

**Botschaft
zu einem Bundesgesetz über die Börsen
und den Effektenhandel
(Börsengesetz, BEHG)**

vom 24. Februar 1993

Sehr geehrte Herren Präsidenten,
sehr geehrte Damen und Herren,

wir unterbreiten Ihnen den Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel mit dem Antrag auf Zustimmung.

Gleichzeitig beantragen wir Ihnen, die folgenden parlamentarischen Vorstösse abzuschreiben:

- | | | | |
|------|---|-----------|--|
| 1988 | P | 88.764 | Liberalisierung der Schweizer Finanzmärkte
(N 16. 12. 88, Schüle) Punkte 2, 3, 4, 5 |
| 1989 | P | 88.594 | Börsengesetzgebung (N 17. 3. 89, Eisenring) |
| 1989 | P | 88.803 | Finanzmarktaufsicht. Rahmengesetz
(N 17. 3. 89, Uchtenhagen) |
| 1991 | M | zu 83.015 | Börsengesetzgebung
(N 18. 9. 90; S 5. 3. 91, Kommission des Nationalrates) |
| 1990 | P | 90.558 | Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Schweiz
(N 9. 3. 92, Freisinnig-demokratische Fraktion) Punkt 2 |
| 1990 | P | 90.622 | Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Schweiz
(N 9. 3. 92, Fraktion der Schweizerischen Volkspartei)
Punkt 2 |
| 1990 | P | 90.652 | Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Schweiz
(N 9. 3. 92, Christlich-demokratische Fraktion) Punkt 2 |

Wir versichern Sie, sehr geehrte Herren Präsidenten, sehr geehrte Damen und Herren, unserer vorzüglichen Hochachtung.

24. Februar 1993

Im Namen des Schweizerischen Bundesrates
Der Bundespräsident: Ogi
Der Bundeskanzler: Couchepin

Übersicht

Mit der vorliegenden Botschaft beantragt der Bundesrat die Schaffung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG). Eine im September 1988 vom Bundesrat eingesetzte Studiengruppe zur Prüfung der Struktur und der Regulierung des Schweizer Effektenmarktes empfahl in ihrem Bericht von Ende 1989 die Schaffung eines eidgenössischen Börsengesetzes als angemessene Antwort auf die internationalen Entwicklungen und die globalen Verflechtungen der Finanzmärkte. Der Regelungsbedarf erstreckt sich nach Ansicht der Studiengruppe auf Aspekte des Anlegerschutzes, des Systemschutzes, der Aufsicht und der internationalen Zusammenarbeit. Zudem wird mehr Transparenz über den Aktienbesitz und die Regelung von Übernahmen als notwendig erachtet.

Anschliessend arbeitete eine Expertengruppe einen Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel aus, der von Juni bis September 1991 in die Vernehmlassung gegeben wurde. Im Januar 1992 veröffentlichte der Bundesrat den Bericht über die Ergebnisse des Vernehmlassungsverfahrens. Die Notwendigkeit, die Börsen und den Effektenhandel auf Bundesebene zu regeln, wurde anerkannt. Das Konzept der Rahmenordnung mit weitgehend der Selbstregulierung, verbunden mit einer effizienten Aufsicht, wurde begrüsst. In der Folge beauftragte der Bundesrat das EFD, eine Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel auszuarbeiten.

Als Ziele des nun vorliegenden, als Rahmenordnung konzipierten Entwurfes zu einem BEHG gelten der Schutz des Anlegers und die Funktionsfähigkeit der Märkte. Zur Erreichung dieser Ziele steht die Förderung und Sicherung der Transparenz im Vordergrund. Die Zulassung von Börsenmitgliedern und von Effekten zum Handel an den Börsen sowie die Organisation des Handels und die Überwachung der Transaktionen werden weitgehend der Selbstregulierung überlassen. Die von den Börsen zu erlassenden Reglemente müssen aber die Einhaltung gewisser Grundsätze wie z. B. der Gleichbehandlung garantieren und den internationalen Standards entsprechen. Die Bewilligung zum Betrieb einer Börse und zur Tätigkeit als Effektenhändler hingegen wird durch die staatliche Aufsichtsbehörde erteilt. Im BEHG sind auch die Pflichten der Revisionsstellen der Effektenhändler festgelegt.

Das BEHG regelt zudem die Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen an kotierten Gesellschaften. Dies fördert die für einen wirksamen Anleger- und Funktionsschutz notwendige Transparenz. Für die Regelung der öffentlichen Kaufangebote wurde eine Kompromisslösung gewählt, welche sowohl dem Gebot der Transparenz und dem Anlegerschutz genügt als auch der Aufteilung der börsenkotierten Gesellschaften in Familiengesellschaften einerseits und in Publikumsgesellschaften andererseits Rechnung trägt. Die Aufsichtsbehörde kann die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer dauerhaft zusammengeschlossenen Gruppe von der Angebotspflicht ausnehmen. Zudem erfolgt die Unterstellung der kotierten Gesellschaften unter die Bestimmungen betreffend öffentlicher Kaufangebote auf freiwilliger Basis.

Als Aufsichtsbehörde wird die «Eidgenössische Banken- und Börsenkommission» eingesetzt. Durch die Internationalisierung der Finanzmärkte ist eine grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden notwendig. Die EBBK erhält die notwendigen Kompetenzen, um diese Zusammenarbeit wirkungsvoll gestalten zu können. Die Erteilung von Auskünften und die Weitergabe von Unterlagen sind an klar definierte Voraussetzungen gebunden. Bei Informationen über einzelne Kunden kommt das Verwaltungsverfahren zur Anwendung. Zudem ist die Möglichkeit zu Staatsverträgen gegeben, um den Austausch von Informationen mit einzelnen Staaten zu erleichtern.

Im BEHG werden die Rechtsmittel und die notwendigen Strafbestimmungen festgelegt sowie Änderungen bisherigen Rechts vorgeschlagen. Dabei ist insbesondere die Einführung eines Straftatbestandes der «Kursmanipulation» zu erwähnen.

Auf eine Regelung des Primärmarktes im Rahmen des BEHG wurde verzichtet. Diese Materie ist in einem separaten Erlass oder im Obligationenrecht zu regeln.

Mit einem modernen, den internationalen Standards entsprechenden Börsengesetz wird eine wichtige Voraussetzung für die Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit des Börsenplatzes Schweiz geschaffen. Ein wirkungsvoller Funktionsschutz bietet Gewähr für eine reibungslose Abwicklung der Transaktionen. Damit können die Finanzmärkte ihre volkswirtschaftlich äusserst wichtige Funktion erfüllen, die darin besteht, das Kapital der produktivsten Verwendung zuzuführen. Gleichzeitig wird die Stellung der Anleger durch die vermehrte Transparenz entscheidend verbessert.

1 Allgemeiner Teil

11 Ausgangslage

111 Wandel auf den Finanzmärkten

Die Finanzmärkte haben in den letzten Jahren einen bedeutenden und raschen Wandel erfahren. Deregulierungsbestrebungen in verschiedenen Ländern sollten die Attraktivität des eigenen Finanzplatzes fördern und haben damit zu einem verschärften Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen und einer verstärkten Internationalisierung der Kapitalmärkte geführt. Die Umsätze auf den Finanzmärkten stiegen seit Beginn der achtziger Jahre beträchtlich. Als Antwort auf Zins- und Wechselkursrisiken wurden neue Finanzinstrumente wie Futures und Optionen eingeführt und neue Märkte ins Leben gerufen wie zum Beispiel in der Schweiz die SOFFEX im Jahre 1988. Als Mittel zur Kapitalbeschaffung wurden unter dem Stichwort der «Securitization» vermehrt anstelle traditioneller Bankkredite Verpflichtungen in Form verbriefter und auf dem Kapitalmarkt handelbarer Forderungen ausgegeben. Die Fortschritte der Informatik und der Telekommunikation haben das Bild des Effektenhandels mit der Einführung elektronischer Informations- und Handelssysteme grundlegend verändert. Dadurch wurde die Möglichkeit besserer Marktinformation und schnellerer, kostengünstiger Auftragsabwicklung geschaffen. Die Institutionalisierung und Professionalisierung der Anlegerkreise war in der Schweiz mit der Einführung des Pensionskassen-Obligatoriums wohl noch ausgeprägter als in anderen Ländern.

Neben den technischen Umwälzungen hat auch der politische Wandel Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Die politischen Ereignisse der letzten Jahre in Mittel- und Osteuropa und das damit verbundene Ende des Ost-West-Konfliktes haben zusammen mit den Erfolgen in den EG-Ländern im Hinblick auf politische und wirtschaftliche Stabilität die Voraussetzung für vertrauenswürdige Finanzplätze in diesen Ländern geschaffen oder verbessert. Damit entstehen dem Finanzplatz Schweiz neue Konkurrenten. Die bislang wichtige Rolle der politischen Stabilität in der Schweiz und die daraus sich ergebende Funktion als «safe haven» sind keine Garantie auf Zeit und Ewigkeit.

Der oben skizzierte Wandel auf den Finanzmärkten schafft die Notwendigkeit, die rechtlichen Rahmenbedingungen an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Der Schutz der Anleger sowie die berechnete Forderung nach mehr Transparenz verlangen eine effiziente Regulierung der Märkte und eine ebensolche Aufsicht über die Börsen und die Effektenhändler, wenn es gilt, die für das reibungslose Funktionieren der modernen Finanzmärkte absolut erforderliche Vertrauensbasis zu schaffen. Angesichts der bereits fortgeschrittenen Globalisierung der Märkte und der Transaktionen erhält die internationale Zusammenarbeit bei der Aufsicht zunehmende Bedeutung.

In der Schweiz hat diese Entwicklung dazu geführt, dass von den ehemals sieben Effektenbörsen nur noch drei Präsenzbörsen in Zürich, Basel und Genf übrig geblieben sind. Diese Konzentration dürfte sich in Zukunft fortsetzen, wobei die

elektronischen, ortsungebundenen Börsen die besten Entwicklungschancen aufweisen dürften. Kantonale Regelungen müssen angesichts dieses Wandels als überholt bezeichnet werden. Sie sind durch eine eidgenössische Gesetzgebung und Aufsicht zu ersetzen, welche internationalen Standards genügt.

112 Gesetzgebung in der Schweiz

Der Wandel auf den internationalen Finanzmärkten und insbesondere der spektakuläre Liberalisierungsschritt des «Big Bang» in London im Jahre 1986 haben eine vertiefte Auseinandersetzung über die Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz und insbesondere der Schweizer Börsen ausgelöst. Diskussionen über Status und Arbeitsweise der Zulassungsstelle führten zu Überlegungen betreffend die Notwendigkeit eines Börsengesetzes auf Bundesebene. Der Kurssturz an den Börsen im Herbst 1987 sowie verschiedene Übernahmen, bei welchen die Publikumsaktionäre sich geprellt fühlten, da sie nicht vom höheren Übernahmepreis profitieren konnten, waren mit ein Grund für die gegenwärtigen Anstrengungen zur Schaffung eines eidgenössischen Börsengesetzes. Diese Ereignisse warfen die Frage nach der Transparenz und der Funktionsfähigkeit der Schweizer Börsen auf. Zudem mussten unter dem Zwang zur Konzentration verschiedene Regionalbörsen in den letzten Jahren schliessen. Ende der achtziger Jahre wurden einige parlamentarische Vorstösse eingereicht, welche die Frage der Regelung der Börsen und der Übernahmen betreffen und Abklärungen hinsichtlich der Notwendigkeit einer Bundesgesetzgebung fordern.

Gegenwärtig unterstehen die Wertpapierbörsen in den Kantonen Zürich, Basel und Genf kantonalen Gesetzen, die sich zudem in einzelnen Punkten unterscheiden. So kennt der Kanton Genf im Unterschied zu den beiden anderen Börsenkantonen keine eigentliche Bewilligungspflicht für die Berufsausübung als gewerbmässiger Wertpapierhändler, und der Betrieb der Börse wurde in Genf nicht einer öffentlich-rechtlichen Zwangskörperschaft übertragen wie in Zürich und Basel. Eine eigentliche Überwachung der Wertpapierhändler findet im Gegensatz zu Zürich und Basel nicht statt. Im Kanton Tessin werden die Erbringer von Finanzdienstleistungen einer staatlichen Aufsicht unterstellt.

Auf Bundesebene finden sich in verschiedenen Erlassen des privaten und öffentlichen Rechts Bestimmungen, welche den Effektenmarkt direkt oder indirekt beeinflussen. Das Aktienrecht enthält grundlegende Bestimmungen über die Aktie und am Rande auch über den Genussschein. Anlass zu Kontroversen haben in den letzten Jahren vor allem die Unterscheidung zwischen Inhaber- und Namenaktien und die begrenzte Handelbarkeit aufgrund der Vinkulierung von Namenaktien gegeben. Der Schutz von Minderheitsaktionären sowie Übernahmen von Unternehmen werden dadurch erschwert. Durch die Aufteilung in Inhaber- und Namenaktien und andere Beteiligungspapiere wird die Börsenliquidität tendenziell verringert. Das am 1. Juli 1992 in Kraft getretene neue Aktienrecht und die in letzter Zeit festzustellende Tendenz zur Einheitsaktie vermögen diese Problematik teilweise zu entschärfen.

Im Wertpapierrecht sind die herkömmlichen Aspekte von Inhaber-, Order- und Namenpapieren geregelt. Schuldurkunden, die nicht Wertpapiere sind, werden

nicht behandelt. Der internationale Trend zur Entmaterialisierung der Beteiligungsrechte und die Abkehr von eigentlichen Schuldurkunden hat im Verkehr mit blossen Wertrechten eine gewisse Rechtsunsicherheit mit einem entsprechenden Handlungsbedarf für das schweizerische Recht geschaffen.

Da die Basis jeden Börsengeschäftes zunächst einmal ein Kauf bzw. Verkauf ist, der in vielen Fällen kommissionsweise von einer Bank ausgeführt wird, spielen die obligationenrechtlichen Regelungen über den Kauf und die Kommission eine wichtige Rolle.

Das Bankengesetz und die Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) erstrecken sich indirekt auch auf den Effektenhandel, da heutzutage alle Börsenmitglieder bis auf wenige Ausnahmen Banken sind.

Für den Anlegerschutz sowie die effiziente Funktionsweise des Finanzsystems ist eine Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz erforderlich. Durch die Elektronisierung des Handels sind die Märkte weitgehend ortsungebunden geworden, sie haben nationale, ja sogar globale Dimensionen angenommen. Eine Regelung auf kantonaler Ebene vermag den geforderten Standards nicht mehr zu genügen. Wie der Bundesrat bereits in seiner Stellungnahme auf eine Motion der Kommission des Nationalrates vom 14. September 1989: Börsengesetzgebung (zu 83.015) ausführte, bejaht er die Wünschbarkeit einer eidgenössischen Gesetzgebung über das Börsenwesen, welche auch die Übernahmeregelung von kotierten Aktien abzudecken hätte.

12 Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen vom 21. Dezember 1989

Am 5. September 1988 setzte das Eidgenössische Finanzdepartement eine Studiengruppe zur Prüfung der Struktur und der Regulierung des Schweizer Effektenmarktes ein. Die Studiengruppe erhielt den Auftrag, Reformen und Anpassungen aufzuzeigen, damit der Effektenhandel in der Schweiz möglichst günstige Rahmenbedingungen zur Bewältigung zukünftiger Anforderungen vorfindet. Die Studiengruppe untersuchte die Entwicklungsperspektiven und die internationalen Tendenzen in der Finanzmarktpolitik und analysierte die Probleme der Funktion wie Liquidität und Transparenz sowie der Aufsicht über die Finanzmärkte.

Für die Beurteilung privater und staatlicher Regulierung sind nach Ansicht der Studiengruppe folgende Ziele massgebend:

- Effizienz: darunter sind die kostengünstige Organisation des Handels und die Leistungsfähigkeit des Informations- und Handelssystems zu verstehen. Es sollte freier Preis- und Produkt-Wettbewerb im Finanzsektor bestehen. Leistungsfähige Märkte zeichnen sich dadurch aus, dass die Informationsübertragung und -verarbeitung reibungslos funktioniert. Dafür ist eine leistungsfähige, moderne technologische Infrastruktur einzusetzen.
- Liquidität: Eine ausreichende Liquidität ist Voraussetzung für eine effiziente Preisbildung auf den Märkten. Ist die Liquidität zu gering, so besteht die Gefahr, dass einzelne Transaktionen erhebliche Kursschwankungen auslösen

können. Liquidität umschreibt somit die Fähigkeit eines Marktes, grössere Transaktionen ohne markante Kursreaktionen zu absorbieren. Eine Fragmentierung der Märkte beeinträchtigt die Liquidität.

- Transparenz: dies bedeutet aktuelle und vollständige Information der Marktteilnehmer über alle Transaktionen und Beteiligungsverhältnisse. Im Idealfall impliziert Kurstransparenz, dass während des Handels mit Volumenangaben versehene Kassa- und Terminkurse für alle Papiere kontinuierlich veröffentlicht werden.
- Sicherheit: Dieses Ziel umfasst den Anleger- und den Systemschutz. Die Anleger und die sonstigen Nachfrager nach Finanzdienstleistungen sollen vor schädigenden Geschäftspraktiken und Verlusten aus Zusammenbrüchen von Finanzintermediären geschützt werden. Dafür sind Publizitätsvorschriften und Verhaltenskodizes von grosser Bedeutung. Der Systemschutz soll durch die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet werden. Die Solvabilität, Finanzkraft und Wettbewerbsfähigkeit der Intermediäre sind wesentliche Elemente dieses Systemschutzes.

Die Studiengruppe befürwortete in ihrem Schlussbericht ein eidgenössisches Börsengesetz als angemessene Antwort auf die internationalen Entwicklungen und die globalen Verflechtungen der Finanzmärkte. Der Regelungsbedarf erstreckt sich nach Ansicht der Studiengruppe auf Aspekte des Anlegerschutzes, des Systemschutzes, der Aufsicht und der internationalen Zusammenarbeit. Dabei gilt es besonders den Anforderungen zu entsprechen, welche aus der Tendenz zur Harmonisierung der Finanzmarktregulierung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft und des OECD-Raumes resultieren. Um den Anforderungen eines wirksamen Anlegerschutzes gerecht zu werden, sind auch eine Information über die Existenz von Grossaktionären sowie eine Regelung der Übernahmen notwendig. Bei den Übernahmen sollen gemäss Studiengruppe drei Grundsätze beachtet werden: alle Aktionäre sind gleich zu behandeln; Übernahmen haben transparent zu erfolgen; Veränderungen in der Zusammensetzung des Aktionariates sollen möglichst transparent sein.

Zudem wies die Studiengruppe darauf hin, dass Probleme z. B. im Rahmen der Vermögensverwaltung, die nicht direkt den Effektenhandel betreffen, aber für den Anleger- und Funktionsschutz wichtig sind, durch ergänzende Regelungen in einem Gesetz über Finanzmarktdienstleistungen anzugehen wären. Die Tatsache, dass die Schweiz über keine flächendeckende Regelung und Aufsicht der Finanzmärkte verfügt, ermutigt dubiose Finanzjongleure, in und von der Schweiz aus zu operieren. Dies ist dem guten Ruf des Finanzplatzes Schweiz abträglich.

13 Bericht der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel

Entsprechend der Empfehlung der Studiengruppe, ein eidgenössisches Börsengesetz zu schaffen, beauftragte der Bundesrat im Juni 1990 eine Expertengruppe unter der Leitung von Professor Hirsch, einen Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel auszuarbeiten. Die Expertengruppe lieferte

ihren Entwurf zu einem gewerbepolizeilich ausgerichteten Gesetz, das als Rahmenordnung konzipiert ist, im März 1991 ab.

Als Ziel des Gesetzes wurde die Gewährung eines ausreichenden, der künftigen Entwicklung offenstehenden Anleger- und Funktionsschutzes festgelegt. Materiell regelt der Entwurf die Teilnehmerzulassung, die Zulassung organisierter Handelssysteme, Teilbereiche des Marktverhaltens, einzelne Aspekte der Marktorganisation, die Offenlegung bedeutender Beteiligungen, die Organisation der Aufsicht, die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden sowie die öffentlichen Übernahmeangebote. Als Regulierungsmechanismus wird eine Kombination zwischen staatlicher Aufsicht und weitgehender Selbstregulierung vorgeschlagen. Der Entwurf regelt zudem die Deckung der Kosten der Aufsicht und enthält Sanktionen zur Unterbindung von Verletzungen des Gesetzes.

Der Primärmarkt wurde ausgeklammert. Die Expertengruppe ist jedoch der Ansicht, dass dieser Markt, wenn auch nicht heute, so doch auf mittlere Frist, ebenfalls regelungsbedürftig ist. Die heutigen Bestimmungen bezüglich Mindestinhalt des Emissionsprospektes lassen in bezug auf Bilanzklarheit, Aktualität und Zukunftsaussichten des Emittenten und damit auf eine ausreichende Information des Anlegers zu wünschen übrig. Im Vergleich zu den wichtigsten ausländischen Staaten sind die schweizerischen Normen, besonders jene über die Rechnungslegung, unterlegen.

Die Expertengruppe kam jedoch zum Schluss, dass auf die Regelung des Primärmarktes vorläufig zu verzichten sei. Für diese Entscheidung führt die Expertengruppe die folgenden Gründe an: Der schweizerische Finanzmarkt stehe in scharfer Konkurrenz zum Euromarkt, so dass abgewartet werden sollte, wie dieser Markt in Zukunft durch EG-Normen reguliert wird. Der Anleger werde auf dem Primärmarkt zumindest partiell durch das OR und die Bankenaufsicht geschützt. Durch die Ausdehnung des Geltungsbereiches in der Bankenverordnung auch auf die Emissionshäuser werde eine gewisse Mindestsolvabilität der professionellen Primärmarktteilnehmer gesichert. Mit der Konvention XIX der Schweizerischen Bankiervereinigung sei im Bereich der Notes (Schuldverschreibungen bzw. Schuldscheine) ausländischer Schuldner die Prospektpflicht eingeführt worden. Die Emittenten könnten nach geltendem kantonalem Recht und nach dem neuen BEHG bei der Kotierung Mindestanforderungen bezüglich Publizität unterworfen werden, welche über jene des OR hinausgingen.

