendet werden, weshalb insbesondere die folgenden Kriterien berücksichtigt werden müssen:

- **Intensität der Verletzung und Folgen für die Aktionäre**

Bei der Bemessung der Strafe muss primär berücksichtigt werden, wie gross die Abweichung zwischen der tatsächlichen Position und der zuletzt gemeldeten Position bzw. bei bloss fehlerhaften Meldungen zwischen der tatsächlichen und der korrekten Meldung ist und welche Auswirkungen die betreffende Meldung auf den Informationsstand der übrigen Marktteilnehmer hat. Dies führt dazu, dass Meldepflichtverletzungen, die im Bereich von 3% und 5% liegen, eine wesentlich weniger hohe Strafe rechtfertigen als Meldepflichtverletzungen, welche in höheren Bereichen liegen, da Meldungen im Bereich von 3% bis 5% für Kaufs- und Verkaufsentscheide der Marktteilnehmer kaum von Bedeutung sind[106]. Die gleiche Überlegung führt auch dazu, dass Fehler bei der Meldung von Derivaten, die *"out-of-the-money"* sind oder sich nicht auf eine Realerfüllung beziehen, milder beurteilt werden, da diese erfahrungsgemäss überhaupt keinen Einfluss auf die Kaufs- und Verkaufsentscheidungen der Marktteilnehmer

[104] SCHENKER, 2009a, S. 195.
[105] Vgl. dazu die Berechnungsbeispiele bei LÜTOLF/SCHINDLER, S. 136 f.
[106] LÜTOLF/SCHINDLER, S. 135 ff.; RYSER/WEBER; vgl. zudem Votum Leutenegger Oberholzer, Amtl. Bull. 2007, N 1058, die nach der Einigungskonferenz zuhanden des Protokolls festhielt, dass die Strafe in einem "klaren Bezug zur Tat" stehen muss.

haben[107]. Daher können natürlich auch Fehler, die sich nur auf die Berechnung des meldepflichtigen Bestandes oder die genaue Darstellung der Verhältnisse beziehen, die als indirektes Halten qualifiziert werden, von vorneherein nicht mit hohen Strafen belastet werden, da der wesentliche Gehalt der Meldung, nämlich die Überschreitung des relevanten Grenzwertes, bzw. die Personen, welche die Aktien halten, offengelegt worden sind und damit die für die Kursgestaltung und Entscheidungsprozesse der Anleger entscheidenden Informationen publiziert worden sind.

- **Verschulden**

Gemäss Art. 47 StGB muss die Strafe dem Verschulden angepasst werden. Dies führt insbesondere dazu, dass Fehlentscheide in komplexen Grenzfällen anders zu beurteilen sind als das Unterlassen der Meldung in klaren Fällen, das mit der Absicht verbunden ist, den Erwerb zu verheimlichen[108].

Bei der Beurteilung fahrlässiger Regelverstösse muss insbesondere berücksichtigt werden, ob leichte Fahrlässigkeit oder ein grobfahrlässiger Regelverstoss vorliegt. Leichte Fahrlässigkeit ist gegeben, wenn der für die Meldung verantwortlichen Person ein Fehler unterlaufen ist, der auch bei üblicher Aufmerksamkeit geschehen kann – eine Situation, die gerade aufgrund der Komplexität, welche Meldungen bei Derivaten oder beim indirekten Erwerb erreichen können, auftreten kann.

- **Persönliche Umstände des Täters**

Die Strafe muss gemäss Art. 47 StGB auch den persönlichen Umständen des Täters angepasst werden[109]. Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, ob der Angeschuldigte von der Meldepflichtverletzung in wirtschaftlicher Hinsicht profitiert hat oder ob er als Leitungsorgan einer juristischen Person oder Compliance-Verantwortlicher eines institutionellen Anlegers ohne direkten persönlichen Gewinn strafbar wurde. Gerade bei diesen Personen muss berücksichtigt werden, dass die Geldstrafe tief in

[107] Vgl. hierzu die Ausführungen in Ziff. 3.1.
[108] SCHENKER, 2009a, S. 196.
[109] Vgl. Votum Leutenegger Oberholzer, Amtl. Bull. 2007, N 1058, die nach der Einigungskonferenz zuhanden der Materialien ausdrücklich festhielt, dass die persönlichen Verhältnisse von Täter bzw. Täterin bei der Festlegung des Strafmasses zu würdigen seien.

ihre persönlichen Vermögensverhältnisse eingreift, weshalb ein realistisches Strafmass zu finden ist[110].

Die Strafe muss aufgrund der Kohärenz der Rechtsordnung auch an den Bussen und Geldstrafen gemessen werden, die in anderen Bereichen des Straf- und Verwaltungsrechts tatsächlich verhängt werden. Die Behörden müssen im Strafrecht eine einheitliche und für die Rechtsunterworfenen verständliche Wertung strafrechtlichen Verhaltens zur Anwendung bringen – es darf deshalb nicht vorkommen, dass gegen einen Compliance-Beauftragten wegen einer fahrlässigen Meldepflichtverletzung eine Busse verhängt wird, die seinen Jahresverdienst um ein Mehrfaches übersteigt, während ein Taxifahrer, der bei der Ausübung seines Berufs eine fahrlässige Tötung begeht, mit einer Busse oder Geldstrafe belegt wird, die sich nur auf einen Bruchteil dieses Betrages beläuft.

5.4 Die Praxis der Behörden

Die Offenlegungsstelle der SIX überprüft routinegemäss alle Meldungen bezüglich allfälliger Abweichungen von den gesetzlichen Vorschriften. 2010 gingen bei der Offenlegungsstelle insgesamt 1'024 Meldungen ein[111]. Davon war ein grosser Teil mangelhaft, wobei gemäss den verschiedenen Jahresberichten der Offenlegungsstelle vor allem Beherrschungsstrukturen beim indirekten Erwerb unzureichend oder unvollständig dargestellt werden[112], die gemeldeten Prozentsätze unrichtig berechnet werden, bei Gruppenmeldungen Wechsel in der Gruppe nicht immer gemeldet werden oder Offenlegungsmeldungen nur der Gesellschaft oder nur der Börse, und nicht wie in Art. 20 Abs. 1 BEHG vorgesehen, beiden zugestellt werden[113].

Die Offenlegungsstelle meldet offenbar konsequent alle fehlerhaften Meldungen der FINMA zur strafrechtlichen Verfolgung. Im Jahr 2010 hatte dies den Effekt, dass die Zahl der Anzeigen an die FINMA bei rund 10% der Gesamtzahl aller Meldungen lag[114]. Die Offenlegungsstelle geht

110 Vgl. dazu Voten Leutenegger Oberholzer und Merz, Amtl. Bull 2007, N 97.
111 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 169.
112 Grundsätzlich muss gemäss Art. 21 BEHV-FINMA die gesamte Beherrschungskette offengelegt werden.
113 Dazu beispielhaft Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2009, S. 97; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 170.
114 Im Jahr 2010 zeigte die Offenlegungsstelle bei der FINMA insgesamt 111 Verletzungen an; Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 172; Medienmitteilung

offenbar davon aus, dass die FINMA in allen diesen Fällen eine Anzeige beim Eidgenössischen Finanzdepartement machen muss, welches dann einen Strafbefehl erlassen oder ein Strafverfahren durchführen sollte. Die Offenlegungsstelle – welche aufgrund fehlender hoheitlicher Kompetenzen im Gegensatz zur FINMA keine rechtliche Möglichkeiten hat, mögliche Verdachte selber abzuklären[115] – hält in ihrem Jahresbericht auch ein gewisses Unbehagen darüber fest, dass es trotz ihren zahlreichen Anzeigen zu sehr wenigen Bussverfahren kommt[116].

Die FINMA und das Eidgenössische Finanzdepartement konzentrieren sich bei der Verfolgung von Meldepflichtverstössen auf vorsätzliche Meldepflichtverstösse, verfolgen zum Teil aber auch Verstösse, bei denen grobfahrlässig gehandelt wird[117]. Auch wenn diese zurückhaltende Praxis offensichtlich den Intentionen der Offenlegungsstelle der SIX widerspricht, nach deren Ansicht jede Verletzung verfolgt werden muss, da immer mindestens eine leichte Fahrlässigkeit vorliegt[118], ist diese Haltung in Anbetracht des beim Übertretungsverfahren zulässigen Opportunitätsprinzips richtig. Auf diese Weise wird verhindert, dass ein ganzer Wirtschaftsrechtsbereich kriminalisiert und mit Bussen belegt wird.

Gerade vor diesem Hintergrund wäre aber durchaus zu überlegen, ob im Sinne einer Gesetzesänderung nicht vorgesehen werden sollte, dass die Behörden bei leichten Fällen der fahrlässigen Verletzung von einer Bestrafung Umgang nehmen können. In Anbetracht des sehr geringen "kriminellen" Gehalts einer fahrlässigen Meldepflichtverletzung könnte dieser Tatbestand sogar völlig gestrichen oder auf Fälle beschränkt werden, in denen gar keine Meldung erfolgt.

der Offenlegungsstelle der SIX vom 24. Mai 2011, "Durchsetzung der Offenlegungspflicht entscheidend für Glaubwürdigkeit der Marktregulierung".
115 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 171.
116 Medienmitteilung der Offenlegungsstelle der SIX vom 24. Mai 2011.
117 Gesetzlich ist neben dem Vorsatz in Art. 41 Abs. 1 BEHG seit der Revision des BEHG in Abs. 3 auch die Fahrlässigkeit verankert. Nach ständiger Praxis des Bundesgerichts umfasst die Bestimmung von Art. 41 Abs. 1 BEHG auch den Eventualvorsatz, vgl. dazu BGE 103 IV 67 f.; BasK-WEBER, N 6 f. zu Art. 41 BEHG.
118 Jahresbericht der Offenlegungsstelle der SIX 2010, S. 171 f.