Die Expertengruppe bestätigte die Notwendigkeit eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel und einer Bundesaufsicht. Die Effektenhändler, die keinen Bankenstatus haben und damit dem Bankengesetz und der Aufsicht der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) nicht unterstellt sind, unterstehen in Basel, Zürich und im Tessin zwar einer gewissen Aufsicht. Diese erstreckt sich jedoch nur auf die Tätigkeit derjenigen Händler, die im betreffenden Kanton domiziliert sind. Die Tätigkeit der Effektenhändler ist heute aber nicht mehr auf ein Kantonsgebiet begrenzt, sondern vielmehr national, wenn nicht gar international ausgerichtet. Die Tätigkeit von Effektenhändlern soll den selben Regeln unterworfen sein, unabhängig davon, ob sie Bankenstatus haben oder nicht.

Die Börsen unterstehen in den Kantonen Zürich, Basel und Genf einer kantonalen Gesetzgebung. In den übrigen Kantonen ist der Betrieb einer Börse frei.

Theoretisch könnte also in irgendeinem Kanton eine neue Börse errichtet werden, ohne dass die für das gute Funktionieren eines Marktes wichtigen Regeln beachtet werden müssten. Für eine harmonische Entwicklung eines schweizerischen Börsenplatzes ist somit ein eidgenössischer Gesetzesrahmen unerlässlich.

Die besten Entwicklungschancen in naher Zukunft dürften die elektronischen, ortsungebundenen Börsen aufweisen. Die moderne Technologie erlaubt es einem Effektenhändler, Mitglied einer Börse zu sein, ohne seinen Sitz am selben Ort zu haben. Kantonale Börsengesetze können ausserhalb der Kantons Grenzen domizilierte Effektenhändler nicht erfassen. In Zürich und Basel sind schweizerische Gesellschaften, die nicht im Kanton ansässig sind, von einer Börsenmitgliedschaft ausgeschlossen. Eine solche Lösung vermag den aktuellen politischen, wirtschaftlichen und juristischen Gegebenheiten nicht mehr zu entsprechen. Kantonale Gesetzes- und Aufsichtskonzeptionen sind aus der Sicht eines modernen Börsenverständnisses überholt.

Die Regelung der öffentlichen Kaufangebote, welche eng mit dem Obligationen- und Gesellschaftsrecht verknüpft ist, verlangt ebenfalls eine bundesweite Gesetzgebung. Zudem erfordern die Ziele des Anleger- und des Funktionsschutzes angesichts der Deregulierung und Internationalisierung eine internationale Kooperation und Harmonisierung der Börsenaufsicht. Dies kann nur eine nationale Regelung gewährleisten.

Der Entwurf der Expertengruppe verzichtet auf die Einführung einer Börsenpflicht, was jedoch nicht ausschliesst, dass eine Börse ihren Mitgliedern unter bestimmten Voraussetzungen eine Börsenpflicht, d. h. eine Pflicht zur Abwicklung aller Geschäfte über die betreffende Börse, auferlegen kann. So besteht z. B. an der SOFFEX aus handels- und abwicklungstechnischen Gründen eine Börsenpflicht.

Die im Vordergrund stehenden gewerbepolizeilichen Schutzanliegen (Vermögensschutz) und die funktionsgerichteten Schutzanliegen (Funktionsfähigkeit der Börsen und des Kapitalmarktes) prägen den Charakter des Gesetzesentwurfes. Als Rahmenordnung beschränkt sich der Entwurf auf die Setzung der unerlässlichen Normen für den Anleger- und Funktionsschutz, während die nötigen Ausführungsbestimmungen auf Verordnungsstufe zu erlassen sind. Zudem wird dem Gebot der Verhältnismässigkeit von Grundrechtsbeschränkungen optimal Rechnung getragen. Die Handels- und Gewerbefreiheit der Börsen und Effektenhändler wird nur so weit beschränkt, als dies im Hinblick auf den Schutz der Börsenmitglieder und der Kunden der Effektenhändler erforderlich ist. Mit der vorgeschlagenen Rahmenordnung und den Ausführungsbestimmungen auf Verordnungsstufe werden sowohl die erforderliche Flexibilität als auch die gebotene Rechtssicherheit erreicht.

14 Ergebnisse des Vernehmlassungsverfahrens von Juni 1991

141 Notwendigkeit, Ziele des BEHG

Das Eidgenössische Finanzdepartement unterbreitete den Entwurf der «Expertengruppe Hirsch» den Kantonen, Parteien und interessierten Organisationen

von Juni bis September 1991 zur Stellungnahme. Allgemein wurde der als Rahmenordnung konzipierte Entwurf in der Vernehmlassung positiv aufgenommen.

Die Notwendigkeit, die Börsen und den Effektenhandel auf Bundesebene entsprechend den internationalen Standards zu regeln, wurde von allen Vernehmlassern ausser dem Kanton Zürich anerkannt. In einer Zeit der globalen Vernetzung der Finanzmärkte und der zunehmenden Notwendigkeit der internationalen Kooperation bei der Aufsicht über die Börsen und die Effekthändler vermag eine kantonale Regelung nicht mehr zu genügen.

Die Ziele des Anleger- und Funktionsschutzes wurden grundsätzlich zwar befürwortet. Einzelnen Kantonen, Parteien sowie Banken- und Börsenvertretern sind diese Ziele jedoch zu unpräzise, deren Konkretisierung in der Praxis bereite Mühe und schaffe Unsicherheit. Insbesondere wird die Transparenz als weiteres im Zweckartikel aufzuführendes Ziel erwähnt. Als weitere Ziele werden die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Börsen, Ehrlichkeit, Lauterkeit, Integrität, Loyalität, internationale Zusammenarbeit, Erhaltung der freien Konkurrenz unter den Börsen und Effekthändlern, die Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer, Gewährleistung unverfälschter Wettbewerbsbedingungen sowie das Prinzip der Selbstregulierung zur Aufnahme in den Zweckartikel vorgeschlagen.

Nach Ansicht insbesondere der Vertreter der Industrie, der Handels- und Verwaltungsbanken, der privaten Aktiengesellschaften sowie einiger Kantone wird den Anliegen der Familiengesellschaften zu wenig Rechnung getragen.

142 Rahmenordnung und Selbstregulierung

Entsprechend dem Konzept als Rahmenordnung soll sich das BEHG auf gewerbe- respektive wirtschaftspolizeiliche Funktionen beschränken und sich strikte an den Grundsatz der Handels- und Gewerbefreiheit halten. Es soll nur die wesentlichen Grundzüge festhalten und sich gemäss Subsidiaritätsprinzip auf die zur Zielerreichung notwendigen Vorschriften beschränken. Damit wird eine flexible Anpassung an sich verändernde Rahmenbedingungen ermöglicht. Die sich aus diesem Konzept notwendigerweise ergebende Kompetenzdelegation an den Bundesrat, die Details auf Verordnungsstufe zu regeln, stiess allerdings bei einigen Vernehmlassern auf Kritik. Auf jeden Fall müssten die interessierten Organisationen beim Erlass der Verordnung erneut konsultiert werden.

Die im Entwurf vorgesehene weitgehende Selbstregulierung der Börsen stiess auf mehrheitliche Zustimmung. Die Organisation und Überwachung des Handels, die Regelung der Börsenmitgliedschaft und der Kotierung sind nach Ansicht der Banken der Selbstregulierung zu überlassen. Als Korrektiv dazu verlangen aber insbesondere die SPS und die Schweizerische Kartellkommission eine effiziente Aufsichtsbehörde, um den Anlegerschutz sicherzustellen und kartellistischen Praktiken vorzubeugen. Verschiedentlich wurde auf die Risiken der Selbstregulierung hingewiesen, indem der Einfluss der wichtigsten Emissionshäuser und Effekthändler dominierend sein und zu Interessenkonflikten führen könnte.

143 Primärmarkt

Gegen einen Einbezug des Primärmarktes in das BEHG sprach sich die Mehrheit der Kantone, der Parteien und der Verbände und Organisationen aus Gewerbe-, Industrie-, Banken- und Börsenkreisen aus. Sie sehen neben den Bestimmungen des Obligationenrechts und der Konvention XIX der Bankiervereinigung betreffend Prospektpflicht keinen zusätzlichen Regelungsbedarf. Falls der Anlegerschutz zur Anpassung an das EG-Recht verstärkt werden muss, so sollte dies in einem separaten Gesetz geschehen.

Sieben Kantone, die SPS sowie Vertreter der Arbeitnehmer- und Angestellteninteressen, der Personalvorsorge, der Anlagestiftungen und der Vermögensverwalter verlangten eine Ausdehnung des Anleger- und Funktionsschutzes auch auf den Primärmarkt. Die Abgrenzung zwischen Primär- und Sekundärmarkt bereite zunehmend Schwierigkeiten. Zur Verbesserung der Transparenz sei der Einbezug des Primärmarktes notwendig.

144 Börsen und Effektenhändler

Die Zulassungsbedingungen für Börsen und Effektenhändler wurden positiv aufgenommen. Insbesondere dem Grundsatz der Gleichbehandlung wurde grosse Bedeutung beigemessen. Die Kompetenz des Bundesrates, börsenähnliche Einrichtungen ganz oder teilweise dem Gesetz zu unterstellen, wurde speziell von den Börsen und Banken verworfen. Bei der Zulassung ausländischer Börsen pochen die Börsenvertreter auf das Erfordernis der Reziprozität. Die Aufsicht über Börsen und Effektenhändler sollte sich auf die Prüfung der Einhaltung der Gesetze, Reglemente und Standesregeln beschränken. Die Möglichkeit zur Börsenpflicht wurde von der Mehrheit begrüsst, darunter auch von den Börsen und Banken. Die SPS und die Arbeitsgemeinschaft für Personalvorsorge crachten den Börsenzwang als zwingend für die Transparenz und die Erhöhung der Liquidität. Die mögliche Segmentierung der Börsen wurde ebenfalls mehrheitlich positiv vermerkt.

Die im Entwurf vorgesehene Kompetenz des Bundesrates, Personen und Gesellschaften, die Effekten gewerbmässig, aber ohne Beizug eines Effektenhändlers kaufen oder verkaufen, dem BEHG zu unterstellen, wurde vom Vorort, den Banken und Börsen, den Versicherungen und dem Treuhänderverband abgelehnt. Ausländische Effektenhändler, die in ihrem Herkunftsland einer dem BEHG entsprechenden Aufsicht unterstellt sind, sollten ganz oder teilweise von den Pflichten des BEHG befreit werden können.

145 Offenlegung von Beteiligungen

Die überwiegende Mehrheit befürwortete aus Gründen des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Transparenz die Regelung der Offenlegungspflichten im BEHG, wobei die Offenlegung bereits bei 5 Prozent erfolgen soll. Diese Bestimmung verlangt, dass jedermann, der Beteiligungspapiere einer kotierten Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenz-

wert von 5, 10, 25, 33⅓, 50 oder 75 Prozent der Stimmrechte erreicht, über- oder unterschreitet, dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden muss. Die Umschreibung des meldepflichtigen Subjekts ist jedoch einigen Vernehmlassern zu wenig präzise. Insbesondere bei Familiengesellschaften stellt sich die Frage, ob die Familie oder das einzelne Familienmitglied meldepflichtig sei. Den Besonderheiten der Familien-AGs und der durch Aktionärsbindungsvertrag verbundenen Gruppen werde zuwenig Rechnung getragen. Bei Übertragungen innerhalb der Familie sowie bei Schenkung oder Erbschaft sollen Ausnahmen gestattet werden, da Aktiengeschäfte unter Familienmitgliedern aus der Sicht des Kapitalmarktes nicht mit Transaktionen zwischen Dritten gleichzusetzen sind.

146 Öffentliche Kaufangebote

Bezüglich der Regelung dieser Materie im BEHG gingen die Meinungen stark auseinander. Insbesondere die Industrie- und Holdinggesellschaften als direkt Betroffene, die Vertreter der Konsumenten-, Arbeitnehmer- und Angestellteninteressen sowie sechs Kantone und die SPS befürworten eine Regelung der öffentlichen Kaufangebote im BEHG, da dies für den Schutz der Minderheitsaktionäre absolut notwendig ist. Für eine Regelung in einem separaten Gesetz sprach sich die Mehrheit aus. Sie befürchtet eine unerwünschte Verzögerung des BEHG in der parlamentarischen Behandlung durch die zu erwartenden Kontroversen bezüglich dieser Materie. Verschiedentlich wurde empfohlen, die Verabschiedung der relevanten EG-Richtlinie (Geänderter Vorschlag für eine 13. Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote [KOM (90) 416]) abzuwarten.

Die Kritik am Entwurf richtet sich insbesondere gegen die zu starke Einschränkung der Handlungsfreiheit der Zielgesellschaft, die unklare Umschreibung des meldepflichtigen Subjektes sowie die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes, welches sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft umfasst. Diese Bestimmungen gingen weit über das Ziel der Europatauglichkeit des BEHG hinaus. Man riskiere, dass Unternehmen ihre Papiere nicht mehr an der Börse kotieren lassen. Zudem reiche der im Rahmen der Selbstregulierung am 1. Januar 1989 in Kraft gesetzte Übernahme-Kodex der Vereinigung der Schweizer Börsen aus.

147 Aufsichtsbehörde

Die Mehrheit der Vernehmlasser sprach sich für die EBK als Aufsichtsbehörde aus. Ein vollamtlicher Status der Mitglieder wird nicht als notwendig erachtet. Wichtig sei deren fachliche Kompetenz und die ausreichende Ausstattung des Sekretariats mit personellen und finanziellen Ressourcen. Einige Kantone, die SPS sowie die Vertreter der Anlagestiftungen und der Angestelltenverbände hingegen erachten angesichts der bedeutenden Aufgabenerweiterung der Aufsichtsbehörde einen vollamtlichen Status der Kommissionsmitglieder als unabdingbar. Der Verband schweizerischer Vermögensverwalter schlägt eine Umstrukturie-

rung der EBK in eine «Eidgenössische Banken-, Börsen- und Finanzmarktaufsicht» mit drei Departementen und je einem vollamtlichen Direktor vor.

148 Internationale Zusammenarbeit

Die Notwendigkeit einer Regelung der internationalen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden wurde von nahezu allen Befragten als notwendig erachtet. Zahlreiche Vernehmlasser insbesondere aus Banken- und Bösenkreisen befürchteten jedoch eine Aushöhlung des Bankgeheimnisses und damit eine Schwächung des Finanzplatzes Schweiz und verlangten deshalb die Aufnahme eines Vorbehaltes des Bank- und Berufsgeheimnisses in das BEHG.

Für die EBK ist das Prozedere gemäss Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren unverhältnismässig aufwendig und nur bei der Weitergabe von kundenrelevanten Informationen anzuwenden. Für Informationen über Börsen und Effektenhändler sollte ein einfacheres Verfahren gewählt werden. Verschiedene Vernehmlasser verlangten eine klare Trennung zwischen Rechtshilfe in Strafsachen und Amtshilfe. Sofern sichergestellt werden kann, dass das Empfängerland die erhaltenen Informationen nur dann in Strafverfahren verwendet, wenn die schweizerische Aufsichtsbehörde dem in Anwendung der Grundsätze der Rechtshilfegesetzgebung zustimmt, sollte das Amtsgeheimnis und das Spezialitätenprinzip flexibel gehandhabt werden. Verschiedentlich wurde die Europakonformität der vorgeschlagenen Regelung in Frage gestellt.

15 Ziele und Konzept der Börsengesetzgebung

151 Anlegerschutz

Wer Börsenaufträge erteilt, tut es in der Annahme, dass deren Ausführung durch den Händler oder die Kursbildung an der Börse nach Treu und Glauben erfolgt. Der Anleger muss deshalb vor schädigenden Geschäftspraktiken geschützt werden. Es bestehen Möglichkeiten von Interessenkonflikten zwischen Anlegern und Effektenhändlern, die insbesondere im Universalbankensystem relativ gross sind. Die Universalbanken wickeln Kundenaufträge an und ausserhalb der Börse ab, handeln für sich selbst, sind in den Verwaltungsräten von kotierten Gesellschaften vertreten, gewähren diesen Unternehmen Kredite, betreuen deren Emissionen von Aktien und Obligationen, verwalten Wertschriftenportefeuilles von Kunden und wirken als Anlageberater. Zudem können Interessenkonflikte entstehen, wenn Banken in den Börsenorganen massgebenden Einfluss auf die Gestaltung der Kotierungsreglemente ausüben.

Das BEHG richtet sich primär auf den Schutz von Individualinteressen aus. Obwohl der Anlegerschutz als Fortentwicklung des Gläubigerschutzes im Bankaufsichtsrecht verstanden werden kann, besteht das Ziel des BEHG, anders als im Bankengesetz, nicht darin, den Anleger vor Kapitalverlusten zu schützen, die sich aus der Kursentwicklung an den Märkten ergeben. Der Anleger wird nicht als Inhaber einer Forderung, sondern als Kunde des börsenmässigen Handels, d. h. als Bezüger einer Dienstleistung geschützt. Jede Wertschriftentransaktion

ist mit einem gewissen Risiko verbunden, welches sich aus der Kursvolatilität ergibt und der entsprechenden Anlageform immanent ist. Dieses Kurs-Risiko liegt bei effizienten Märkten nicht im Einflussbereich des Effektenhändlers. Ein Schutzbedürfnis besteht jedoch gegen Übervorteilung durch Händler, Emittenten und andere Investoren (Insider, Marktmanipulatoren). Schutzziel ist somit das Vertrauen in die Lauterkeit der Wertschriftenmärkte im weitesten Sinne. Anlegerschutz ist Vertrauens(individual)schutz. Der Schutz erstreckt sich nicht nur auf den, der bereits eine Anlage erworben hat, sondern auch auf die Interessen der potentiellen Anleger.

Die Deregulierung und die Internationalisierung der Finanzmärkte versetzen die Händler in die Lage, ihre Geschäfte auf den für sie vorteilhaftesten Märkten zu tätigen. Das Ziel des Anlegerschutzes erfordert unter diesem Gesichtspunkt eine internationale Kooperation und Harmonisierung der Börsenaufsicht. Nur die Ablösung der gegenwärtigen Regelungsform durch eine nationale Gesetzgebung vermag diesem Ziel zu entsprechen. Der Anlegerschutz macht weder an Kantons- noch an Landesgrenzen halt.

152 Funktionsschutz

Die Finanzmärkte erfüllen eine wesentliche volkswirtschaftliche Funktion, indem sie für eine reibungslose Koordination zwischen Sparen und Investieren im wirtschaftlichen Prozess sorgen. Sie lenken das Kapital dorthin, wo es die höchste Rendite abwirft. Die Börsen dürften in Zukunft bei diesem Prozess an Bedeutung gewinnen. Damit die Finanzmärkte diese Aufgabe effizient erfüllen können, bedarf es eines angemessenen Funktionsschutzes.

Der Funktionsschutz ist eine weitere Ausprägung des Vertrauensschutzes, er ist Vertrauens(kollektiv)schutz. Zielsetzung des Funktionsschutzes ist das Vertrauen des Publikums und der Effektenhändler in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte. Dieses Vertrauen ist unter dem Aspekt von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr schutzwürdig. Anders als beim Anlegerschutz stehen beim Funktionsschutz eher Kollektivinteressen im Vordergrund. Die Börsen müssen Gewähr für eine reibungslose Abwicklung der Transaktionen und eine effiziente Preisbildung bieten. Dazu bedarf es einer ausreichenden Transparenz und Liquidität der Märkte sowie eines Mindestmasses an technischer Zuverlässigkeit, Belastbarkeit und Robustheit von Handels- und Abwicklungssystemen.

Die durch die Automatisierung und Elektronisierung geförderte internationale Ausrichtung des Handels erfordert unter dem Aspekt des Funktionsschutzes eine nationale, international harmonisierte Gesetzgebung. Schocks auf einzelnen Finanzplätzen übertragen sich infolge der weltweiten Vernetzung rasch auf andere Plätze. Ein eidgenössisches Gesetz, das dem gesamten Finanzplatz ein einheitliches Regelwerk verschafft, ist auch geeignet, die Einführung neuer Handelssysteme zu erleichtern.

Das BEHG ist in dem Sinne als Rahmenordnung konzipiert; als es nur die Grundzüge festhält und vieles der Selbstregulierung überlässt. Rechtsdogmatisch gehört die Regelungsmaterie zur Wirtschaftsaufsicht. Im Vordergrund stehen gewerbepolizeiliche Schutzanliegen (Vermögensschutz), die durch funktionsgerichtete Schutzanliegen (Funktionsfähigkeit der Börsen und des Kapitalmarktes) ergänzt werden. Diese Anliegen prägen den Charakter des BEHG. Die Börsen werden in Pflicht genommen, die Schutzziele im Rahmen der Selbstregulierung durch interne Massnahmen weitgehend autonom zu verwirklichen.

Der Staat greift nur so weit regelnd ein, als die Privaten nicht selber in der Lage sind, schutzwürdige Interessen der Rechtsgemeinschaft zu verwirklichen. Gleichzeitig trägt das BEHG dem Gebot der Verhältnismässigkeit von Grundrechtsbeschränkungen optimal Rechnung. Die Handels- und Gewerbefreiheit der Börsen und Effektenhändler wird nur so weit beschränkt, als dies im Hinblick auf den Schutz der Börsenmitglieder und der Kunden der Effektenhändler erforderlich ist. Das Erfordernis nach einer Aufsicht ergibt sich als Korrektiv zur Selbstregulierung. Die Aufsicht soll sicherstellen, dass die Selbstregulierung die Erreichung der Ziele des BEHG gewährleistet.

Damit ist die notwendige Flexibilität gewährleistet, um auf institutionelle und technische Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten rasch reagieren zu können. Ein BEHG mit auf den Zeitpunkt der Gesetzgebung ausgerichteten Detailregelungen wäre angesichts der sich schnell wandelnden Finanzmärkte bereits nach sehr kurzer Zeit, wenn nicht gar bereits im Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens, überholt. Mit der vorgeschlagenen Rahmenordnung und den Ausführungsbestimmungen auf Verordnungsstufe wird sowohl die erforderliche Flexibilität als auch die gebotene Rechtssicherheit erreicht.

Als Folge des Konzeptes als Rahmenordnung ergibt sich die Notwendigkeit, dem Bundesrat die Kompetenz zu geben, gewisse klar umschriebene Fragen auf Verordnungsstufe zu regeln. Damit soll unter anderem auch vermieden werden, dass der Anlegerschutz zur Farce wird. Die einzelnen Kompetenzdelegationen sind in Kapitel 62 zusammengefasst.

16 Kernfragen der Gesetzgebung

161 Ausklammerung des Primärmarktes

Auf dem Primärmarkt erfolgt die Plazierung neu emittierter Wertpapiere. Er umfasst die Emission und Inverkehrsetzung von fungiblen Kapitalmarktpapieren, die gleichzeitig und zu gleichen Bedingungen beim Anleger plazierte werden. Der Anleger ist im Emissionsmarkt, d. h. als Käufer einer Forderung, ebenso auf Treu und Glauben angewiesen wie an der Börse, wo er als Käufer von Handelsdienstleistungen geschützt wird. Der Primärmarkt ist deshalb ein geeigneter Ansatzpunkt für Massnahmen des Anlegerschutzes. Zwischen den Vorschriften, welche die Emission regeln, und denjenigen, die für die Zulassung von Effekten zur Börse gelten, sollte eine gewisse Kongruenz erzielt werden.

Die Abgrenzung des Primärmarkts vom Sekundärmarkt, auf welchem die Wertpapiere gehandelt werden, ist relativ schwierig. Der Sekundärmarkt umfasst den börslichen, den (inoffiziellen) vorbörslichen und den ausserbörslichen Handel. Insbesondere der «graue Markt» bietet Schwierigkeiten bezüglich der Zuordnung zum Primär- respektive Sekundärmarkt. Wendet man das Unterscheidungskriterium, wonach der Primärmarkt ein Markt mit Mengenanpassung (bei gegebenem Emissionspreis), der Sekundärmarkt ein solcher mit Preisanpassung (bei gegebenem Bestand) ist, auf das Phänomen des «grauen Marktes» an, so gehört dieser zum Sekundärmarkt und wird folglich durch den im BEHG definierten Geltungsbereich erfasst.

Im Obligationenrecht werden der Prospektzwang und die Prospekthaftung (OR, Art. 652a, 752 und 1156) geregelt. Diese Bestimmungen beschränken sich auf die Mindestvoraussetzungen betreffend Prospektinhalt und die Haftung jener, die bei der Prospektherausgabe mitgewirkt haben. Diese Bestimmungen lassen in bezug auf Bilanzklarheit, Aktualität und Zukunftsaussichten des Emittenten und damit auf eine ausreichende Information des Anlegers zu wünschen übrig. Die schweizerischen Normen sind im Vergleich zu den wichtigsten ausländischen Staaten unterlegen. Zudem greift die Schutzwirkung des OR immer erst dann, wenn der Erwerber von Kapitalmarktpapieren bereits zu Schaden gekommen ist. Auch sind die entsprechenden Vorschriften des OR nur zum Teil oder gar nicht auf Emissionen, die von Ausländern in der Schweiz getätigt werden, anwendbar. Allerdings kann die Aufsichtsbehörde via Genehmigung der Reglemente für die Zulassung von Effekten zum Handel an einer Börse ausführlichere Prospekte für kotierte Wertpapiere verlangen als gemäss OR erforderlich ist.

In der EG besteht keine umfassende und abschliessende Regelung des Primärmarktes. Hingegen hat die EG verschiedene Richtlinien erlassen, welche den Primärmarkt betreffen:

- Die Richtlinie 79/279/EWG (mit Änderung 88/627) setzt die Mindestbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung fest. Sie enthält Vorschriften zu den Massnahmen und Befugnissen der zuständigen Aufsichtsbehörden, zum Mindestumfang der kotierten Titel und zu den Publizitätspflichten der Emittenten.
- Die Richtlinie 80/390/EWG (mit Änderungen 87/345, 90/211 und Änderungsvorschlag KOM [92] 566) regelt die Kontrolle und Verbreitung der Prospekte bei Emissionen börsenkotierter Gesellschaften. Die Richtlinie 89/298/EWG regelt die Information der Anleger im Falle börslicher oder ausserbörslicher Erstemission. Diese Richtlinien enthalten Publizitätspflichten über vergangene und zukünftige Geschäftstätigkeiten und die Finanzlage der Emittenten sowie über die Merkmale der Titel. Beide Richtlinien sehen ausdrücklich die Möglichkeit von Verhandlungen mit Drittstaaten vor, um die gegenseitige Anerkennung der Prospekte zu erreichen.
- Die Richtlinie 82/121/EWG schreibt den börsenkotierten Gesellschaften die regelmässige Veröffentlichung von Halbjahresberichten vor, um den Anlegern die Beurteilung der Finanzlage und der allgemeinen Entwicklung der Geschäftstätigkeit zu ermöglichen.

- Der Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie zu den Investmentfirmen (KOM [89] 629), welcher auf dem Grundsatz der Herkunftsland-Kontrolle mit gegenseitiger Anerkennung der Zulassungen und der Aufsichtssysteme beruht, sieht Normen vor zur Niederlassungsfreiheit, zu den Eigenmitteln, zu den Anforderungen an die Geschäftsführer und zu den Auskunftspflichten.

Die erwähnten drei Richtlinien 79/279/EWG, 80/390/EWG und 82/121/EWG sind in das EWR-Abkommen integriert worden. Volk und Stände haben das Abkommen am 6. Dezember 1992 jedoch abgelehnt, so dass die Richtlinien auf die Schweiz keine Anwendung finden.

Die aktuellen schweizerischen Vorschriften vermögen zwar den EG-Vorschriften weder hinsichtlich der Kotierungs- und der Prospektvorschriften noch hinsichtlich der regelmässigen Informationen zu genügen. Gegen eine zu weit gehende Regulierung des Primärmarktes sprechen jedoch verschiedene Gründe. So ist die Konkurrenzierung des Finanzplatzes Schweiz insbesondere durch den heute noch sehr liberalen Euromarkt zu beachten. Die Euromärkte sind internationale Geld- und Kapitalmärkte, auf denen Bankdepósitos, Bankkredite und Wertpapiere in Währungen ausserhalb des Hoheitsgebietes der betreffenden Staaten angelegt, gewährt und gehandelt werden. Sie unterstehen keiner staatlichen Kontrolle.

In der Schweiz wird der Anleger auch auf dem Primärmarkt mindestens partiell durch die Bankenaufsicht geschützt. Mit Wirkung ab 1. Januar 1990 wurde der Geltungsbereich der Bankenverordnung auf die Emissionshäuser ausgedehnt. Diese Bestimmung gilt jedoch nicht für Gesellschaften, welche Optionen ausgeben, aber nicht bei der Emission von traditionellen Kapitalmarktpapieren mithelfen. Mit der in Artikel 2 Buchstabe c BEHG gewählten Definition für die Effektenhändler werden die Emissionshäuser auch erfasst, wodurch indirekt ein gewisser Einfluss auf den Primärmarkt ausgeübt werden kann (siehe auch hinten, Ziff. 212.3). Damit kann die umstrittene Bankenverordnungsbestimmung aufgehoben werden.

Durch die 1987 in Kraft gesetzte Konvention XIX der Schweizerischen Bankiervereinigung wurde im Bereich der Notes (Schuldverschreibungen bzw. Schuldscheine) ausländischer Schuldner die Prospektspflicht eingeführt. Die Emittenten können aufgrund des BEHG bei der Kotierung Mindestanforderungen bezüglich Publizität unterworfen werden, welche über jene des OR hinausgehen. Die Börsen werden sowohl gegenüber den um eine Neukotierung nachsuchenden Gesellschaften (mittels Auflagen an den erforderlichen Inhalt der Kotierungsprospekte) als auch gegenüber den bereits kotierten Gesellschaften (mittels Auflagen an die Emissionsprospekte) die Publikation angemessener Kapitalmarktinformationen durchsetzen können.

Auf mittlere Sicht besteht anerkanntermassen ein weitergehender Regelungsbedarf für den Primärmarkt. Dafür wäre z. B. eine direkte Kontrolle der zur Emission zugelassenen Produkte durch die Aufsichtsbehörde vorzusehen, wie dies in den USA durch die SEC geschieht. Die SEC führt eine materielle Kontrolle der Prospekte durch. Diese müssen vollständig sein und adäquate Informationen enthalten, so dass der Anleger seine Entscheide in Kenntnis aller relevanten Fakten treffen kann («full disclosure of all material facts»).

Eine Regelung von Prospektpflicht und -haftung im BEHG wäre rechtssystematisch störend, da diese Bereiche bereits im OR geregelt sind. Auf eine Regelung des Primärmarktes im BEHG wird aufgrund obiger Überlegungen verzichtet. Falls eine Verschärfung der Bestimmungen z. B. im Hinblick auf die EG-Kompatibilität notwendig wird, muss dies durch eine Revision des OR oder in einem Spezialerlass geschehen.

162 Zulassungsbedingungen

Die Zulassungsbedingungen von Börsen, der Börsenmitgliedschaft und der Effekten müssen nach allgemein anerkannten, objektiv feststellbaren und für gleiche Antragsteller gleichen Kriterien festgelegt werden. Es gilt der Grundsatz der Gleichbehandlung. Das BEHG schafft keine Monopole oder Schutzräume, sondern ermöglicht Wettbewerb zwischen Börsen, Effekthändlern und Emittenten.

Gemäss BEHG Artikel 3 darf eine Börse in der Schweiz nur mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde betrieben werden (siehe auch hinten, Ziff. 221). Die Zulassung von ausländischen Börsen, die in der Schweiz tätig sind, ohne hier einen Sitz zu haben oder deren Einrichtungen physisch nicht präsent sind, wie elektronische Börsen, wird vom Bundesrat auf dem Verordnungswege geregelt. Dabei wird zu berücksichtigen sein, inwieweit die Börse im Herkunftsland angemessen überwacht wird. Aus Gründen der Wettbewerbsneutralität ist die Möglichkeit, den Betrieb solcher Börsen unter Beachtung gewisser Mindestvoraussetzungen zu regeln, sehr wichtig. Wer die organisatorischen und personellen Voraussetzungen erfüllt, kann im Sinne einer offenen und rechtsgleichen Gewährleistung des Marktzugangs eine Börse betreiben. Ausländisch beherrschten Börsen kann die Bewilligung verweigert werden, wenn das Herkunftsland schweizerischen Börsen den tatsächlichen Marktzugang nicht gewährt. Wettbewerb und Innovationskraft werden über die wirtschaftliche Existenzberechtigung von Börsen zu unterscheiden haben.

Die Zulassungsbedingungen für die Börsenmitgliedschaft werden weitgehend der Selbstregulierung überlassen (siehe auch hinten, Ziff. 225). Die Börsen regeln die Zulassung von Mitgliedern durch Erlass eines Reglementes, das von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist. Im BEHG werden lediglich Mindestanforderungen definiert. Dazu gehören die Beachtung des Grundsatzes der Gleichbehandlung sowie die Forderung, dass nur Effekthändler Mitglieder einer Börse werden können. Mit dieser Regelung wird den Erfordernissen eines rechtsgleichen Marktzutrittes Rechnung getragen und gleichzeitig den Börsen die notwendige Flexibilität belassen. Effekthändler, welche die Zulassungsbedingungen erfüllen, haben im Rahmen der Gleichbehandlung Anspruch auf Zulassung. Die Freiheit des Börsenzugangs kann allerdings durch objektive Zulassungsbeschränkungen in Form von Kapazitätsgrenzen des Handelssystems eingeschränkt werden. Eine Mitgliedschaft kann nur erlangt werden, wenn die mit der Mitgliedschaft verbundenen Verpflichtungen (wie z. B. eine Börsenpflicht) beachtet werden. Einer Börse ist es freigestellt, unterschiedliche Händlerkategorien für gleiche oder unterschiedliche Börsensegmente zu schaffen (z. B. Market-Maker, Bro-

ker-Dealer). In bestrittenen Fällen der Aufnahme und des Ausschlusses von Mitgliedern erlassen die Börsen eine Verfügung, gegen die der Betroffene bei der Aufsichtsbehörde Beschwerde erheben kann. Dieses Verfahren entspricht dem Selbstregulierungssystem mit staatlicher Obergrenze.

Die Zulassungsbedingungen für Effekten (die Kotierungsreglemente) sind ebenfalls Sache der Börsen (siehe auch hinten, Ziff. 226). Diese erlassen ein Reglement, das von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist. Hierbei handelt es sich um einen zentralen Teil der Selbstregulierung. Es ist davon auszugehen, dass die Kotierungsreglemente in enger Zusammenarbeit mit den kotierten Gesellschaften und den Vertretern der Anlegerkreise aufgestellt werden. Das BEHG hält in Artikel 8 zwei Mindestanforderungen fest: Das Reglement soll erstens Vorschriften über die Handelbarkeit der Effekten und über die Informationspflichten der Emittenten enthalten. Zweitens muss es international anerkannten Standards Rechnung tragen. Die Einhaltung der international anerkannten Standards könnte mittleren und kleineren Gesellschaften Probleme bereiten. Damit diesen der Zugang zur Börse und dadurch zur Risikokapitalbeschaffung nicht verwehrt wird, können die Börsen Segmente mit unterschiedlich strengen Kotierungsvorschriften bilden. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Gesellschaften, welche die Vorteile der Mittelbeschaffung über den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, der Öffentlichkeit gegenüber zu erhöhter Publizität verpflichtet sind. Eine Segmentierung der Börsen ist zudem im Zusammenhang mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote vorgesehen. Die Unternehmen, welche sich den Bestimmungen des BEHG betreffend öffentliche Kaufangebote unterwerfen, können ihre Beteiligungspapiere in einem anderen Segment kotieren lassen, als jene, für welche diese Bestimmungen keine Gültigkeit haben.

Mit Hilfe der Kotierungsreglemente soll die Transparenz der gehandelten Titel gewährleistet werden. Die geforderte Information bei und während der Kotierung soll dem Anleger die Bildung eines sachgerechten Urteils über die Eigenschaften der Effekten und über die Qualität des Emittenten ermöglichen. Dem Anleger sollen Angaben über das quantitative Handelsvolumen (die Liquidität) zugänglich gemacht werden und die Basiskriterien der Handelbarkeit (Zahl und Struktur der ausstehenden Beteiligungspapiere, Eintragungspraxis für Namenaktien) bekannt sein. Die Einführung eines allfälligen Ratings bleibt ebenfalls der Selbstregulierung überlassen.

Die Börse überwacht die Einhaltung des Kotierungsreglementes und wendet es an. Sind die Bedingungen des Reglements erfüllt, so hat die Börse die Zulassung einer Effekte zum Handel im entsprechenden Segment zu erteilen.

163 Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften (siehe auch hinten, Ziff. 24)

Zur Erhöhung der Transparenz über die Besitzverhältnisse börsenkotierter Unternehmen ist eine Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen unabdingbar. In der EG ist die Bekanntgabe bedeutender Beteiligungen in einer speziellen Richtlinie (88/627/EWG), die am 12. Dezember 1988 in Kraft getreten ist, geregelt. Von einer erhöhten Transparenz profitieren Anleger wie Gesellschaften.

Die Zusammensetzung des Aktionärskreises sowie die Veränderung massgeblicher Beteiligungen sind für Anlageentscheide der Investoren wichtig und auch kursrelevant. Mit der verbesserten Transparenz werden missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge reduziert. Die Gesellschaft ihrerseits gewinnt eine bessere Übersicht über die Aktionärsstruktur und die bestehenden Beherrschungsverhältnisse, indem sie die Identität nicht nur ihrer Namen-, sondern auch der wichtigsten Inhaberaktionäre erfährt. Gleichzeitig wird durch die Weitergabe der Informationen an das Publikum dafür gesorgt, dass die Gesellschaften nicht einseitig durch einen Informationsvorsprung bevorzugt werden. Die Meldepflicht ist eng mit den öffentlichen Kaufangeboten verknüpft. Der heimliche Erwerb, aber auch die heimliche Veräusserung massgeblicher Beteiligungen über die Börse werden verunmöglicht. Infolge der Meldepflicht kann somit ein Aufkäufer sein Erwerbsziel, ausser er realisiert es mittels Paketkauf auf privatem Weg, praktisch nur noch über ein öffentliches Angebot erreichen.

Die Meldepflicht bedarf der gesetzlichen Abstützung, da ihre Durchsetzung nur mit Hilfe von Sanktionsmitteln zu gewährleisten ist. Der Geltungsbereich soll sich auf schweizerische Publikumsgesellschaften, deren Beteiligungspapiere an einer Börse kotiert sind, beschränken. Mit der Festlegung der Meldepflicht im BEHG wird es möglich, verwaltungsrechtliche Bestimmungen zu erlassen (Aufsicht, Strafbestimmungen), wozu eine rein zivilrechtliche Grundlage nicht ausreichen würde.

Die Meldepflicht ergibt sich beim Erreichen, Über- und Unterschreiten von Beteiligungsschwellen. Als Grenzwerte werden 5, 10, 25, 33⅓, 50 und 75 Prozent der Stimmrechte festgelegt, womit über die Minimalanforderungen der EG-Richtlinie (Erstschwelle bei 10 %) hinausgegangen wird. Eine Erstschwelle von 5 Prozent rechtfertigt sich aus verschiedenen Gründen. 10 Prozent der Stimmrechte stellen bei multinationalen Gesellschaften kapitalmässig einen sehr hohen Grenzwert dar. Im revidierten Aktienrecht wird eine Veröffentlichung aller den Gesellschaften bekannten Beteiligungen, die 5 Prozent der Stimmrechte überschreiten, verlangt. In den wichtigen Ländern (z. B. in Grossbritannien mit einer Schwelle von 3 %) weist die Tendenz ebenfalls in diese Richtung.

Ihren Zweck erfüllt die Meldung massgeblicher Beteiligungen nur, wenn sie Klarheit über die Beherrschungsverhältnisse verschaffen kann. Deshalb müssen die Inhaberaktien in die Regelung einbezogen werden und alle direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten kontrollierten Stimmrechte bei der Bemessung der Beteiligung berücksichtigt werden. Vertraglich oder auf andere Weise organisierte Gruppen, die sich auf Dauer zusammenschliessen oder die über andere dauerhafte Beziehungen durch eine einheitliche Leitung verbunden sind (z. B. zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft oder innerhalb der Familie) sollen nur gemeinsam als Gruppe Meldung erstatten müssen. Die übrigen Besitzer von Beteiligungspapieren haben ein starkes Interesse daran, dass sich zusammengehörende Aktionäre als solche zu erkennen geben. Verschiebungen innerhalb der Gruppe hingegen lösen keine Meldepflicht aus.

Die Regelung der öffentlichen Kaufangebote im BEHG ist für die Gleichbehandlung von Aktionären und insbesondere den Schutz der Minderheitsaktionäre von eminenter Bedeutung. Der Übernahmekodex der Vereinigung der Schweizer Börsen vermag der Problematik und der berechtigten Forderung nach mehr Transparenz in diesem Gebiet nicht gerecht zu werden. Er vermochte auch nicht zu verhindern, dass die Minderheitsaktionäre bei verschiedenen Übernahmefällen zu kurz kamen, indem sie vom höheren Übernahmepreis nicht profitieren konnten.

Wird diese Materie nicht im BEHG geregelt, so besteht die Gefahr, dass eine entsprechende Regelung auf die lange Bank geschoben wird. In der EG ist ein entsprechender Richtlinienentwurf am 14. September 1990 vorgelegt worden (geänderter Vorschlag für eine 13. Richtlinie des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote (KOM [90] 416)). In der Vernehmlassung zum BEHG-Entwurf haben sich die direkt Betroffenen (Industrie- und Holdinggesellschaften) deutlich für eine Regelung der öffentlichen Kaufangebote im BEHG ausgesprochen. Die vorgeschlagene Regelung zielt darauf ab, transparente und faire Bedingungen für öffentliche Kaufangebote zu schaffen. Den Aktionären der Zielgesellschaft soll in erster Linie ein Entscheid in Kenntnis des Sachverhalts ermöglicht werden. Bei einem Kaufangebot sollen die wichtigsten Regeln der Lauterkeit, insbesondere das Prinzip der Gleichbehandlung, eingehalten werden. Die Zielgesellschaft muss ebenfalls gewissen Regeln unterstellt werden, hauptsächlich wegen des Interessenkonfliktes, dem die Gesellschaftsorgane ausgesetzt sein können. Mit verschärften Transparenzregeln auf dem betroffenen Aktienmarkt soll der Gefahr von Marktmanipulationen, die bei solchen Geschäften besonders hoch ist, entgegengewirkt werden.