Literaturverzeichnis

AUERBACH, DIRK/GROL, THOMAS/KÜSTER, NADINE/VOSSMANN, FRANK: Behandlung von OTC-Derivaten nach der Solvabilitätsverordnung, in: ZEREY, JEAN-CLAUDE (Hrsg.): Finanzderivate, 2. Aufl., Baden-Baden 2010, S. 419.

BERTSCHINGER, URS (1994): Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Bd. I, Zürich 1994.

BERTSCHINGER, URS (1997): Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, S. 284.

BIERI, NOËL/NÄNNI, MATTHIAS: Das revidierte Offenlegungsrecht in der Praxis, in: REUTTER, THOMAS U./WERLEN, THOMAS (Hrsg.): Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich/Basel/Genf 2011, S. 194.

BÖCKLI, PETER: Schweizer Aktienrecht, Zürich/Basel/Genf 2009.

BOEMLE, MAX/GSELL, MAX/JETZER, JEAN-PIERRE/NYFFELER, PAUL/THALMANN, CHRISTIAN: Geld-, Bank und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002.

BRÜGGER, URS: Transparenz im Aktionariat von Publikumsgesellschaften: Der tatsächliche Aktionär ist und bleibt oft ein Phantom, in: VOGT, NEDIM PETER/STUPP, ERIC/DUBS, DIETER (Hrsg.): Liber Amicorum, Zürich/St. Gallen 2008, S. 120.

CLARK, ROBERT C.: Corporate Law, New York 1986.

DRUEY, JEAN NICOLAS (1997): Die Meldepflicht, SZW, Sondernummer 1997, S. 36.

DRUEY, JEAN NICOLAS (2006): Der Informations-Fetischismus, in: KRAMER, ERNST A./NOBEL, PETER/WALDBURGER, ROBERT (Hrsg.): Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, S. 589.

EASTERBROOK, FRANK A./FISCHEL, DANIEL R.: Voting in Corporate Law, 26 Journal of Law and Economics, 395, 1983, S. 427.

FERRARINI, GUIDO: Corporate Ownership and Control, in: OECD (Hrsg.): Company Law Reform in OECD countries, comparative outlook of current trends, 2001, S. 2.

FREI, STEPHAN N.: Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 9/1996, S. 723.

GAUCH, PETER/SCHLUEP, WALTER R./SCHMID, JÖRG/REY, HEINZ/EMMENEGGER, SUSANNE: Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht, 9. Aufl., Zürich 2008.

GOTSCHEV, GEORG: Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss., Zürich/Basel/Genf 2005, S. 137.

HERTIG, GÉRARD/MEIER-SCHATZ, CHRISTIAN/ROTH, ROBERT/ROTH, URS P./ZOBL, DIETER (Hrsg.): Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 2000.

HÖHN, JAKOB: "Acting in Concert" im Schweizerischen Übernahmerecht: Die Begriffe "Handeln in gemeinsamer Absprache" und "Organisierte Gruppe", in: ZINDEL, GAUDENZ G./PEYER, PATRIK R./SCHOTT, BERTRAND F. (Hrsg.): Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich 2008, S. 35.

HONSELL, HEINRICH/VOGT, NEDIM PETER/WIEGAND, WOLFGANG (Hrsg.) (BasK-BEARBEITER): Basler Kommentar zum Obligationenrecht I, Basel 2007.

IFFLAND, JACQUES: Groupes et action de concert dans la loi sur les bourses, in: THÉVENOZ, LUC/BOVET, CHRISTIAN (Hrsg.): Journée 2003 du droit bancaire et financier, Zürich 2004, S. 170.

IFFLAND, JACQUES/GILLIARD, NADIA: Les nouvelles règles en matière de publicité des participations importantes, in: GesKR 2/2007, S. 366.

JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H.: Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure, 5 Journal of Financial Economics, 305, 1976.

KISTLER, PASCAL M.: Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Diss., Zürich 2001, S. 190.

KÜNG, MANFRED/HUBER, FELIX M./KUSTER, MATTHIAS: Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 1998.

KUNZ, PETER V. (2008): Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsengesetz, SZW 2008, S. 284.

KUNZ, PETER V. (2010): Contracts for Difference (CFD): Offenlegungs- bzw. Meldepflicht nach Art. 20 BEHG, AJP 11/2010, S. 1475.

LÜTOLF, SANDRA/SCHINDLER, BENJAMIN: Ausgewählte Probleme der Strafbestimmungen des Börsengesetzes, ZSW 1998, S. 136.

MARGIOTTA, ADRIANO/CHABLOZ, ISABELLE: Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2005, S. 204.

MEIER-SCHATZ, CHRISTIAN: Meldepflichten und Übernahmeangebote: Gedanken zu den neuen Ausführungsverordnungen, AJP 1998, S. 53.

METTIER, SUSANNE: Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss., Zürich 1999, S. 38.

NATER, MARC SVEN: Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Diss., Zürich 2001.

NOBEL, PETER (1998): Börsengesellschaftsrecht?, in: VON BÜREN, ROLAND (Hrsg.): Aktienrecht 1992-1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, S. 306.

NOBEL, PETER (2004): Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 2004, S. 925.

NOBEL, PETER (2008a): Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht/Le point sur le droit bancaire et des marchés des capitaux, SJZ 2008, S. 12.

NOBEL, PETER (2008b): Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären, Jusletter vom 4. Februar 2008, S. 2.

RAGGENBASS, MARC E.: Übernahmestrategien eines Bieters zum Erwerb von 100% der Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft, Zürich 1999, S. 54.

RENN, CHRISTIAN (2010a): Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen – Eine Analyse der börsenrechtlichen Meldepflicht aus ökonomisch-juristischer Sicht, in: ZOBL, DIETER/GIOVANOLI, MARIO/WEBER, ROLF H. (Hrsg.): Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 95, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 147.

RENN, CHRISTIAN (2010b): Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Finanzderivaten, SZW 3/2010, S. 197.

RÖTHLISBERGER, ALAIN P.: Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse bei Publikumsgesellschaften, Diss., Bern 1998.

RUFFNER, MARKUS: Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, Zürich 2000.

RYSER, MARC/WEBER, ROLF. H.: Aktienderivate im Offenlegungsrecht, SZW 2/2010, S. 121.

SCHENKER, URS (2009a): Schweizerisches Übernahmerecht, Habil., Bern 2009.

SCHENKER, URS (2009b): Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, S. 251.

SCHILTKNECHT, KURT: Corporate Governance, Zürich 2004, S. 53.

SCHLEIFFER, PATRICK: Offenlegungs- und übernahmerechtliche Aspekte bei Kapitalmarkttransaktionen, in: REUTTER, THOMAS U./WATTER, ROLF/WERLEN, THOMAS (Hrsg.): Kapitalmarkttransaktionen, Zürich/Basel/Genf 2006, S. 155.

SENN, MYRIAM: Die Erfassung der Beteiligungen im Banken- und Kapitalmarktrecht, AJP 1998, S. 40.

STADELMANN, SAMUEL/BIERI, NOËL: Die Offenlegung von Finanzinstrumenten nach Art. 20 Börsengesetz, GesKR 3/2010, S. 313.

TSCHÄNI, RUDOLF (2004): Die Gruppe im Übernahmerecht – "Are we really all one?", in TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, S. 203.

TSCHÄNI, RUDOLF (2011): Gruppen im Offenlegungsrecht, in: SETHE, ROLF/HEINEMANN, ANDREAS/HILTY, RETO M./NOBEL, PETER/ZÄCH, ROGER (Hrsg.): Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, S. 329.

TSCHÄNI, RUDOLF/GOTSCHEV, GEORG: Gruppenbildung und Ausnahmegewährung bei der Angebotspflicht – Der Fall Quadrant, SZW 2005, S. 139.

VON BÜREN, ROLAND/BÄHLER, THOMAS: Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht, AJP 1996, S. 396.

VON DER CRONE, HANS CASPAR: Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: ZOBL, DIETER (Hrsg.): Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, SSBR 37, Zürich 1996, S. 60.

VON DER CRONE, HANS CASPAR/BILEK, EVA/HIRSCHLE, MATTHIAS: Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, S. 2.

WATTER, ROLF/RAMPINI, CORRADO: Proxy Fights, in: TSCHÄNI, RUDOLF (Hrsg.): Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, S. 20.

WATTER, ROLF/VOGT, NEDIM PETER (Hrsg.) (BasK-BEARBEITER): Basler Kommentar zum Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz, Zürich 2010.

WEY, RENATE: Neueste Entwicklung des schweizerischen Finanzmarktrechts, SZW 2002, S. 191.

ZOBL, DIETER: Das Börsenrecht der Schweiz, in: UMBRICHT, ROBERT P. (Hrsg.): Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998, S. 53.