Zum Schutz der Minderheitsaktionäre, die im Falle einer Beherrschung durch eine neue Aktionärsgruppe nicht in der Gesellschaft verbleiben wollen, soll gemäss BEHG Artikel 30 der Aktionär, der eine beherrschende Beteiligung an der Gesellschaft erlangt, verpflichtet werden, ein Angebot für den Erwerb aller an der Börse gehandelten Beteiligungspapiere dieser Gesellschaft zu unterbreiten. Zudem werden die Zielgesellschaften gewissen Pflichten unterworfen und deren Möglichkeit, gegen «unfreundliche» Übernahmen Abwehrmassnahmen zu ergreifen, eingeschränkt. Die im BEHG festgelegten Regeln entsprechen weitgehend denjenigen des britischen «City code». Damit die Regelung relativ rasch den neuen Erfahrungen und internationalen Entwicklungen angepasst werden kann, enthält das BEHG nur die wichtigsten Grundsätze. Die Einzelheiten werden in einer Verordnung des Bundesrates geregelt. Dem Bundesrat wird nicht nur für den Erlass von Ausführungsbestimmungen, sondern auch für den Erlass von zusätzlichen Bestimmungen (Ergänzungsbestimmungen) die Kompetenz erteilt. Damit erhält der Bundesrat auch die Möglichkeit, die Aufsichtsbehörde auf dem Verordnungswege zu befugen, in besonderen Fällen Abweichungen zur Verordnung selbst vorzunehmen.

Eine Motion der Nationalratskommission vom 14. September 1989 (zu 83.015) verlangt eine Börsen- und Übernahmegesetzgebung, welche auch unerwünschte

Übernahmen verhindert und geordnete Übernahmen mit entsprechendem Minderheitsaktionärsschutz vorsieht.

Für die besondere Situation der in der Schweiz verbreiteten Familiengesellschaften müssen jedoch Ausnahmen gewährt werden. So wäre es nicht zweckdienlich, wenn bei einer Verschiebung von Anteilen innerhalb einer Familie oder einer sonstigen schon lange bestehenden vertraglich oder auf andere Art verbundenen Gruppe ein Angebot zum Aufkauf aller an der Börse kotierten Beteiligungspapiere der entsprechenden Gesellschaft gemacht werden müsste. Diesen Besonderheiten der Familiengesellschaften kann damit Rechnung getragen werden, indem die Aufsichtsbehörde die Übertragung von Stimmrechten innerhalb der Gruppe von der Angebotspflicht ausnehmen kann. Dauerhaft zusammengeschlossene Personen unterliegen in diesem Fall der Angebotspflicht nur als Gruppe. Zudem erfolgt die Unterstellung der kotierten Gesellschaften unter die Bestimmungen betreffend öffentlicher Kaufangebote auf freiwilliger Basis. Gleichzeitig werden aber an den Börsen verschiedene Segmente geschaffen. Die Zuteilung der Beteiligungspapiere auf die Segmente geschieht aufgrund der Gültigkeit der Regeln über öffentliche Kaufangebote für das jeweilige Unternehmen. Gesellschaften, die sich den entsprechenden Bestimmungen des BEHG unterwerfen, sollen in einem anderen Segment (z. B. Kategorie A) kotiert werden als Gesellschaften, für welche diese Bestimmungen keine Anwendung finden (z. B. Kategorie B). Damit kann den Gesellschaften die Wahl überlassen werden, in welchem Segment ihre Beteiligungspapiere gehandelt werden sollen. Für den Anleger besteht insofern Transparenz, als er sich beim Kauf von Papieren der Kategorie B bewusst ist, dass bedeutende Anteilsverschiebungen ohne das Erfordernis öffentlicher Kaufangebote vollzogen werden können.

165 Wahl der Aufsichtsbehörde (siehe auch hinten Ziff. 26)

Gemäss der Grundkonzeption des BEHG sollen sich die Börsen ohne zu starre gesetzliche Fesseln den sich wandelnden Bedürfnissen entsprechend entwickeln und anpassen können. Das BEHG beschränkt sich auf das Festlegen von Rahmenbedingungen für die Tätigkeit der Börsen, innerhalb derer die Selbstregulierung greifen soll. Das bedeutet aber nicht Verzicht auf staatliche Aufsicht, sondern eine sinnvolle Aufgabenteilung zwischen behördlicher Oberaufsicht und privater Selbstkontrolle mit gesetzlich verankerten Verpflichtungen. Die Effektenhändler hingegen unterliegen der direkten staatlichen Aufsicht ohne Selbstregulierung. Da in der Schweiz die wichtigsten gewerbsmässigen Effektenhändler Bankenstatus haben, unterstehen sie der Aufsicht der EBK. In diesem Bereich soll deshalb nicht von einer bewährten Aufsichtskonzeption abgewichen werden.

Die Aufgabe der Börsenaufsicht unterscheidet sich in Art und Rhythmus wesentlich von der Bankenaufsicht. Die Überwachung eines Marktes ist grundsätzlich verschieden von der Beaufsichtigung einzelner Institute. Es ist entscheidend, dass die Börsentätigkeit permanent überwacht wird und bei Bedarf sofort eingeschritten werden kann. Die Einsetzung eines Börsenkommissariates vor Ort als verlängerter Arm der Aufsichtsbehörde widerspräche aber dem System der

Selbstregulierung. Die Aufsichtsbehörde muss zu den beaufsichtigten Märkten die notwendige Distanz wahren, um das Funktionieren der Selbstregulierung und deren Organe kontrollieren und überwachen zu können, ohne selber die unmittelbare Verantwortung der Börsenregulierung zu übernehmen. Diese Aufsichtskonzeption bedingt, dass die börseneigenen Aufsichtsorgane hauptberuflich am Markt tätige Spezialisten einsetzen, die dank ihrer hohen Qualifikation in der Lage sind, ausserordentliche Situationen korrekt zu beurteilen und entsprechend entscheiden bzw. eingreifen zu können. An die Selbstregulierung sind deshalb hohe Anforderungen zu stellen.

Die Aufsichtsbehörde des Bundes muss die Selbstregulierung der Börsen kontrollieren, die Einhaltung der Meldepflicht betreffend Offenlegung von Beteiligungen und die öffentlichen Kaufangebote überwachen und ist für die internationale Zusammenarbeit zwischen Börsenaufsichtsbehörden zuständig. Im Ausland sind die Börsen meistens einer eigenen Aufsichtskommission unterstellt. So beraten sich auf internationaler Ebene die Bankenregulatoren im Rahmen des sogenannten Basler Ausschusses, die Börsenregulatoren im Rahmen der IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Bezüglich der Regelung im Ausland mit separaten Börsenkommissionen ist jedoch zu berücksichtigen, dass es in den fraglichen europäischen Ländern die Zentralbanken sind, die mit der Bankenaufsicht betraut sind. Die Banken und die Finanzmärkte sind somit von zwei Behörden beaufsichtigt. Würde in der Schweiz eine neue Kommission mit der Börsenaufsicht betraut, so ständen den Aufsichtsadressaten des Finanzmarktes drei Behörden (EBK, Börsenkommission und SNB) gegenüber. Zudem ist festzustellen, dass in diesen europäischen Ländern die Hauptaufgabe der Börsenkommission nicht in der Marktaufsicht, sondern in der Aufsicht über die Marktteilnehmer (Grossbritannien) oder über den Primärmarkt (Frankreich) liegt.

In einem Land wie der Schweiz, das ein reines Universalbankensystem kennt, ist es folgerichtig und mit Blick auf potentielle Synergieeffekte auch erstrebenswert, die Börsenaufsicht der Bankenaufsichtsbehörde zu übertragen. Die EBK wird dabei jedoch in «Eidgenössische Banken- und Börsenkommission» (EBBK) umgetauft und kann in zwei Kammern gegliedert werden. Die Bankenkammer wäre dann zum Beispiel für die bereits bisher von der EBK wahrgenommene Banken- und Anlagefondsaufsicht sowie zusätzlich für die Aufsicht über die Effektenhändler zuständig. Die Börsenkammer würde die Börsen, die Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen an kotierten Gesellschaften und die öffentlichen Kaufangebote überwachen. Sie muss angesichts der ihr übertragenen Aufgaben rasch eingreifen können. Es ist deshalb im Reglement der EBBK vorzusehen, dass der Präsident vollamtlich eingesetzt werden kann und zusammen mit dem Direktor des Sekretariates die Kompetenz erhält, bei gegebener Dringlichkeit per Präsidialverfügung sofort einzuschreiten und die erforderlichen Entscheide zu treffen und Verfügungen zu erlassen. Dringlichkeit kann gegeben sein bei Verletzung des BEHG, der Reglemente der Börsen und Effektenhändler zum Beispiel im Falle von Kursmanipulationen, im Bereich der öffentlichen Kaufangebote oder bei Insidervergehen. Zudem kann der Bewilligungsentzug in ausserordentlichen Fällen oder die Erteilung von Auskünften an ausländische Aufsichtsbehörden sofortiges Handeln erfordern.

Die Mitglieder der Banken- und Börsenkommission müssen fachlich ausgewiesene Spezialisten sein und dürfen weder Präsident, Vizepräsident, Delegierter oder Mitglied des Ausschusses des Verwaltungsrates noch Mitglied der Geschäftsleitung einer Bank, der Fondsleitung eines Anlagefonds, einer Börse, eines Effekthändlers oder einer anerkannten Revisionsstelle sein. Die beiden Kammern müssen eng zusammenarbeiten und gemeinsame Sitzungen insbesondere zur Behandlung wichtiger und/oder fachübergreifender Fragen abhalten. Damit können beträchtliche Synergieeffekte erzielt werden. Zur Bewältigung der zusätzlichen Aufsichtsaufgaben muss die Kommission auf bis maximal elf Mitglieder erweitert werden können. Die Verteilung der Mitglieder auf die beiden Kammern legt die EBBK in einem Reglement fest, das der Zustimmung des Bundesrates bedarf.

Der Kommission steht mit dem ständigen Sekretariat ein wertvoller vollamtlicher Stab zur Verfügung. Dieses Sekretariat muss zur Bewältigung ihrer erweiterten Aufgaben um ungefähr zehn Personen aufgestockt werden.

166 Regelung der internationalen Zusammenarbeit (siehe auch hinten, Ziff. 272)

Die Schranken für internationale Transaktionen im Bereich der Finanzdienstleistungen schwinden zusehends. Mit dem Binnenmarkt in der EG wird auch die vollständige Freiheit im Kapital- und Dienstleistungsverkehr verwirklicht werden. Immer mehr Wertschriftenhäuser sind grenzüberschreitend und in mehreren Ländern tätig. Diese Entwicklung erhöht die Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Märkte und trägt zur Nivellierung der regulatorischen Unterschiede zwischen diesen bei. Die Globalisierung der Tätigkeit der Marktteilnehmer ruft aber nach einer vermehrten internationalen Zusammenarbeit unter den Aufsichtsbehörden und dem dazu nötigen Informationsaustausch. Die zweite Bankenrechts-Koordinierungsrichtlinie der EG vom 15. Dezember 1989 und der geänderte Vorschlag der EG-Kommission vom 8. Februar 1990 für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen (KOM [89] 629 endg.) sehen die Möglichkeit des Informationsaustausches zwischen Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden ausdrücklich vor. Eine vermehrte Zusammenarbeit unter den Aufsichtsbehörden ist auch geeignet, Konflikte zwischen ausländischen Offenlegungsvorschriften und inländischem Geheimnisschutz zu verhindern.

Gegenstand des Austausches von nicht öffentlich zugänglichen Informationen kann einerseits statistisches Material über die Bonität von international tätigen Effekthändlern oder über Börsen sein. Andererseits besteht auch ein Interesse am Austausch von nicht statistischen Informationen, wie z. B. von Eindrücken über Ruf und Fähigkeit der Geschäftsleitung oder die Beurteilung der Effizienz interner Melde- und Kontrollverfahren. Zudem dürften auch Informationen relevant sein, die Kunden von Effekthändlern betreffen, z. B. im Bereich der Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften, bei der Bekämpfung von Insiderverhalten oder bei Kursmanipulationen. Ein mit Blick auf den Anlegerschutz erhebliches Bedürfnis für einen Informationsaustausch ergibt sich schliesslich bei Abklärungen über international tätige Effekthändler, die ihre Geschäfte ohne die nötigen Bewilligungen abwickeln.

Die internationale Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden ist – ausserhalb der Rechtshilfe in Strafsachen – in der schweizerischen Rechtsordnung nur am Rande geregelt. Sie beschränkt sich im Moment auf den Austausch von Informationen, die ohne Zwangsmassnahmen erhältlich sind. Die Aufhebung der gesetzlich geschützten Geheimnisse (Bank- und Berufsgeheimnis) ist nur auf dem Weg der internationalen Rechtshilfe möglich. Diese Situation hat zu Problemen in der Finanzmarktaufsicht geführt. Die schweizerischen Behörden konnten über Zwangsmassnahmen erhaltene Informationen nur dann weiterleiten, wenn das Untersuchungsverfahren der ausländischen Aufsichtsbehörden auf die Eröffnung eines Strafverfahrens hinauslief. Davon war nur ein kleiner Teil der ausländischen Verwaltungsverfahren betroffen. Es ist deshalb notwendig, die Kompetenzen der schweizerischen Aufsichtsbehörde zu verstärken.

Es ist fraglich, wieweit das Amtsgeheimnis einer Weitergabe behördeninternen Wissens an ausländische Stellen entgegensteht. Die schweizerischen Behörden pflegen bereits einen allerdings begrenzten Informationsaustausch mit ausländischen Stellen. Es drängt sich eine eindeutige gesetzliche Regelung über Zulässigkeit und Schranken der Zusammenarbeit mit ausländischen Behörden auf.

Für eine wirksame internationale Zusammenarbeit müssen die Aufsichtsbehörden mit Kompetenzen ausgestattet werden, die sie dazu ermächtigen, die relevanten Informationen einzufordern. Konkret heisst dies, dass die EBBK die gleichen Kompetenzen erhält, wie sie ausländische Aufsichtsbehörden besitzen (z. B. SEC, SIB, COB). Eine mit entsprechenden Kompetenzen ausgestattete Aufsichtsbehörde ist durchaus im Interesse der Beaufsichtigten, indem mit dieser Lösung vermieden werden kann, dass allzu oft ein Strafverfahren eingeleitet werden muss.

Der Informationsaustausch mit ausländischen Aufsichtsbehörden ist von klaren Voraussetzungen abhängig zu machen. So sind die Prinzipien der Vertraulichkeit, der Spezialität und der Verhältnismässigkeit zu beachten. Zudem bleibt die Rechtshilfe in Strafsachen vorbehalten.

Soweit die Informationen einzelne Kunden betreffen, erfolgt der Austausch auf dem Weg des Verwaltungsverfahrens. Derartige Daten unterliegen dem Geschäfts- oder Bankgeheimnis. Der Entscheid über eine Auskunftserteilung ist als anfechtbare Verfügung zu betrachten. Jegliche Auskunft kann ohne Zustimmung des Betroffenen nur in der Form einer schriftlich eröffneten, beschwerdefähigen Verfügung vorgenommen werden. Gegen diese Verfügung steht die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht offen. Ein Verzicht auf eine vorherige Anhörung der Betroffenen und eine sofortige Vollstreckung der Verfügung ist zwar möglich, wird aber nur in Ausnahmefällen, zum Beispiel einer akuten Gefährdung des Anleger- oder Funktionsschutzes erfolgen dürfen. Mit dieser Lösung ist der Rechtsschutz der Betroffenen sichergestellt, das Bankgeheimnis wird nicht etwa in einem unverletzlichen Mass angetastet.

Für eine effiziente Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden zum Beispiel zur Bekämpfung von Insiderverhalten, Kursmanipulation oder Geldwäscherei sollten die Informationen rasch ausgetauscht werden können. Es ist zu erwarten, dass sich die schweizerische Aufsichtsbehörde bei Auskunftsbegehren ausländischer Stellen einem gewissen Druck ausgesetzt sieht, die Informationen rasch zu lie-

fern. Bei der Weitergabe von Kundeninformationen sollte das Verwaltungsverfahren möglichst rasch abgewickelt werden, indem zum Beispiel der Beschwerde die aufschiebende Wirkung entzogen oder die Beschwerdefrist verkürzt wird.

Für die Durchführung der Strafverfahren bei Vergehen, die Börsentransaktionen betreffen, ist es wichtig, dass die relevanten Informationen für den Nachvollzug der Wertpapiertransaktionen zugänglich sind. Mit der in den Artikeln 5, 15 und 33 BEHG festgelegten Melde- und Aufzeichnungspflicht ist der Informationsaustausch auch nach Ablauf des Verwaltungsverfahrens sichergestellt. Der Bundesrat wird in der Verordnung die Dauer für die Aufbewahrungspflicht aller relevanten Informationen so ansetzen, dass die Informationen in jedem Fall auch bei Ausnützung der Beschwerdemöglichkeit im Verwaltungsverfahren noch verfügbar sind. Mit dieser Lösung kann das Bankgeheimnis entsprechend der Regelung im Bankengesetz gewahrt werden, ohne dass die Verbrechensbekämpfung eingeschränkt würde.

Mit den Ländern, mit welchen eine Zusammenarbeit für eine wirksame Aufsicht für die Schweiz selbst von eminenter Bedeutung ist und die bereits eine gut organisierte und ausgebaute Aufsicht kennen, können Zusammenarbeitsverträge geschlossen werden. Damit wird eine Zone der Zusammenarbeit gebildet, die eine unbürokratische und effiziente Aufsicht über die Landesgrenzen hinweg erlaubt. Für diese Zone kommen in erster Linie die wichtigsten Finanzzentren in Frage.

2 Besonderer Teil

21 Allgemeine Bestimmungen

211 Zweckartikel (Art. 1)

Aus dem Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr leiten sich in bezug auf das BEHG zwei prioritäre Ziele ab: der Anlegerschutz und der Funktionsschutz. Der Anlegerschutz bedeutet primär Schutz von Individualinteressen gegen Übervorteilung durch Händler, Emittenten und andere Investoren, während beim Funktionsschutz Kollektivinteressen im Vordergrund stehen. Die Finanzmärkte sollen die Funktionsfähigkeit bewahren, um ihre volkswirtschaftlich wichtige Aufgabe der optimalen Ressourcenallokation möglichst reibungslos erfüllen zu können.

Zur Erreichung dieser Ziele ist die Förderung und Sicherung der Transparenz als das wichtigste Instrument zu betrachten. Vertrauensbildung und effiziente Aufsicht sind nur möglich, wenn die Transaktionen an den Finanzmärkten möglichst transparent erfolgen. Transparenz ist der Schlüssel zur Sicherheit, Lauterkeit und Funktionsfähigkeit der Börsen. Die Finanzmarktteilnehmer, seien es Effekthändler, Emittenten oder Anleger, brauchen, wenn sie ihre Kaufs- und Verkaufsentscheide nicht dem Zufall überlassen wollen, Informationen. Eine ausreichende Information der Marktteilnehmer und eine transparente Marktorganisation stärken den Anlegerschutz, fördern das Vertrauen in die Märkte und tragen damit zur Funktionsfähigkeit bei.

212 Begriffsbestimmungen

(Art. 2)

212.1 Effekten

(Art. 2 Bst. a)

Das BEHG regelt die Aufsicht über die Börsen wie diejenige über die professionellen Marktteilnehmer. Mit der Definition der gehandelten Finanzinstrumente wird sichergestellt, dass Markt- und Teilnehmeraufsicht in sich konsistent sind. Die Begriffsbestimmung bildet das Bindeglied, um den Geltungsbereich des BEHG sowohl für die Börsen- wie auch für die Händlernaufsicht sachlich abzustekken.

Der sachliche Geltungsbereich des BEHG umfasst zunächst vertretbare Wertpapiere im zivilrechtlichen Sinne. Darunter fallen vorab Wertpapiere, die Forderungsrechte (Obligationen, Schuldverschreibungen) und solche, die Mitgliedschaftsrechte (Aktien, Genuss- und Partizipationsscheine) verkörpern. Weiter fallen darunter Anteilscheine schweizerischer Anlagefonds und von Genossenschaften sowie abgeleitete Instrumente.

In den letzten Jahren hat sich an den Finanzmärkten des In- und Auslandes die Tendenz zur Entmaterialisierung der Wertpapiere verstärkt, so dass der zivilrechtliche Wertpapierbegriff die an den Börsen gehandelten Forderungs- und Beteiligungsrechte seit einiger Zeit nicht mehr zu erfassen vermag. Zur Rationalisierung des Effektenverkehrs wird anstelle der Urkundenform eine buchmässige Registrierung der Gläubiger- und Mitgliedschaftsrechte angestrebt. Der mittlerweile auch in der schweizerischen Literatur gebräuchliche Begriff des Wertrechts deckt die bisher bekannten Formen der Entmaterialisierung von Wertpapieren ab.

Aufgrund der erhöhten Volatilität von Zinsen und Wechselkursen sind in den achtziger Jahren Märkte für abgeleitete Finanzinstrumente (Derivate) entstanden. Diesen Finanzkontrakten ist gemeinsam, dass der (handelbare) Leistungsanspruch sich wertmässig nach dem Preis eines anderen Aktivums, für das ein regelmässiger Markt besteht, bemisst. Unter die Derivate fallen zunächst Optionen («traded options»). Sie geben dem Inhaber das Recht, aber nicht die Pflicht, in einem späteren Zeitpunkt Werte zu einem bestimmten Preis zu erwerben oder zu veräussern. Diese Basiswerte können Anteilsrechte, Forderungsrechte, blosse Zinsansprüche, Indizes, Devisen, Edelmetalle, Rohwaren usw. sein. Ebenfalls als Derivate gelten standardisierte Terminkontrakte («Futures»), die bei Fälligkeit Ansprüche auf die Differenz zum Preis des Basiswertes auslösen.

Wertpapiere, Wertrechte und Derivate gelten nur dann als «Effekten» im Sinne des BEHG, wenn sie zum massenweisen Handel geeignet sind. Damit sie für den börsenmässigen Handel in Frage kommen, müssen Finanzinstrumente ihrer Natur nach fungibel (vertretbar) sein. Ist das Kriterium der Eignung zum massenweisen Handel nicht erfüllt, so fehlt es in der Regel an einem besonderen Schutzbedürfnis des Anlegers.

Das BEHG findet für die Wertpapiere, die Wertrechte und die davon abgeleiteten Finanzinstrumente Anwendung, da die beiden Märkte in enger Wechselbeziehung zueinander stehen. Bei den Devisen, den Edelmetallen und den anderen

Rohwaren hingegen werden lediglich die davon abgeleiteten Instrumente erfasst. Die Grundkontrakte werden nicht reglementiert.

212.2 Börsen

(Art. 2 Bst. b)

Die rasante Entwicklung der Telekommunikation und der Computertechnologie sowie die Finanzinnovationen haben das Erscheinungsbild der Börsen nachhaltig beeinflusst. Die Automation hat sämtliche Teilschritte des Effektenhandels erfasst. Nach der zunächst im Vordergrund stehenden Preisinformation werden nun sukzessive auch die anderen Schritte des Effektenhandels – Offertstellung, Vertragsabschluss und Abwicklung – elektronisiert.

In den Börsengesetzen der Länder mit den wichtigsten Finanzplätzen fehlt es an einer hinreichend scharfen Definition der Börse. Die Notwendigkeit für die Aufnahme einer Legaldefinition in das BEHG ergibt sich daraus, dass in unserer Wirtschaftsverfassung mit der Handels- und Gewerbefreiheit ein starker Eckpfeiler verankert ist, der an gewerbepolizeilich motivierte Normierungen hohe Anforderungen der Rechtsstaatlichkeit (Legalitäts- und Verhältnismässigkeitsprinzip) und der Rechtssicherheit stellt. Dem BEHG werden nur die Finanzmärkte unterstellt, bei denen Anleger- und Funktionsschutz dies verlangen. Zur Sicherstellung der notwendigen Flexibilität ist dem Bundesrat ein entsprechender Ermessensspielraum einzuräumen.

Die Definition der Börse im BEHG stützt sich auf die technische Infrastruktur des Effektenhandels ab. Die technische Infrastruktur tritt nach aussen in Erscheinung und wird damit als Sachverhalt greifbar. Die funktional ausgerichtete Börsendefinition trägt auch der Automatisierung und Aufsplitterung der Teilfunktionen einer Vollbörse Rechnung. Ein organisierter Markt kann nur dann als Börse gelten, wenn er technische Einrichtungen zur Offertstellung und zum Vertragsabschluss aufweist. Dabei ist nicht gefordert, dass das Offertstellungs- und das Abschlussystem von ein und demselben rechtlichen Träger angeboten werden. Es ist auch denkbar, dass sich zwei von verschiedenen Trägern angebotene Systeme zu einer Börse ergänzen. In diesem Fall kann grundsätzlich jeder der beiden Träger Adressat des BEHG sein.

212.3 Effektenhändler

(Art. 2 Bst. c)

Die gewerbmässigen Effektenhändler werden unabhängig von ihrem Zugang zu einer Börse der Bundesaufsicht unterstellt. Die Händlernaufsicht hat damit eigenständige Bedeutung, d. h. sie bildet neben der Börsenaufsicht ein zweites gleichwertiges Element im BEHG. Die Definition umfasst Einzelkaufleute und Unternehmen, unabhängig von der Gesellschaftsform, in der sie geführt werden.

Die Handelstätigkeit umfasst den gewerbmässigen An- und Verkauf von Effekten. Nicht jede Effektenhandelstätigkeit soll zu staatlicher Aufsicht führen. Der Handel muss gewerbmässig erfolgen. Als Gewerbe ist gemäss Verordnung über

das Handelsregister eine selbständige, auf dauernden Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit zu verstehen. Der nur gelegentliche Handel mit Effekten kann somit nicht als gewerbmässig gelten.

Die von der Definition zu erfassende Handelstätigkeit konzentriert sich auf Marktteilnehmer, die gewerbmässig Effekten kaufen und verkaufen. Erfasst wird der Wertpapierhandel einerseits als gewerbmässiger Eigenhandel mit Finanzinstrumenten (zum Zwecke des kurzfristigen Wiederverkaufs oder der Arbitrage; z. B. als market maker) und andererseits als Handel im eigenen Namen für Rechnung Dritter (zur Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen). Mit der Definition ist klargestellt, dass die Marktmacher- und Arbitragegeschäfte, soweit sie gewerbmässig betrieben werden, zur Unterstellung unter das Gesetz führen. Auf Verordnungsstufe werden die Funktionen exemplikativ genannt, die Eigenhändler im Markt wahrnehmen müssen (z. B. Marktmacher), um der Aufsicht unterstellt zu werden.

Aus der Sicht des Anleger- und Funktionsschutzes sind in erster Linie die gewerbmässigen Händler mit direktem Börsenzugang dem BEHG zu unterstellen. Sie besitzen privilegierten Zugang zu marktrelevanten Informationen. Da das Ziel des Anlegerschutzes aber generell die Unterstellung der Marktteilnehmer erfordert, welche als gewerbmässige Intermediäre für Dritte Effekten kaufen und verkaufen, werden auch die Händler ohne direkten Börsenzugang dem BEHG unterstellt. Unter Funktionsschutzaspekten sind zudem an die Marktteilnehmer gewisse Anforderungen zu stellen, die zwar ohne Beizug eines Effektenhändlers und nur auf eigene Rechnung agieren, jedoch bedeutende Effekturnumsätze realisieren. Diesen Eigenhändlern werden in Artikel 15 Absatz 4 Melde- und Revisionspflichten auferlegt, soweit dies für die Erfüllung des Gesetzeszweckes erforderlich ist. Darunter können auch Fondsleitungen fallen, welche wegen der spezialgesetzlichen Regelung im Anlagefondsgesetz nicht als Effektenhändler zu betrachten sind. Das Bedürfnis nach umfassendem Reporting des schweizerischen Effektenhandels ist hinreichend abgedeckt. Wer Effekten gewerbmässig zu Anlagezwecken, nicht zur kurzfristigen Nutzung von Preis- und Zinsschwankungen, kauft und verkauft, ist nicht dem BEHG als Effektenhändler unterstellt. Damit sind insbesondere Handels- und Industrieunternehmen sowie institutionelle Anleger (wie z. B. Pensionskassen) aus dem personellen Geltungsbereich des Gesetzes entlassen.

Im BEHG wird auf eine ausführliche Regelung des Primärmarktes verzichtet (s. vorne, Ziff. 161). Die Emissionshäuser wurden durch die Revision der Bankenverordnung vom 23. August 1989 zwar dem Bankengesetz unterstellt. Dies gilt jedoch nicht für Gesellschaften, welche Optionen ausgeben, aber nicht bei der Emission traditioneller Kapitalmarktpapiere mithelfen. Indem die Emissionshäuser eindeutig in die Begriffsbestimmung von Artikel 2 Buchstabe c eingeschlossen werden, kann die umstrittene Banken-Verordnungsbestimmung aufgehoben werden. Sofern die bereits als Banken unterstellten Emissionshäuser das traditionelle Bankgeschäft im Sinne von Artikel 2a Buchstabe a BankV nicht ausüben, sind sie ausschliesslich dem BEHG unterstellt. Mit dieser Regelung kann indirekt ein gewisser Einfluss auf den Primärmarkt ausgeübt werden.

212.4 Öffentliche Kaufangebote

(Art. 2 Bst. d)

Im Interesse der Marktteilnehmer gilt es sicherzustellen, dass öffentliche Kaufangebote in geregelter Rahmen abgewickelt werden. Unter einem öffentlichen Kaufangebot ist grundsätzlich jedes öffentliche Angebot zu verstehen, das an die Inhaber von Aktien oder anderen Beteiligungspapieren einer zum Handel an einer Börse zugelassenen Gesellschaft (Zielgesellschaft) gerichtet ist, mit dem Ziel, einen Teil oder die Gesamtheit dieser Beteiligungspapiere entgeltlich zu erwerben. Die Bestimmungen des BEHG gelten bei allen öffentlichen Angeboten für den Erwerb von Beteiligungspapieren oder anderen Titeln, welche ein Erwerbsrecht auf solche Papiere enthalten, namentlich Wandel- und Optionsrechte. Die Regelungen beziehen sich auf Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, die an einer Börse gehandelt werden. Damit wird nicht ausgeschlossen, dass in Zukunft auch ausschliesslich im Ausland kotierte schweizerische Gesellschaften vom BEHG erfasst werden können.

22 Börsen

221 Bewilligung

(Art. 3)

In der Schweiz darf eine Börse gemäss Absatz 1 nur mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde betrieben werden.

Die organisatorischen Voraussetzungen zur Bewilligungserteilung betreffen nach Absatz 2 die internen Reglemente der Börsen und die Betriebsorganisation. Diese Reglemente müssen u. a. eine Institution vorsehen, welche es den Börsen ermöglicht, interne Untersuchungen bei allfälligen Verstössen gegen das BEHG oder die eigenen Reglemente zu verfolgen. Personelle Voraussetzungen werden in bezug auf die verantwortlichen Mitarbeiter einer Börse gestellt. Sie müssen die erforderlichen fachlichen Kenntnisse haben und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten.

Es besteht ein Anrecht darauf, dass, wer die gesetzlichen Anforderungen erfüllt, eine Börse betreiben kann. Der Marktzugang wird offen und rechtsgleich gewährleistet. Die Aufsichtsbehörde soll insbesondere bei neuen, innovativen Börsen bzw. neuen Märkten bestehender Börsen die Verhältnismässigkeit beachten und keine Zutrittsbarrieren aufbauen.

In Absatz 3 erhält der Bundesrat die Kompetenz, die Mindestanforderungen für die Erteilung einer Bewilligung zu regeln.

Die Bewilligungspflicht von Börsen ausländischer Herkunft, die in der Schweiz tätig sind, die im Inland aber keinen Sitz haben und/oder deren Einrichtungen physisch nicht präsent sind, wie elektronische Börsen (z. B. NASDAQ, SEAQ, GLOBEX) oder, falls als börsenähnlich dem BEHG unterstellt, der Bildschirmhandel über das Telefon, wird vom Bundesrat auf dem Verordnungswege geregelt (Abs. 4). Dabei ist zu berücksichtigen, ob die Börse im Herkunftsland angemessen überwacht wird. Die Möglichkeit, den Betrieb solcher Börsen unter Beach-

tung gewisser Mindestvoraussetzungen zu regeln, ist aus Gründen der Wettbewerbsneutralität sehr wichtig. Andernfalls könnte eine Selbstdiskriminierung des schweizerischen Finanzplatzes resultieren.

Börsenähnliche Einrichtungen können nach Absatz 5 vom Bundesrat ganz oder teilweise dem BEHG unterstellt werden, wenn die Erfüllung des Gesetzeszweckes es erfordert. Darunter fallen Systeme, die bloss der Offertstellung ohne Vertragsabschluss dienen oder Informationssysteme, über welche Angebote gemacht werden. Der Vertragsabschluss erfolgt in der Regel über Telefon, auf jeden Fall nicht über das System. Dagegen werden den Effektenhandel ergänzende technische Einrichtungen, die nicht wenigstens den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Marktteilnehmern ermöglichen, vom BEHG nicht erfasst. Darunter sind technische Infrastrukturen im weitesten Sinne wie etwa Telefon, Telex, Telefax, Druckereierzeugnisse oder reine (Kurs-)Informationssysteme zu verstehen.

Die als Börse qualifizierten Einrichtungen müssen geeignet sein, gleichzeitig mehreren Marktteilnehmern das Stellen und Annehmen von Offerten zu ermöglichen. Bietet sich ein einzelner Effektenhändler an, um einen Markt in bestimmten Effekten zu «machen», so können auch solche Märkte, gemäss ihrer Bedeutung, als börsenähnliche Einrichtungen eingestuft werden. Unter Anleger- und Funktionsschutzaspekten interessiert dabei vorab das Verhalten des Marktmachers selbst.

Obwohl die Effektenhändler ausreichend überwacht sein werden, ist es wegen der heute kaum absehbaren technischen Entwicklung und im Hinblick auf volumenmässig sehr grosse Märkte notwendig, dem Bundesrat die Kompetenz zu geben, die erwähnten börsenähnlichen Einrichtungen in- und ausländischer Herkunft ganz oder teilweise dem BEHG unterstellen zu können. Aus Gründen der Rechtssicherheit ist der Begriff der börsenähnlichen Einrichtung in der Verordnung näher zu definieren.

Falls sich die Bewilligungsvoraussetzungen für den Betrieb einer Börse nachträglich verändern, so ist für die Weiterführung der Geschäftstätigkeit die Genehmigung der Aufsichtsbehörde einzuholen (Abs. 6).

222 Selbstregulierung (Art. 4)

Gemäss der Grundkonzeption des BEHG sollen sich die Börsen ohne zu starre gesetzliche Fesseln den sich wandelnden Bedürfnissen entsprechend entwickeln und anpassen können. Selbstregulierung bedeutet eine sinnvolle Aufgabenteilung zwischen behördlicher Oberaufsicht und privater Selbstkontrolle mit entsprechenden gesetzlich verankerten Verpflichtungen.

Jede Börse hat gemäss Absatz 1 eine eigene, ihrer Tätigkeit angemessene Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation zu gewährleisten. Dazu gehört auch die Revision der Börse. Unterschiedliche Börsentypen (Ringbörsen, elektronische Börsen) oder Börsen, die unterschiedliche Effektenarten zum Handel zulassen, haben entsprechend differenzierte Organisationen sicherzustellen.

Die Reglemente und deren Änderungen sind nach Absatz 2 der Aufsichtsbehörde zur Genehmigung zu unterbreiten. Vor dem Hintergrund der Schutzziele ist die Harmonisierung gewisser Bestimmungen (z. B. Zeitpunkt und Dauer des Handelsunterbruchs bei extremen Preisveränderungen) notwendig. Die Aufsichtsbehörde prüft nur die Reglemente, welche für die Schutzziele relevant sind, nicht aber rein organisatorische Bestimmungen z. B. über technische Fragen des Handelssystems.

223 Organisation des Handels

(Art. 5)

Die Organisation des Handels ist gemäss Absatz 1 Sache der Börsen. Sie nehmen die Regelung durch Erlass eines Reglementes wahr, das von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist. Um den Gesetzeszweck zu erreichen, muss die Börse so organisiert sein, dass ein leistungsfähiger und transparenter Handel stattfindet. Die Förderung der Transparenz ist ein zentrales Anliegen. Sie nimmt im Effektenhandel eine Schlüsselrolle ein, denn sie fördert die Effizienz der Preisbildung, schafft damit Sicherheit und Vertrauen in die Börsen und wirkt liquiditätsfördernd. Die Anforderungen an die Organisation müssen in Relation zur betrachteten Börse und zu den Kosten gesetzt werden. So kann eine elektronische Börse mit dem gleichen Mitteleinsatz mehr und zeitgerechtere Transparenz bieten als etwa eine Präsenzbörse, an der die Aufträge teilweise (noch) intransparent abgewickelt werden. Die Wahl des Handelssystems soll aber primär ein unternehmerischer Entscheid der Börse sein.

Die Börse kann gemäss Absatz 2 in verschiedene Segmente mit unterschiedlichen Vorschriften, insbesondere bezüglich der Zulassung von Effekten, aufgeteilt werden. Damit wird die Weiterführung der heutigen Haupt- und Nebenbörsen ermöglicht. Die Möglichkeit zur Aufteilung der Börsen in Segmente wird auch aus der Regelung der öffentlichen Kaufangebote notwendig. Die Unternehmen, die sich freiwillig den Bestimmungen des BEHG betreffend öffentliche Kaufangebote unterstellen, können ihre Beteiligungspapiere in einem anderen Segment kotieren lassen als die Unternehmen, welche dies nicht tun. Damit wird den besonderen Anliegen der in der Schweiz verbreiteten Familiengesellschaften Rechnung getragen.

Als Mindestanforderungen an die Organisation des Handels gelten die Journalführungspflicht (Abs. 3) und die Pflicht, die Angaben öffentlich zu machen, die für die Transparenz des Effektenhandels erforderlich sind (Abs. 4). Alle Börsen haben ein Journal über sämtliche von ihren Mitgliedern über die Börse getätigten Geschäfte in den zugelassenen Effekten zu führen. Darin sind namentlich Zeitpunkt, beteiligte Händler, Effekten, Stückzahl oder Nominal und Preis der Transaktion zu erfassen. Mit der Reportingpflicht können die Transparenz verbessert und die Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung gewährleistet und somit zentrale Ziele des Anlegerschutzes erfüllt werden. Die Reportingpflicht ist die Grundlage für eine angemessene Information des Publikums, für die Transparenz im Handel und für eine wirkungsvolle Aufsicht.

Die Börsen haben die Veröffentlichung aller für die Transparenz notwendigen Angaben sicherzustellen wie z. B. laufende Kursinformationen über die gehandelten Effekten sowie tägliche Umsätze der Effekten im börslichen und ausserbörslichen Handel. Die Informationen haben rasch zu erfolgen, denn nur eine zeitgerechte Veröffentlichung kann die angestrebte Effizienz der Preisbildung wesentlich stärken.

224 Überwachung der Transaktionen (Art. 6)

Die Überwachung der Transaktionen ist Sache der Börsen. Diese überwacht die Kursbildung, den Abschluss und die Abwicklung der an der Börse getätigten Transaktionen (Abs. 1). Sie ist für einen ordnungsgemässen Ablauf verantwortlich. Die Überwachung durch die Börse muss geeignet sein, Sachverhalte aufzudecken, die das BEHG verletzen oder den Tatbestand des Ausnützens der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache (Insider) oder der Kursmanipulation erfüllen.

Gesetzesverletzungen und sonstige Missstände hat die Börse nach Absatz 2 der Aufsichtsbehörde zu melden. In der Praxis dürfte es oft schwierig sein, über Existenz und Schwere eines Tatbestandes unmittelbar Klarheit zu haben. Die Börse muss spätestens bei Vorliegen jeglichen begründeten Verdachts die Aufsichtsbehörde sofort benachrichtigen. Ein solcher Verdacht ist bereits aufgrund einzelner Indizien als gegeben zu betrachten. Die Aufsichtsbehörde führt die notwendigen Untersuchungen durch und kann hierzu die Börse beiziehen.

225 Mitgliedschaft (Art. 7)

Die Börsen legen die Bedingungen zur Aufnahme von Mitgliedern fest. Sie nehmen die Kompetenz durch Erlass eines Reglementes wahr, das von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist. Als gesetzliche Erfordernisse gelten die Beachtung des Grundsatzes der Gleichbehandlung (Abs. 1) und die Einschränkung, dass nur Effekthändler Mitglied einer Börse werden können (Abs. 2).

Die Börse überwacht die Einhaltung des Reglements und wendet es an. Der Ausschluss ist die schärfste Sanktion, welche die Börse ergreifen kann. In den Reglementen können auch leichtere Sanktionen wie Fristansetzung zur Herstellung eines reglementskonformen Zustandes, temporärer Ausschluss sowie Bussen vorgesehen werden.

Indem nur Effekthändler Mitglieder einer Börse werden können, bekommt der Begriff des Effekthändlers ein zentrales Gewicht. So ist z. B. institutionellen Investoren, die nicht Effekthändler sind, der direkte Zugriff zu den Börsen verwehrt. Allerdings werden sie sich über die Gründung von Tochtergesellschaften einen direkten Zugang verschaffen können, sofern sie sowohl die Bedingungen für Effekthändler als auch die übrigen Zulassungsbedingungen der Börsen erfüllen. Effekthändler, welche die Zulassungsbedingungen erfüllen, haben im Rahmen der Gleichbehandlung Anspruch auf Zulassung. Die Freiheit der Zulas-

sung kann allerdings durch vom Handelssystem abhängige, objektive Zulassungsbeschränkungen in Form von Kapazitätsgrenzen relativiert werden.

Die Börse kann für gleiche oder unterschiedliche Börsensegmente unterschiedliche Händlerkategorien schaffen. Analog zur SOFFEX ist auch eine Unterteilung aufgrund der Handelsfunktion (Market Maker, Broker-Dealer) möglich.

Auf eine gesetzliche Börsenpflicht wird verzichtet. Die Reportingpflicht kann eine ausreichende Transparenz gewährleisten. Den Börsen ist es jedoch gemäss Absatz 3 freigestellt, für ihre Mitglieder eine Börsenpflicht zu verlangen. So besteht z. B. an der SOFFEX aus handels- und abwicklungstechnischen Gründen eine Börsenpflicht.

Gemäss dem Grundsatz der Gleichbehandlung ist die Börse verpflichtet, gleiche Effektenhändler nach Massgabe ihrer Gleichheit gleich zu behandeln. Was Gleichbehandlung im Einzelfall zu bedeuten hat, wird sich in der Praxis bei der Genehmigung des Mitgliedschafts-Reglementes durch die Aufsichtsbehörde, bei dessen Anwendung durch die Börsen und bei Entscheiden im Falle von Beschwerden zeigen müssen. Die Mindestanforderungen an das Reglement werden vom Bundesrat auf dem Verordnungsweg festgelegt (Abs. 4).

226 Zulassung von Effekten (Art. 8)

Die Zulassungsbedingungen für Effekten (Kotierungsreglemente) sind Sache der Börsen. Sie nehmen die Regelung gemäss Absatz 1 durch Erlass eines Reglementes wahr, das von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist. Bei den Kotierungsreglementen handelt es sich um einen zentralen Teil der Selbstregulierung. Da diese sehr stark in die Belange des Gesellschaftsrechts eingreifen, ist davon auszugehen, dass die Kotierungsreglemente in Zusammenarbeit mit den kotierten Gesellschaften und den Vertretern der Anlegerkreise aufgestellt werden.

Die Börse überwacht die Einhaltung des Kotierungsreglementes und wendet es an. Sie entscheidet über die Zulassung. Die schärfsten Sanktionen, welche die Börse ergreifen kann, sind die Sistierung oder der permanente Ausschluss einer Effekte vom Handel (Dekotierung). Im Reglement können auch leichtere Sanktionen wie Fristansetzung vorgesehen werden.

Als Mindestvoraussetzungen sollen die Kotierungsreglemente Vorschriften über die Handelbarkeit der Effekten sowie über die Informationspflichten der Emittenten enthalten (Abs. 2) und international anerkannten Standards Rechnung tragen (Abs. 3). In der EG sind die Mindestbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung in der Richtlinie 79/279/EWG (mit Änderung 88/627) festgelegt. Diese Richtlinie enthält Vorschriften zu den Massnahmen und Befugnissen der zuständigen Aufsichtsbehörden, zum Mindestumfang der kotierten Titel und zu den Publizitätspflichten der Emittenten. Die Richtlinie 80/390/EWG (mit Änderungen 87/345, 90/211 und Änderungsvorschlag KOM [92] 566) regelt die Kontrolle und Verbreitung der Prospekte bei Emissionen börsenkotierter Gesellschaften. Die Richtlinie 89/298/EWG regelt die Information der Anleger bei börslicher oder ausserbörslicher Erstemission.

Bei den internationalen Standards stehen die kapitalmarktbezogenen Publizitätsvorschriften für Emittenten im Vordergrund. Die verschiedenen Segmente der Börsen (z. B. Haupt- und Nebenbörse) können unterschiedlich strengen Kotierungsvorschriften unterliegen. Den Schutzziele des BEHG ist aber auch bei der Kotierung kleinerer und mittlerer Emittenten im Rahmen der Verhältnismässigkeit Rechnung zu tragen. Wer die Vorteile der Mittelbeschaffung über den Kapitalmarkt in Anspruch nimmt, ist der Öffentlichkeit gegenüber zu erhöhter Publizität verpflichtet.

Mit Hilfe der Kotierungsreglemente soll zudem die Transparenz über die gehandelten Effekten gewährleistet werden. Die Informationsanforderungen umfassen im wesentlichen zwei Ebenen. Erstens geht es um die Informationspflichten bei und während der Kotierung, wobei der Emittent Berichte veröffentlichen muss, die dem Anleger die Bildung eines sachgerechten Urteils über die Eigenschaften der Effekten (Typ und Beschrieb der Effekte, Nennwert, Laufzeit, Ausübungsrechte usw.) und über die Qualität des Emittenten (Tätigkeit und Rechnungslegung, Bilanz, Erfolgsrechnung, Gewinn- und Umsatzentwicklung, Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital, Rating usw.) ermöglichen. Zweitens geht es um die Handelbarkeit der Effekten. Es gilt, Mindeststandards festzulegen. Dem Anleger sollen Angaben über das quantitative Handelsvolumen (Liquidität) zugänglich gemacht werden und Basiskriterien der Handelbarkeit bekannt sein, wie z. B. Zahl und Struktur der ausstehenden Beteiligungspapiere oder die Eintragungspraxis für Namenaktien.

Nach Absatz 4 besteht eine Pflicht der Börsen, eine Effekte zum Handel zuzulassen, wenn die Bedingungen des Reglements erfüllt sind. Damit wird dem Grundsatz der Gleichbehandlung Genüge getan.

Die Mindestanforderungen an das Kotierungsreglement werden vom Bundesrat auf dem Verordnungsweg festgelegt (Abs. 5). Im weiteren ist es Sache der Aufsichtsbehörde, der das Reglement zur Genehmigung zu unterbreiten ist, eine kohärente gesamtschweizerische Ordnung zu etablieren. Emittenten im gleichen Segment müssen zum Schutz der Anleger den gleich strengen Veröffentlichungsanforderungen unterliegen. Bei der Kotierung ausländischer Emittenten sind zudem angemessene Kotierungsvorschriften im Herkunftsland des Emittenten ein wichtiges Beurteilungskriterium. Dabei bleiben die Vorschriften der OECD oder des GATT vorbehalten.

Die Börsen sind verpflichtet, das Zulassungsverfahren zu ordnen, wobei nicht jede Börse eine eigene Zulassungsstelle aufbauen muss. Dies wäre zu aufwendig, und zudem muss an der Verfügbarkeit genügender kompetenter Kandidaten gezweifelt werden. Eine gemeinsame Zulassungsstelle für Börsen der gleichen Art ist durchaus möglich. Die Statuten dieser gemeinsamen Zulassungsstelle müssen den Zielen des BEHG genügen und sind der Aufsichtsbehörde zur Genehmigung zu unterbreiten. Damit kann u. a. auch sichergestellt werden, dass die Zusammensetzung der Zulassungsstelle den Interessen aller Marktteilnehmer (insbesondere auch der Anleger) Rechnung trägt.

227 Verfügungen der Börse

(Art. 9)

Mit der gewählten Zulassungsregelung wird Verfügungsmacht auf ein privatrechtliches Gebilde übertragen. Es ist deshalb gerechtfertigt, dass der Entscheid der Börsen in besonders wichtigen und strittigen Fragen in Form einer anfechtbaren Verfügung ergeht.

So entscheiden die Börsen oder deren Zulassungsstellen in bestrittenen Fällen wie zum Beispiel der Verweigerung einer Zulassung von Mitgliedern oder Effekten oder dem Ausschluss respektive der Dekotierung in Form von Verfügungen, welche der Verwaltungsbeschwerde an die Aufsichtsbehörde unterliegen. Massnahmen und Entscheide der Börsen, welche nicht die gesetzlichen Schutzziele verwirklichen und daher nicht zum übertragenen öffentlich-rechtlichen Aufgabenkreis zählen, unterstehen dem Privatrecht und können nicht mit verwaltungsrechtlichen Rechtsmitteln angefochten werden. Dazu zählen vor allem Entscheide betriebswirtschaftlicher Art wie z. B. über die Finanzierung der Börsentätigkeit oder die Technik des Handelssystems. Allfällige Streitigkeiten über derartige Fragen sind vom Zivilrichter zu entscheiden.

Damit wird eine klare Trennung zwischen öffentlich-rechtlichem und zivilrechtlichem Bereich geschaffen und der Selbstregulierung ausreichend Raum belassen. Die Beschwerdelegitimation richtet sich nach den allgemeinen Regeln des Verwaltungsverfahrenrechts.

Mit dieser Regelung können Effektenhändler gegen die Verweigerung der Zulassung als Börsenmitglied und gegen den Ausschluss und Emittenten gegen die Verweigerung der Zulassung ihrer Effekten zum Handel respektive gegen die Aufhebung der Zulassung Beschwerde einreichen. Zudem kann die Verletzung der von den Börsen erlassenen Reglemente gerügt werden, da diese als Bundesrecht zu betrachten sind (vgl. F. Gygi, Bundesrechtspflege, Bern 1983, S. 289).

23 Effektenhändler

23.1 Bewilligung

(Art. 10)

In Artikel 10 werden die Bewilligungsvoraussetzungen hinsichtlich der rechtlichen Grundlagen, der Organisation, der finanziellen Mindestanforderungen sowie der Anforderungen an das Personal als Grundsätze festgehalten. Ein Effektenhändler darf nur mit Bewilligung der Aufsichtsbehörde tätig werden (Abs. 1). Bei Erfüllung der Voraussetzungen besteht ein Rechtsanspruch auf eine Bewilligung.

Um die Bewilligung zu erhalten, muss der Effektenhändler durch interne Vorschriften und durch seine Betriebsorganisation sicherstellen, dass er die Pflichten aus diesem Gesetz erfüllen kann (Abs. 2 Bst. a).

Der Effektenhändler muss über ein in der Verordnung festzulegendes Mindestkapital für juristische Personen verfügen oder die für Einzelpersonen bestimmte Sicherheit leisten (Abs. 2 Bst. b). Zudem müssen der Effektenhändler und seine

verantwortlichen Mitarbeiter die erforderlichen Fachkenntnisse nachweisen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten (Abs. 2 Bst. c).

Die Mindestanforderungen für die Erteilung einer Bewilligung an Effektenhändler werden gemäss Absatz 3 in der Verordnung geregelt. Dabei sind insbesondere die Höhe des Mindestkapitals für juristische Personen und die Höhe der von natürlichen Personen und Personengesellschaften zu leistenden Sicherheiten festzulegen.

Die direkte grenzüberschreitende Tätigkeit von ausländischen Effektenhändlern sowie die Geschäftstätigkeit ihrer Zweigniederlassungen im Inland werden in der Verordnung geregelt (Abs. 4). Die Verordnung legt dabei nicht nur die eigentlichen Bewilligungsvoraussetzungen, sondern auch übrige Bestimmungen (z. B. betreffend Eigenmittel) fest. Die Aufsichtsbehörde hat insbesondere zu prüfen, ob die ausländischen Effektenhändler im Herkunftsland angemessen überwacht werden.

Entsprechend der Praxis der EBK im Bankenbereich kann die Aufsichtsbehörde gemäss Absatz 5 nicht nur bei unselbständigen Zweigniederlassungen, sondern auch bei Gesellschaften, welche zu einem Konglomerat von im Finanzbereich tätigen Gesellschaften gehören und insbesondere bei Tochtergesellschaften ausländischer Effektenfirmen, eine angemessene konsolidierte Aufsicht verlangen. Firmen aus den zahlreichen Ländern, in denen eine solche Aufsicht noch nicht Praxis ist, wird der Finanzplatz Schweiz jedoch nicht verschlossen, da das Erfordernis gemäss Absatz 5 nicht zwingend formuliert ist und auch andere Möglichkeiten offenlässt, um ausreichende Informationen über die Gruppentätigkeit sicherzustellen.

Verändern sich die Bewilligungsvoraussetzungen nachträglich, so ist für die Weiterführung der Geschäftstätigkeit gemäss Absatz 6 die Genehmigung der Aufsichtsbehörde einzuholen.

23.2 Verhaltensregeln (Art. 11)

Das BEHG stellt die wesentlichen Grundsätze auf, deren Einhaltung der Effektenhändler mittels interner Vorschriften sicherzustellen hat. Für die Erfüllung der Gesetzesziele ist die Einhaltung der Verhaltensregeln von besonderer Bedeutung. Die in Artikel 11 aufgeführten Pflichten entsprechen weitgehend den Richtlinien der IOSCO und dem geänderten Vorschlag der EG-Kommission für eine Richtlinie zu den Wertpapierdienstleistungen (KOM [89] 629).

Diese Pflichten sind in den von der Aufsichtsbehörde zu bewilligenden allgemeinen Geschäftsbedingungen des Effektenhändlers zu konkretisieren. Die Aufsichtsbehörde genehmigt die allgemeinen Geschäftsbedingungen, wenn sie mit den in Absatz 1 erwähnten Pflichten vereinbar sind (Abs. 2 und 3). Dabei ist die Anwendung verschiedener Grundsätze sicherzustellen und die Stellung und die Kenntnisse der Kunden müssen berücksichtigt werden (Abs. 4).

Die Sorgfaltspflicht gegenüber dem Kunden (Abs. 1 Bst. a) verlangt, dass das Geschäftsgebaren die Anforderungen, die an eine professionelle und sorgfältige Tä-

tigkeit zu stellen sind, gebührend erfüllt. Dazu gehört auch der Grundsatz der bestmöglichen Ausführung der Kundenaufträge.

Der Effektenhändler hat gegenüber dem Kunden eine Treuepflicht (Abs. 1 Bst. b). Er ist angehalten, irreführende Handlungen und Angaben zu vermeiden und dabei insbesondere sicherzustellen, dass allfällige Interessenkonflikte, deren Potential in einem Universalbankensystem nicht unterschätzt werden darf, seine Kunden nicht benachteiligen (wie z. B. durch Kursschnitte).

Schliesslich hat der Effektenhändler eine Informationspflicht (Abs. 1 Bst. c). Er muss die Kunden über besondere Risiken einer Transaktion bzw. deren Abwicklung rechtzeitig und hinreichend informieren.

23.3 Eigenmittel (Art. 12)

Der Effektenhändler muss über ausreichende Eigenmittel verfügen. Den spezifischen Risiken entsprechend werden von den Effektenhändlern (über das in Art. 10 Abs. 2 Bst. b verlangte Mindestkapital bzw. die notwendige Sicherheit hinaus) ausreichende Eigenmittel bzw. notwendige Sicherheiten verlangt (Abs. 1).

Der Bundesrat legt nach Absatz 2 den Mindestbetrag an Eigenmitteln in der Verordnung fest, wobei er die dem Effektingeschäft innewohnenden Risiken, einschliesslich der Ausserbilanzgeschäfte, berücksichtigt. Er bestimmt zudem, in welchem Masse diese Bestimmungen auch auf Banken anwendbar sind, wobei nicht das Erfordernis zusätzlicher Eigenmittel, sondern deren allfällige Umstrukturierung im Vordergrund stehen dürfte. Es gilt, die schweizerischen Unterlegungssätze systematisch an die Risikogewichtung des Basler Eigenkapital-Modells und an die EG-Richtlinien anzupassen.

23.4 Risikoverteilung (Art. 13)

Die Effektenhändler müssen übermässige Risikokonzentrationen vermeiden. Der Bundesrat wird die Grenzen oder die zur Risikoabdeckung notwendigen Eigenmittelzuschläge in der Verordnung festlegen und bestimmen, inwieweit diese auf Banken anwendbar sind.

Die geplante EG-Richtlinie über das Eigenkapital von Wertpapierfirmen wird wahrscheinlich auch Risikoverteilungsvorschriften enthalten. Die Diskussionen auf internationaler Ebene zum Beispiel im Rahmen von IOSCO zeigen ebenfalls in diese Richtung.

23.5 Konsolidierung (Art. 14)

Die Effektenhändler haben die Vorschriften über die Eigenmittel und die Risikoverteilung auf konsolidierter Basis zu erfüllen, wenn sie mit einer oder mit mehre-

ren im Finanzbereich tätigen Gesellschaften eine wirtschaftliche Einheit bilden oder angenommen werden muss, dass sie rechtlich verpflichtet oder faktisch gezwungen sind, einer solchen Gesellschaft beizustehen.

Diese Regelung entspricht der internationalen Tendenz zu einer konsolidierten Aufsicht über Finanzkonglomerate. Einzelne Fälle (Drexel, BCCI) haben die Interdependenz von verbundenen Gesellschaften des Finanzbereichs eindrücklich gezeigt. Zudem wird mit der Pflicht zur Erfüllung der Eigenmittelanforderungen auf konsolidierter Basis der vom Bundesgericht im Falle der CS-Holding geschützten Praxis der EBK Rechnung getragen. Diese verlangt nicht nur bei klassischen Konzernverhältnissen eine Berücksichtigung der besonderen Risiken von eng verbundenen Gesellschaften des Finanzbereichs.

23.6 Journalführungs- und Meldepflichten

(Art. 15)

Für den Anlegerschutz ist es wichtig, dass der Nachvollzug der getätigten Effekengeschäfte sichergestellt ist. Deshalb wird der Effektenhändler in Absatz 1 zur Journalführung verpflichtet. In einer chronologischen Aufzeichnung müssen sämtliche eingegangenen und getätigten Geschäfte in den zugelassenen Effekten unter Angabe aller relevanten Fakten aufgeführt sein. Ebenso muss vermerkt sein, ob ein Geschäft an oder ausserhalb der Börse abgeschlossen worden ist. Mit dem Einbezug auch der eingegangenen Geschäfte wird eine für den Effektenhändler zwar aufwendige, dafür aber vervollständigte Datenerfassung sichergestellt. Die dadurch erhöhte Transparenz verbessert die für Anleger wichtige Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung. Dies ist insbesondere auch für eine effiziente internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden von grosser Bedeutung.

In Absatz 2 wird der Effektenhändler verpflichtet, die für die Transparenz erforderlichen Meldungen zu erstatten.

Inhalt, Form und Adressat der Meldungen werden gemäss Absatz 3 vom Bundesrat in der Verordnung festgelegt. Damit wird eine in der Praxis zu entwickelnde, flexible Lösung ermöglicht. Neben der Reportingpflicht ist für die Verbesserung der Markttransparenz von besonderer Bedeutung, dass bei sämtlichen Effektenhändlern zwischen Nostro- und Kundengeschäft eine klare Trennung vorgenommen werden kann. Der Bericht der EBK über den Mini-Crash vom Oktober 1989 hat gezeigt, dass verschiedene Banken für die Bewegungen auf den Nostro-Beständen lediglich Saldogrössen zu melden vermochten. Dies ist auf Buchungssysteme zurückzuführen, die eine isolierte Zählung reiner Eigenbestandsbewegungen nicht zulassen, da sämtliche Transaktionen direkt über den Eigenbestand verbucht werden. Um einer gesetzeskonformen Journalführung gerecht werden zu können, werden die Banken bzw. Effektenhändler Buchungssysteme einführen müssen, welche die Trennung eigener Aufträge von fremden Aufträgen jederzeit und klar erlauben.

Der Bundesrat erhält in Absatz 4 die Kompetenz, Personen und Gesellschaften, die Effekten gewerbsmässig, aber ohne Beizug eines Effektenhändlers kaufen oder verkaufen, der Meldepflicht nach Absatz 2 zu unterstellen. Darunter fallen

insbesondere bedeutende Handels- und Industrieunternehmen oder im Finanzbereich tätige Gesellschaften, die untereinander direkt Effekten gewerbsmässig handeln, sei es ausserbörslich und/oder mit Partnern im Ausland. Falls diese Marktteilnehmer bedeutende Effektenumsätze realisieren, sind an sie aus Aspekten des Funktionsschutzes gewisse Anforderungen zu stellen. Für die Erkennung auf Gewerbsmässigkeit ist nicht primär ausschlaggebend, in welchem (prozentualen) Ausmass bezüglich Umsatz oder Gewinn eine Gesellschaft den Effektenhandel betreibt. Entscheidend ist vielmehr, welche Bedeutung diesem Handel im Gesamtmarkt aus Gründen des Funktions- oder des Anlegerschutzes (erhöhte Transparenz) zukommt.

23.7 Rechnungslegung (Art. 16)

Nicht alle Effektenhändler werden Banken sein, für die schon das Bankengesetz Vorschriften über Rechnungslegung und Publikation enthält. Solche Vorschriften erscheinen aber auch für Effektenhändler aus Gründen der Transparenz und des Anlegerschutzes gerechtfertigt. Es ist überdies nicht auszuschliessen, dass einzelne, hauptsächlich im Effektengeschäft tätige Banken ihren Bankstatus aufgeben und ausschliesslich dem BEHG unterstehen werden.

Die Effektenhändler müssen eine Jahresrechnung erstellen und veröffentlichen (Abs. 1). Dabei sind grundsätzlich die Vorschriften des Aktienrechts massgebend (Abs. 2). Der Bundesrat erlässt eine Verordnung, die insbesondere detaillierte Gliederungsvorschriften, zusätzliche Angaben im Anhang, die Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenergebnissen und -bilanzen, eine Pflicht zur Erstellung einer Konzernrechnung sowie Abweichungen vom Aktienrecht vorsehen kann. Die Verordnung legt auch fest, inwieweit die Vorschriften über die Rechnungslegung auf Banken Anwendung finden (Abs. 3).

23.8 Revision (Art. 17)

Für die Sicherheit der Wertpapiermärkte ist es notwendig, dass sich die Effektenhändler von anerkannten Revisionsstellen prüfen lassen (Abs. 1). Die Revision muss durch externe, von der Aufsichtsbehörde anerkannte Revisionsstellen vorgenommen werden. Diese erhalten Einsicht in alle Unterlagen und alle Informationen, die sie zur Prüfung benötigen (Abs. 2). Die Kosten sind vom geprüften Effektenhändler zu tragen (Abs. 3).

Die Aufsichtsbehörde stützt sich bei ihrer Überwachung auf die Berichte der Revisionsstelle. Die Prüfungsberichte müssen innert nützlicher Frist abgeliefert werden, und es können mehrere unangemeldete Zwischenrevisionen mit Schwerpunkprüfungen durchgeführt werden.

23.9 Revisionsstelle (Art. 18)

Die Prüfung einer voraussichtlich grossen Zahl von Effektenhändlern muss von sehr gut qualifizierten, spezialisierten Revisionsstellen, die von der Aufsichtsbehörde anerkannt sind, vorgenommen werden. Die Aufsichtsbehörde stützt sich bei ihrer Überwachung auf die Berichte der Revisionsstelle. Der Bundesrat wird auf Verordnungsstufe strenge Anerkennungsvoraussetzungen festlegen (Abs. 1). Die Revisionsstellen dürfen sich selber nicht als Effektenhändler betätigen (Abs. 2) und müssen von der Geschäftsleitung und der Verwaltung der zu prüfenden Effektenhändler unabhängig sein (Abs. 3). Damit können allfällige Interessenkollisionen ausgeschlossen werden.

23.10 Pflichten der Revisionsstelle (Art. 19)

Die Revisionsstelle prüft, ob die Effektenhändler die Voraussetzungen ihrer Anerkennung dauernd erfüllen und ob die von der Aufsichtsbehörde im Rahmen der Betriebsbewilligung verlangten Bewilligungsvoraussetzungen eingehalten werden (Abs. 1).

Die Berichterstattung zuhanden des geprüften Effektenhändlers und der Aufsichtsbehörde (Abs. 2) hat innert kurzer Frist nach der Prüfung zu erfolgen. Die Überprüfung der Tätigkeit der Effektenhändler, z. B. die Einhaltung der Verhaltensregeln, verlangt eine Organisation, die eine einigermaßen zeitgerechte Aufsicht ermöglicht. Die Detailvorschriften über den Prüfungsgegenstand und den Inhalt des Revisionsberichtes werden von der Aufsichtsbehörde erlassen (Abs. 3).

Sofern die Revisionsstelle bei der jährlichen Revision oder den Zwischenrevisionen Verletzungen gesetzlicher Vorschriften oder sonstige Missstände feststellt, muss sie gemäss Absatz 4 dem Effektenhändler eine angemessene Frist zur Herstellung des ordnungsgemässen Zustandes ansetzen, mit entsprechender Berichterstattung im jährlichen Revisionsbericht. Wird die Frist nicht eingehalten, erscheint eine Fristansetzung als zwecklos oder stellt die Revisionsstelle bei ihren Revisionen strafbare Handlungen oder schwere Missstände fest, so ist die Aufsichtsbehörde sofort zu benachrichtigen (Abs. 5).

Absatz 6 legt die Pflicht der Revisionsstelle zur Geheimnismwahrung fest.

24 Offenlegung von Beteiligungen

241 Meldepflicht (Art. 20)

Gemäss neuem Aktienrecht sind die Gesellschaften in der Schweiz, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, verpflichtet, ihnen bekannte Beteiligungen, die 5 Prozent der Stimmrechte überschreiten, im Anhang zur Bilanz zu veröffentlichen. In der EG ist die Bekanntgabe bedeutender Beteiligungen in einer speziellen Richtlinie (88/627/EWG), die am 12. Dezember 1988 in Kraft getreten ist, geregelt.

Eine Meldepflicht ist geeignet, die Transparenz für Anleger und Gesellschaften im schweizerischen Wertpapierhandel zu fördern. Die Veränderung massgeblicher Beteiligungen ist kursrelevant. Sind das Volumen der frei handelbaren Titel und die Existenz von Grossaktionären bekannt, so werden missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge reduziert. Die Gesellschaft gewinnt eine bessere Übersicht über die Aktionärsstruktur und die Beherrschungsverhältnisse. Sie erfährt die Identität auch ihrer wichtigsten Inhaberaktionäre (neben jener der Namenaktionäre). Eine Meldepflicht ist eng verknüpft mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote. Der heimliche Erwerb, aber auch die heimliche Veräusserung massgeblicher Beteiligungen über die Börse werden damit verunmöglicht. Infolge der Meldepflicht kann somit ein Aufkäufer sein Erwerbsziel, ausser er realisiert es mittels Paketkauf auf privatem Weg, praktisch nur noch über ein öffentliches Angebot erreichen. Nach der Offenlegung bisheriger Erwerbsvorgänge werden die Kurse reagieren, und die Vorteile weiterer stiller Aufkäufe nehmen stark ab. Die Anteile, die der Aufkäufer ohne Offenlegung erwerben kann, sind durch die Offenlegungsschwellen begrenzt.

Die Meldepflicht bedarf der gesetzlichen Abstützung, da ihre Durchsetzung nur mit Hilfe von Sanktionsmitteln zu gewährleisten ist. Der Geltungsbereich ist auf schweizerische Publikumsgesellschaften, deren Aktien an einer Börse gehandelt werden, begrenzt. Mit der Regelung im BEHG wird es möglich, auch verwaltungsrechtliche Bestimmungen zu erlassen (Aufsicht, Strafbestimmungen), wozu eine zivilrechtliche Grundlage nicht ausreichen würde.

Sowohl der Kauf als auch der Verkauf massgeblicher Beteiligungen stellen kursrelevante Informationen dar. Die Meldepflicht wird vom Erreichen, Über- und Unterschreiten von Beteiligungsschwellen abhängig gemacht. In Absatz 1 werden die Grenzwerte bei 5 Prozent, 10 Prozent, 25 Prozent, 33⅓ Prozent, 50 Prozent und 75 Prozent festgelegt, womit über die Minimalanforderungen der EG-Richtlinie hinausgegangen wird. Grundlage der Beteiligungsschwelle sind alle direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten kontrollierten Stimmrechte.

Eine Schwelle von 5 Prozent rechtfertigt sich, da 10 Prozent der Stimmrechte bei multinationalen Gesellschaften kapitalmässig einen sehr hohen Grenzwert darstellen. Im Aktienrecht wurde für die Pflicht zur Veröffentlichung ebenfalls die Grenze von 5 Prozent gewählt. Die aktuelle Tendenz in den wichtigen Ländern (Grossbritannien: 3%) weist in diese Richtung.

Die Meldepflicht gilt für Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise zum Handel an einer Börse zugelassen sind, und erstreckt sich sowohl auf kotierte als auch allenfalls auf nicht kotierte Papiere dieser Gesellschaft. Die Umwandlung von Partizipations- oder Genussscheinen in Aktien und die Ausübung von Wandel- oder Erwerbsrechten sind einem Erwerb gleichgestellt (Abs. 2). Die Meldepflicht erfüllt ihren Zweck nur, wenn sie auch die Inhaberaktien einschliesst.

Klein- und Familienunternehmen können ihre Privatsphäre wahren. Der Kreis der bestehenden und potentiellen Anleger ist bei diesen Unternehmen eng gefasst. Es bestehen keine Informationsinteressen des allgemeinen Anlegerpublikums. Diese organisierten Gruppen haben gemäss Absatz 3 die Meldepflicht gemeinsam zu erfüllen, als Einzelpersonen sind die Mitglieder einer Gruppe nicht

meldepflichtig. Die Gruppe muss jedoch zusätzlich zur Angabe der Gesamtbeteiligung Meldung erstatten über die Identität der einzelnen Mitglieder, die Art der Absprache unter ihnen und die Vertretung.

Haben die Gesellschaft oder die Börsen Grund zur Annahme, dass ein Aktionär seiner Meldepflicht nicht nachgekommen ist, so müssen sie gemäss Absatz 4 die Aufsichtsbehörde informieren.

Eine abschliessende Regelung dieser Materie erfolgt auf Verordnungsstufe (Abs. 5). Die Berechnung der Stimmrechte, die Einzelheiten der Meldung, die Frist, innerhalb welcher der Anleger der Gesellschaft und den Börsen Meldung erstatten muss, werden in der Verordnung geregelt.

242 Informationspflicht der Gesellschaften (Art. 21)

Die Gesellschaft muss die Öffentlichkeit über die ihr mitgeteilten Veränderungen bei den Stimmrechten informieren. Die Details dieser Information inklusive der Frist, innert welcher die Information zu veröffentlichen ist, werden in der Verordnung festgelegt.

25 Öffentliche Kaufangebote

In der EG besteht ein Vorschlag der Kommission vom September 1990 zu einer Richtlinie über öffentliche Kaufangebote, die dreizehnte gesellschaftsrechtliche Richtlinie (KOM [90] 416).

25.1 Freiwillige Unterstellung (Art. 22)

Es ist den Gesellschaften freigestellt zu entscheiden, ob die Bestimmungen des BEHG betreffend öffentliche Kaufangebote für sie gültig sein sollen oder nicht. Die Beteiligungspapiere der Gesellschaften werden je nach deren Entscheidung in einem separaten Segment gehandelt. Damit können die grossen, multinationalen Gesellschaften den Schutz, der die Regelung der öffentlichen Kaufangebote bietet, für sich in Anspruch nehmen. Hingegen können kleinere, von einer Gruppe beherrschte Unternehmen sowie Familiengesellschaften ihre bestehende Anonymität wahren. Zudem brauchen sie gemäss der für Gruppen geltenden Regelung für die Angebotspflicht (siehe hinten, Ziff. 25.9) bei einer Übertragung eines bedeutenden Paketes innerhalb der Familie oder Gruppe kein Angebot an alle Aktionäre zu unterbreiten.

25.2 Pflichten des Anbieters (Art. 23)

Die im Angebotsprospekt enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein, so dass sich die Empfänger des Angebotes in Kenntnis des Sachverhalts

entscheiden können (Abs. 1). Die Mindestanforderungen an den Prospektinhalt und die Bestimmungen über seine Veröffentlichung werden in der Verordnung festgelegt.

Der Anbieter muss alle Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln (Abs. 2). So muss z. B. ein Angebot automatisch nach oben korrigiert werden, wenn der Anbieter innerhalb der Angebotsfrist Beteiligungspapiere zu einem höheren als dem angebotenen Preis erwirbt. Das Angebot kann nur solchen Bedingungen unterstellt werden, auf die der Anbieter selbst nicht Einfluss nehmen kann. So kann das Zustandekommen des Angebots abhängig gemacht werden von einem bestimmten Prozentsatz von Beteiligungspapieren, von der Eintragung in das Aktienregister, vom Erhalt einer behördlichen Bewilligung usw. Der Anbieter darf das Zustandekommen des Angebots nicht verhindern, indem er auf missbräuchliche Weise die Nicht-Erfüllung einer Bedingung vorschiebt.

Die Pflichten des Anbieters gelten für alle Personen, die in gemeinsamer Absprache mit ihm handeln (Abs. 3). Der Begriff «Handeln in gemeinsamer Absprache» wird in der Verordnung präzisiert. Dabei handelt es sich beispielsweise gemäss EG-Richtlinienvorschlag um Personen, die «durch einvernehmliches Handeln oder aufgrund einer Vereinbarung hinsichtlich des Angebotes zusammenwirken».

Aus Artikel 23 ergeben sich Rechtspflichten, die für den Schutz der Anleger und die Lauterkeit des Marktes notwendig sind. Es geht insbesondere um das schutzwürdige Interesse der Minderheitsaktionäre, dass diese bei einer Übernahme nicht benachteiligt werden. Zudem sollen auf dem Markt für Unternehmenskontrollen faire und transparente Bedingungen herrschen. Jeder Aktionär soll bei einem Wechsel der Unternehmensführung zu einem angemessenen Preis aussteigen können. Dass dem Mehrheitsaktionär eine Kontrollprämie zusteht, wird bei der Festlegung des Mindestpreises bei einem öffentlichen Kaufangebot berücksichtigt. Theoretisch besteht die Möglichkeit, dass der Minderheitsaktionär mehrfach benachteiligt wird. Durch eine sehr zurückhaltende Dividendenpolitik der Gesellschaft mit weitgehender Reinvestierung des Gewinns kann er nur partiell am Unternehmenserfolg partizipieren. Bei späterer Übernahme der Gesellschaft durch einen Mehrheitsaktionär droht ihm zudem ein Wertverlust, da Minoritätspositionen unter dem Regime eines Grossaktionärs wesentlich weniger attraktiv sind als bei Streubesitz. Für den Minderheitsaktionär kann ein Druck zum Verkauf bestehen, da nach erfolgter Übernahme Kurseinbussen zu erwarten sind. Im Fall der Veräusserung einer an der Börse unterbewerteten Gesellschaft an einen neuen Mehrheitsaktionär kann der Minderheitsaktionär nochmals zu kurz kommen, wenn der Neuerwerber das Unternehmen später zum Substanzwert wieder veräussert. Der mit den Pflichten des Anbieters verbundene Eingriff in die Eigentums- und Vertragsfreiheit ist aufgrund obiger Überlegungen durchaus gerechtfertigt und auch verfassungskonform (zur Verfassungsmässigkeit siehe hinten, Ziff. 6).

25.3 Prüfung des Angebots

(Art. 24)

Bevor das Angebot veröffentlicht wird, muss es einer Revisionsstelle vorgelegt werden, die seine Übereinstimmung mit dem BEHG und der Verordnung prüft (Abs. 1 und 2). Damit sollen die Seriosität des Angebots und die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften gewährleistet werden. Die Revisionsstelle wacht auch darüber, dass der Anbieter sich während der ganzen Dauer des Angebotes gesetz- und verordnungsgemäss verhält. Von einer obligatorischen Vorausgenehmigung des Angebots durch die Aufsichtsbehörde wird abgesehen. Die Vorprüfung durch eine Revisionsgesellschaft bietet genügend Garantie. Zudem kann die Aufsichtsbehörde nach der Veröffentlichung des Angebotes einschreiten, ohne dabei an zu knapp bemessene Fristen gebunden zu sein. Die Revisionsstelle prüft die Rechtmässigkeit des Angebotsprospektes vor seiner Veröffentlichung und stellt der Aufsichtsbehörde einen Bericht zu. Die Einzelheiten betreffend Inhalt des Berichts und die Frist für dessen Abgabe an die Aufsichtsbehörde werden in der Verordnung geregelt. Die Aufsichtsbehörde schreitet nur ein, wenn sich dies als notwendig erweist. Ist ein Angebot nicht gesetz- oder verordnungskonform, so wird es nach Absatz 3 von der Aufsichtsbehörde untersagt, was zur Folge hat, dass die Verkäufer den Verkauf rückgängig machen können (Abs. 4).

25.4 Veröffentlichung des Angebots und Fristverlängerung

(Art. 25)

Der Anbieter ist nach Absatz 1 verpflichtet, das Ergebnis des öffentlichen Kaufangebotes nach Ablauf der Angebotsfrist zu veröffentlichen. Damit soll eine ausreichende Information des Marktes über die Beteiligungsverhältnisse an der vom öffentlichen Kaufangebot betroffenen Gesellschaft sichergestellt werden.

Gemäss Absatz 2 muss die Angebotsfrist immer dann verlängert werden, wenn das Angebot erfolgreich ist, d. h., wenn die Bedingungen, denen es unterstellt wurde, erfüllt sind. Mit dieser Regelung wird die freie Willensäußerung der Aktionäre sichergestellt. Sie können sich in einer ersten Phase gegen das Angebot aussprechen, wenn nach ihrer Auffassung eine bedeutende Beteiligung des Anbieters der Zielgesellschaft schaden würde. In einer zweiten Phase, wenn das Angebot dennoch zustandekommt, müssen sie die Möglichkeit haben, es anzunehmen und davon zu profitieren.

25.5 Zusätzliche Bestimmungen

(Art. 26)

Entsprechend dem Konzept der Rahmenordnung werden im Gesetz nur die Grundzüge festgelegt, während die Details auf Verordnungsstufe geregelt werden.

Verstreicht zwischen dem Entscheid, ein Angebot zu unterbreiten, und der Veröffentlichung eine gewisse Zeit, so besteht die Gefahr, dass der Markt in dieser Periode durch Gerüchte beeinträchtigt oder durch Insidergeschäfte verfälscht wer-

den kann. Um derartigen Marktstörungen vorzubeugen, teilt der Anbieter mitunter die Grundzüge seines Angebotes vor dessen Veröffentlichung mit (Bst. a). Details dazu regelt die Verordnung, die auch vorschreiben kann, dass eine solche Voranmeldung unter gewissen Umständen obligatorisch ist.

Der vom Anbieter zu veröffentlichende Angebotsprospekt soll insbesondere Auskunft geben über die Identität des Anbieters und der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, die betroffenen Beteiligungspapiere, den angebotenen Preis, die Dauer und allfällige Bedingungen des Angebots und die bereits vom Anbieter gehaltenen Beteiligungspapiere. Der Bundesrat erlässt auch Bestimmungen über die Bedingungen, denen ein Angebot unterworfen werden kann (Bst. b).

Zu den Regeln der Lauterkeit (Bst. c) zählt auch das Prinzip der Gleichbehandlung aller Inhaber von Beteiligungspapieren der gleichen Art. Die Lauterkeitsregeln legen zudem fest, in welchen Fällen ein Angebot abgeändert werden kann. Dabei kann es sich insbesondere um die Erhöhung des angebotenen Preises oder um die Aufhebung der Angebotsbedingungen handeln, sofern diese Änderungen ausschliesslich zum Vorteil der Aktionäre reichen. Die Lauterkeitsregeln verlangen auch, dass ein Angebot nur in Ausnahmefällen, die in der Verordnung aufzuführen sind, zurückgenommen werden kann. Ein solcher Fall läge z. B. dann vor, wenn die Zielgesellschaft sich gegen eine Übernahme wehrt oder wenn ein Gegenangebot unterbreitet wird.

Die Verordnung enthält zudem Bestimmungen über die Prüfung des Angebots durch eine Revisionsstelle (Bst. d), die Angebotsfrist und deren Verlängerung, die Bedingungen des Widerrufs und der Abänderungen des Angebots (Bst. e) sowie das Handeln in gemeinsamer Absprache mit Dritten (Bst. f).

25.6 Pflichten der Zielgesellschaft (Art. 27)

In einem Bericht gibt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gegenüber den Inhabern von Beteiligungspapieren eine klare Stellungnahme zum Angebot ab (Abs. 1). Dieser Bericht muss rechtzeitig vor Ablauf der Angebotsfrist vorliegen, damit die Aktionäre davon Kenntnis nehmen und sich entsprechend entscheiden können. Die von der Zielgesellschaft oder von in gemeinsamer Absprache mit diesen handelnden Personen abgegebenen Informationen müssen wahr und vollständig sein.

Die Zielgesellschaften treffen mitunter gewisse Abwehrmassnahmen, um sogenannte «unfreundliche» öffentliche Kaufangebote, d. h. Angebote, die ohne ihre vorherige Zustimmung unterbreitet werden, zu verhindern. Die in der Schweiz am weitesten verbreitete Massnahme besteht darin, vinkulierte Namenaktien, die nur mit der Genehmigung des Verwaltungsrates voll übertragen werden können, zu emittieren. Eine weitere mögliche Massnahme ist der Gruppenzusammenschluss einer festen Aktionärsmehrheit oder einer starken Minderheit. Die Gesellschaft kann in ihren Statuten Sonderregeln einbauen, die für gewisse Beschlüsse ein Quorum oder eine qualifizierte Mehrheit verlangen. Sie kann ein System schaffen, das im Falle eines öffentlichen Kaufangebotes den «treuen» Aktionä-

ren oder allen Aktionären mit Ausnahme des Anbieters die Möglichkeit gibt, Optionsrechte auszuüben. Sie kann zwischen ihren Aktionären «ad-hoc-Absprachen» in bezug auf deren Stimmverhalten treffen. Dabei verpflichten sich gewisse Aktionäre, im Falle eines unfreundlichen Angebotes gemäss den Weisungen des Verwaltungsrates zu stimmen. Schliesslich kann die Gesellschaft über vertragliche Vereinbarungen mit Verwaltungsorganen oder Dritten darauf hinwirken, dass ein unfreundliches Kaufangebot gewisse Transaktionen in der Weise auslöst, dass eine Übernahme für den Anbieter uninteressant wird («poison pills»).

Es stellt sich die Frage, ob alle Abwehrmassnahmen von der Generalversammlung getroffen werden müssen oder ob solche Massnahmen auch Gültigkeit haben, wenn sie vom Verwaltungsrat im Rahmen seiner Rechtsbefugnisse (oder gemäss einer Ermächtigung durch die Generalversammlung) beschlossen werden. Die Geschäftsleitung oder die Verwaltungsratsmitglieder einer Zielgesellschaft sind nicht immer in der Lage, ihre Entscheidungen im ausschliesslichen Interesse der Gesellschaft und ihrer Aktionäre zu treffen, weil sie oft persönlich an einer Verhinderung eines unfreundlichen Kaufangebotes interessiert sind. Deshalb geht das BEHG in Absatz 2 davon aus, dass zur Vermeidung solcher Interessenkonflikte die Abwehrmassnahmen in der Regel durch die Generalversammlung beschlossen werden müssen, selbst dann, wenn der Verwaltungsrat grundsätzlich hierfür, auf der Grundlage des Aktienrechts, entscheidungsbefugt wäre.

Die Generalversammlung und der Verwaltungsrat behalten vor der Veröffentlichung eines Angebotes ihre üblichen Kompetenzen. Demnach kann der Verwaltungsrat vor der Unterbreitung eines Kaufangebotes ungehindert alle Abwehrmassnahmen treffen. Ab Veröffentlichung eines Kaufangebotes bis zur Offenlegung des Angebotsergebnisses dagegen ist der Verwaltungsrat nicht mehr befugt, gewisse, im BEHG abschliessend aufgezählte Abwehrmassnahmen zu beschliessen oder durchzuführen, selbst dann nicht, wenn er zuvor durch die Generalversammlung dazu ermächtigt wurde. Dem Verwaltungsrat bleibt nur die Möglichkeit, die Generalversammlung einzuberufen, damit diese selbst Abwehrmassnahmen beschliesst, die sie unter Berücksichtigung der Vor- und Nachteile eines bestimmten Angebotes für angemessen hält.

Diese Regelung geht von der Überlegung aus, dass die Aktionäre nicht in der Lage sind, einer Abwehrmassnahme gegen ein allfälliges Angebot, dessen Inhalt sie nicht kennen, im voraus zuzustimmen. Es ist nicht leicht, Abwehrmassnahmen allgemeiner Art zu planen. Diese Regelung entspricht weitgehend der gegenwärtigen Fassung des Artikels 8 des EG-Richtlinienvorschlags.

Die Verordnung regelt die Einzelheiten betreffend Inhalt und Veröffentlichung des Berichtes des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft sowie der Abwehrmassnahmen (Abs. 3).

25.7 Konkurrierende Angebote (Art. 28)

Bei konkurrierenden Angeboten, d. h. bei Angeboten, die vor dem Ablauf des Erstangebotes unterbreitet werden, müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft in der Lage sein, die verschiedenen Angebote miteinander zu vergleichen und sich

frei für das Angebot zu entscheiden, das sie annehmen wollen (Abs. 1). Die Verordnung konkretisiert die Regeln über konkurrierende Angebote und deren Auswirkungen auf das erste Angebot (Abs. 2). Darin wird auch geregelt, ob und in welchem Masse der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein Angebot gegenüber andern bevorzugen kann.

Mit der Unterbreitung eines konkurrierenden Angebots können sich die Verhältnisse, unter denen das erste Angebot gemacht wurde, grundlegend ändern. Dem Erstanbieter muss deshalb die Möglichkeit gegeben werden, sein Angebot zurückzuziehen. Wird das erste Angebot aufrechterhalten, so ist den Aktionären, welche diesem zugestimmt haben, das Recht einzuräumen, ihre Annahme zu widerrufen, um vom konkurrierenden Angebot profitieren zu können.

25.8 Meldepflicht (Art. 29)

Bei der in Artikel 20 BEHG festgelegten Meldepflicht über die Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen geht es in erster Linie um die Sicherstellung einer besseren Markttransparenz. Die in Artikel 29 Absatz 1 verlangte Meldepflicht zielt hingegen darauf ab, dass die Aufsichtsbehörde und die Börsen, an denen die Papiere zum Handel zugelassen sind, während der ganzen Angebotsdauer jederzeit orientiert sind über die mit Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft (bzw. des Anbieters bei einem öffentlichen Tauschangebot) getätigten Transaktionen durch Personen, die über bedeutende Beteiligungen an der Zielgesellschaft verfügen. Dabei geht es darum, zur Überwachung des Marktes beizutragen, um insbesondere Kursmanipulationen vorzubeugen und die Gleichbehandlung der Aktionäre sicherzustellen.

In Übereinstimmung mit der Regelung in Artikel 20 BEHG und dem EG-Richtlinienvorschlag wird die Grenze für die Auslösung einer Meldepflicht auf 5 Prozent festgelegt. Eine dauerhaft zusammengeschlossene Gruppe hat die Meldepflicht als Gruppe zu erfüllen (Abs. 2). Verschiebungen innerhalb der Gruppe sind nicht meldepflichtig. Damit kann den besonderen Anliegen der in der Schweiz zahlreichen Familien-AGs Rechnung getragen werden.

Gemäss EG-Richtlinienvorschlag werden auch alle Personen der Meldepflicht unterworfen, die zwar über weniger als 5 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügen, aber während der Angebotsfrist mindestens 0,5 Prozent solcher Stimmrechte erwerben. In Absatz 3 wird der Bundesrat dementsprechend ermächtigt, auch die Personen dieser Meldepflicht zu unterstellen, die während der Dauer des Angebotes einen gewissen Prozentsatz von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erwerben. Dieser Grenzwert wird in der Verordnung festgelegt.

Die Börsen und die betroffene Gesellschaft sind nach Absatz 4 gehalten, mit der Aufsichtsbehörde zusammenzuarbeiten und diese zu informieren, wenn sie Grund zur Annahme haben, dass ein Inhaber von Beteiligungspapieren seiner Meldepflicht nicht nachgekommen ist.

Die Verordnung enthält Bestimmungen z. B. über den Inhalt der Meldung, über die Frist, innerhalb derer die Meldung der Aufsichtsbehörde und den Börsen zu-

zustellen ist sowie über den für die Anwendung von Absatz 3 relevanten Prozentsatz (Abs. 5).

25.9 Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 30)

Wer eine beherrschende Beteiligung an einer börsenkotierten Gesellschaft, für welche die Bestimmungen des BEHG betreffend öffentliche Kaufangebote anwendbar sind und deren Beteiligungspapiere im dafür reservierten Segment kotiert sind, erlangt, muss gemäss Absatz 1 allen Inhabern von Beteiligungspapieren ein Angebot für den Erwerb ihrer Beteiligungspapiere unterbreiten. Dieser Grundsatz wird in Grossbritannien seit Jahrzehnten befolgt und ist auch im EG-Richtlinienvorschlag vorgesehen. Dadurch wird den Minderheitsaktionären die Möglichkeit gegeben, sich gegen die Beherrschung ihrer Gesellschaft durch eine neue Aktionärsgruppe, die für die Unternehmenspolitik erhebliche Veränderungen mit sich bringen könnte, zu schützen. Zudem kommt der Verkauf einer beherrschenden Beteiligung einem indirekten wie wirtschaftlichen Verkauf der Gesellschaft selbst gleich, auch wenn der betreffende Aktionär dabei juristisch gesehen nur seine eigenen Beteiligungspapiere veräussert. Die Minderheitsaktionäre müssen die Möglichkeit haben, sich ihm anzuschliessen. Der Pflicht, ein Angebot für alle an der Börse gehandelten Beteiligungspapiere zu unterbreiten, ist auch derjenige unterstellt, der ausschliesslich durch den Kauf von nicht börsenkotierten Papieren die Beherrschung einer Gesellschaft erlangt.

Bei grossen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere an der Börse gehandelt werden, kann eine beherrschende Beteiligung bereits mit einem Stimmrechtsanteil unter 50 Prozent erreicht sein. In Grossbritannien gilt eine Grenze von 30 Prozent, im EG-Richtlinienvorschlag ist diese bei $33\frac{1}{3}$ Prozent vorgesehen. Im BEHG gilt in Übereinstimmung mit der vorgeschriebenen EG-Regelung ein Grenzwert von $33\frac{1}{3}$ Prozent, ab welchem ein Angebot unterbreitet werden muss, das alle an der Börse zum Handel zugelassenen Beteiligungspapiere der betroffenen Gesellschaft einbezieht.

Die Aufsichtsbehörde kann die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer dauerhaft zusammengeschlossenen Gruppe von der Angebotspflicht ausnehmen. Mitglieder einer solchen Gruppe unterstehen in diesem Fall der Angebotspflicht nur als Gruppe (Abs. 2). Damit kann den Anliegen der Familiengesellschaften Rechnung getragen werden. Wenn eine Familie zusammen bereits über $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte besitzt und ein Familienmitglied einen Anteil eines anderen Mitgliedes oder eines Dritten übernimmt und damit als Einzelperson den Grenzwert von $33\frac{1}{3}$ Prozent überschreitet, so ist er in diesem Fall nicht verpflichtet, ein öffentliches Angebot zu unterbreiten. Der Kleinaktionär sieht sich in diesem Fall keinem Kontrollwechsel ausgesetzt. Um allfälligen Missbräuchen vorzubeugen, wird die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer Gruppe nur dann von der Angebotspflicht ausgenommen, wenn diese Gruppe bereits seit längerer Zeit besteht oder wenn es sich um ein Familienunternehmen handelt. Damit kann ausgeschlossen werden, dass kurzfristig eine «Gruppe» gebildet wird, mit der Absicht, eine Gesellschaft unter Missachtung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre zu erwerben.

Damit die Regelung wirtschaftlich sinnvoll ist, muss ein Mindestpreis, den der Anbieter entrichten muss, festgelegt werden. Um die vollständige Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre zu garantieren, muss in Grossbritannien ein Angebot zum höchsten Preis gemacht werden, der in den vorhergehenden zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt wurde. Der Verkauf einer beherrschenden Beteiligung kann allerdings dem Verkauf einiger Einzelbeteiligungen nicht gleichgestellt werden. Wirtschaftlich geschehen ist der Wert einer beherrschenden Beteiligung höher als derjenige von einzelnen Beteiligungspapieren. Dieser Tatsache wird im BEHG Rechnung getragen, indem gemäss Absatz 3 der angebotene Preis mindestens dem aktuellen Börsenkurs entsprechen muss, aber höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.

Der mit dieser Bestimmung verbundene Eingriff in die freie Preisbildung ist für eine effiziente Durchführung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote absolut notwendig. Die Festlegung eines Mindestpreises ist ein Kernpunkt dieser Regelung. Nur dadurch ist es möglich, die Minderheitsaktionäre vor «unfairen» öffentlichen Angeboten zum Beispiel zu einem offensichtlich unterschätzten Preis zu schützen. Bei Übernahme erhöht sich der Kurs der Wertpapiere des betroffenen Unternehmens in der Regel kurzfristig und bröckelt nachher zum Missfallen der Minderheitsaktionäre wieder ab. Den Minderheitsaktionären muss die Möglichkeit gegeben werden, mindestens zum Börsenkurs aussteigen zu können. Bezahlte der Übernehmer in den letzten zwölf Monaten einen höheren Kurs für Beteiligungspapiere der zu übernehmenden Gesellschaft, so kann er eine gerechtfertigte Kontrollprämie in Abzug bringen. Damit wird dem Wert einer beherrschenden Beteiligung Rechnung getragen. Der vom Übernehmer zu offerierende Preis kann um höchstens 25 Prozent unter dem in den letzten zwölf Monaten bezahlten Höchstpreis liegen. Dieser Eingriff in die Preisbildung zum Schutz der Minderheitsaktionäre ist gerechtfertigt und mit der Bundesverfassung vereinbar (zur Verfassungsmässigkeit siehe hinten, Punkt 6).

Die Verordnung regelt die Einzelheiten für die Preisberechnung, wenn der für den Erwerb der beherrschenden Beteiligung bezahlte Preis noch andere Elemente als den Preis der abgegebenen Beteiligungspapiere enthält (u. a. Garantiezusagen, Übernahme anderer Aktien durch den Veräusserer). Wenn die Gesellschaft verschiedene Arten von Beteiligungspapieren ausgegeben hat (oder wenn die beherrschende Beteiligung indirekt über eine Holdinggesellschaft erworben wurde), ist eine genaue Regelung in bezug auf den Angebotspreis nicht möglich. Dieser Preis muss in einem angemessenen Verhältnis zu dem für den Erwerb der beherrschenden Beteiligung bezahlten Preis stehen (Abs. 4). Dieses «angemessene Verhältnis» wird in der Verordnung näher umschrieben und in jedem konkreten Fall von der Aufsichtsbehörde überprüft.

Die Verordnung enthält die Detail-Bestimmungen über die Angebotspflicht (Abs. 5).

Als Sanktion kann der Richter gemäss Absatz 6 auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, der Zielgesellschaft oder eines ihrer Aktionäre die Ausübung sämtlicher Stimmrechte desjenigen suspendieren, der seiner Pflicht zur Unterbreitung eines

öffentlichen Angebotes nicht nachkommt. Dabei handelt es sich um eine einstweilige Verfügung, die so lange gilt, bis das Angebot unterbreitet wird. Damit die betroffene Gesellschaft durch diese Sanktion nicht lahmgelegt wird, hat der Richter die Möglichkeit, diese suspendierten Stimmrechte unter die übrigen Aktionäre aufzuteilen.

25.10 Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere (Art. 31)

Es kommt vor, dass einige Aktionäre nach einem öffentlichen Kaufangebot ihre Beteiligungspapiere zurückhalten, ohne dabei ein eigentliches wirtschaftliches Interesse geltend zu machen, sondern um der Gesellschaft ein Hindernis in den Weg zu legen oder Druck auf sie auszuüben. In solchen Fällen ist das Interesse des Anbieters, über 100 Prozent des Kapitals zu verfügen, grösser als dasjenige der Minderheitsaktionäre, im Besitz ihrer Beteiligungspapiere zu bleiben. Aus diesem Grunde kann ein Anbieter, der über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, die verbleibenden Minderheitsaktionäre zwingen, ihm ihre Beteiligungspapiere zum Preis des öffentlichen Angebotes zu übergeben (Abs. 1).

In einem solchen Fall gibt die Gesellschaft diese Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt sie dem Anbieter gegen Entrichtung des Angebotspreises zugunsten der Eigentümer der als kraftlos erklärten Beteiligungspapiere (Abs. 2).

Der mit dieser Regelung verbundene Eingriff in die Eigentumsgarantie rechtfertigt sich aus dem schutzwürdigen Interesse des Übernehmers, über 100 Prozent der Stimmrechte des betroffenen Unternehmens zu verfügen. Sein Interesse überwiegt jenes des verbleibenden Minderheitsaktionärs. Die Kraftloserklärung stellt keine Enteignung dar und ist durchaus verfassungskonform.

26 Aufsichtsbehörde **261 Organisation** (Art. 32)

Als Aufsichtsbehörde wird die Eidgenössische Banken- und Börsenkommission (EBBK) eingesetzt, deren Organisation im Bankengesetz geregelt wird. Sie umfasst sieben bis elf sachverständige Mitglieder. Zusätzlich zu den bestehenden Aufgaben wird der EBBK die Aufsicht über die Börsen, die Effektenhändler, die Offenlegung bedeutender Beteiligungen und die öffentlichen Kaufangebote übertragen.

Wegen des in der Schweiz verbreiteten Universalbankensystems ist eine Trennung der Aufsicht über die Banken von der Aufsicht über die Effektenhändler nicht angebracht. Die meisten Effektenhändler sind Banken und werden somit bereits von der EBK beaufsichtigt. Da sich die Aufsicht über Börsen, die Offenlegung von Beteiligungen an kotierten Gesellschaften sowie die öffentlichen Kaufangebote jedoch von der Beaufsichtigung einzelner Bankinstitute unterscheidet, können mehrere Kammern gebildet werden. Wird z. B. eine Banken- und eine

Börsenkammer gebildet, so werden diese bei der Beaufsichtigung der verschiedenen Finanzmarktakteure eng zusammenarbeiten.

Um ihre anspruchsvolle Aufgabe wirksam erfüllen zu können, muss die Aufsichtsbehörde mit den erforderlichen Kompetenzen, die denjenigen ausländischer Behörden wie z. B. der SEC, SIB oder der COB entsprechen, ausgestattet werden.

Der Präsident soll die Kompetenz erhalten, zusammen mit dem Direktor des Sekretariates im Namen der Kommission tätig zu werden, falls besondere Dringlichkeit geboten ist. Dieser Fall kann insbesondere bei Börsengeschäften, öffentlichen Übernahmeangeboten oder bei internationaler Auskunftspflicht eintreten, Situationen, in denen ein Entscheid umgehend gefällt werden muss. Die Kompetenzen von Präsident, Vizepräsident, Kommission, Kammern und Direktor des Sekretariates werden im Reglement der EBBK detailliert festgelegt. Es ist dem Bundesrat zur Genehmigung vorzulegen. Damit können organisatorische Anpassungen flexibel vorgenommen werden (siehe auch hinten, Punkt 2.10.3, Revision des Bankengesetzes). Dies bedingt, dass die Organisation nicht in allen Einzelheiten im BEHG, sondern vom Bundesrat auf Verordnungstufe geregelt wird.

Um Interessenkonflikte zu vermeiden, dürfen die Mitglieder der Kommission weder Präsident, Vizepräsident, Delegierter oder Mitglied des Ausschusses des Verwaltungsrates noch Mitglied der Geschäftsleitung einer Bank, einer Fondsleitung eines Anlagefonds, einer Börse, eines Effektenhändlers oder einer anerkannten Revisionsstelle sein.

Die EBBK berichtet dem Bundesrat mindestens einmal jährlich über ihre Tätigkeit. Deren Kosten sowie die Kosten des Sekretariates werden durch Gebühren gedeckt. Die Einzelheiten werden vom Bundesrat auf Verordnungstufe geregelt.

262 Aufgaben (Art. 33)

Die EBBK trifft die zum Vollzug des Gesetzes und seiner Ausführungsbestimmungen notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften (Abs. 1).

Bei der Überprüfung der Einhaltung der Meldepflicht und der Ausführungsbestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen an Gesellschaften mit kotierten Beteiligungspapieren wird insbesondere die Überprüfung im Bereich des ersten Schwellenwertes (5 %) bei Inhaberaktien schwierig sein. Ist dieser erste Grenzwert überschritten, so dürfte die Aufgabe der Aufsichtsbehörde in dem Sinne erleichtert werden, als sie die Entwicklung der gemeldeten Beteiligungsnahmen – in enger Zusammenarbeit mit den Börsen und den betroffenen Gesellschaften – verfolgen können. Den Gesellschaften wird dabei eine wichtige Rolle zukommen, da sie daran interessiert sind, die Entwicklung der Zusammensetzung ihres Aktionariates intensiv zu verfolgen, um die tatsächlichen Kräfteverhältnisse zu kennen.

Bei der Aufsicht über die öffentlichen Kaufangebote prüft die EBBK insbesondere die Übereinstimmung des Angebotsprospektes mit den gesetzlichen Bestimmungen. Dabei kann sie sich auf den Bericht der Revisionsstelle stützen. Gegeben-

nenfalls verbietet die Behörde ein mit dem BEHG oder der Verordnung nicht übereinstimmendes Angebot. Im weiteren legt die Aufsichtsbehörde fest, ob die Zielgesellschaft ihre Pflichten erfüllt und ob die im Rahmen der obligatorischen Berichterstattung abgegebenen Informationen wahr und vollständig sind. Zu den Aufgaben der Behörde gehört auch die Kontrolle, ob die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes eingehalten wird und ob der Angebotspreis den gesetzlichen Anforderungen entspricht.

Zur Erfüllung ihrer Aufgabe kann die EBBK gemäss Absatz 2 alle dafür erforderlichen Auskünfte und Unterlagen verlangen. Die Einforderung zum Beispiel von Berichten der Börsen und Effektenhändler hat flexibel zu erfolgen; in der Aufbauphase der Selbstregulierung notwendigerweise häufiger (z. B. monatlich), bei eingespielten und zufriedenstellend funktionierenden Organisationen in grösseren Abständen (z. B. halbjährlich). Bei besonderen Vorkommnissen werden die Börsen und Effektenhändler kurzfristig zu berichten haben. Fragen, die sich aus der Anwendung des BEHG ergeben, können regelmässig erörtert werden.

Die Auskunftspflicht gilt für Personen und Gesellschaften, die der Aufsicht unterstehen, d. h. Börsen und Effektenhändler sowie die massgebend an ihnen Beteiligten, die Revisionstellen und Personen und Gesellschaften, die einer Meldepflicht unterstehen, Anbieter von öffentlichen Kaufangeboten und Zielgesellschaften. Die Möglichkeit zur Einforderung aller relevanten Informationen ist insbesondere auch für die internationale Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden von grosser Bedeutung. Gemäss Artikel 36 BEHG gehört auch die internationale Zusammenarbeit zur Aufgabe der Aufsichtsbehörde.

Erhält die EBBK von Gesetzesverletzungen oder sonstigen Missständen Kenntnis, so erlässt sie gemäss Absatz 3 die zur Herstellung des ordnungsgemässen Zustandes und zur Beseitigung der Missstände notwendigen Verfügungen. Zur Sicherung der Aktiven und zur Gleichbehandlung aller Gläubiger kann die Aufsichtsbehörde für eine begrenzte Zeit alle Rechtshandlungen und Zahlungen eines Effektenhändlers verbieten und Zahlungen an den Effektenhändler untersagen, um neue Gläubiger zu schützen, beziehungsweise zu verhindern, dass es solche gibt oder bestehende ihre (gefährdeten) Forderungen vergrössern. Damit würden die Wirkungen eines Konkurses für eine kurze Zeit praktisch vorweggenommen. Nach Ablauf dieser Übergangszeit werden aber die Wirkungen dieser Sperre durch die normalen zivilrechtlichen Vorkehren abgelöst, welche zum Beispiel bei einem Bewilligungsentzug durch den eingesetzten Liquidator veranlasst werden können. Die Notwendigkeit eines solchen raschen behördlichen Vorgehens hat sich im Bereich der Banken in verschiedenen Fällen gezeigt. Zur Sicherheit der Lauterkeit der Märkte kann die Aufsichtsbehörde zudem Personen, die als verantwortliche Mitarbeiter eines Effektenhändlers den Effektenhandel betreiben und das Gesetz, die Ausführungsvorschriften oder die betriebsinternen Vorschriften grob verletzen, die Tätigkeit im Effektenhandel dauernd oder vorübergehend verbieten.

Unter «sonstigen Missständen» werden z. B. grobe Verstösse gegen Standesregeln, Statuten oder Reglemente der Börsen verstanden. Diese offene Formulierung wurde gewählt, damit die Aufsichtsbehörde flexibel auf weitere mögliche Missstände reagieren kann, die heute noch nicht vorhergesehen werden können.

Gemäss Absatz 4 und 5 erhält die EBBK Druckmittel zur Durchsetzung ihrer Verfügungen, die jenen in der Bankaufsicht entsprechen. Die EBBK kann gegebenenfalls eine angedrohte Handlung auf Kosten der säumigen Person oder Gesellschaft selber vornehmen sowie eine Verfügung bei Widersetzlichkeit des Adressaten veröffentlichen.

Absatz 6 regelt die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörde mit den Strafverfolgungsbehörden von Bund und Kantonen.

263 Entzug der Bewilligung (Art. 34)

Als einschneidendste Sanktion ist der Bewilligungsentzug gegenüber den Börsen und Effektenhändlern vorgesehen, welche die Voraussetzungen der Bewilligung nicht mehr erfüllen oder die Pflichten des BEHG oder ihre betriebsinternen Vorschriften grob verletzen. Dabei kann sich die Aufsichtsbehörde, dem Gebot der Verhältnismässigkeit folgend, auf einen teilweisen Bewilligungsentzug (z. B. den Handel mit bestimmten Effekten) beschränken, wenn dies die gegebenen Umstände erlauben.

In Absatz 2 werden die Folgen des Bewilligungsentzuges analog zum Bankengesetz geregelt. Demnach bewirkt der Bewilligungsentzug bei juristischen Personen, Kollektiv- und Kommanditgesellschaften die Auflösung und bei Einzelfirmen die Löschung im Handelsregister.

27 Verhältnis zum Ausland

271 Zulassung ausländischer Börsen und Effektenhändler (Art. 35)

In einem Umfeld, das durch verschärfte internationale Konkurrenz und weltweite Tendenz zur Liberalisierung geprägt ist, muss die Schweiz einen adäquaten Liberalisierungsstandard aufweisen, ohne der Gefahr einer Diskriminierung ausgesetzt zu sein. Entsprechend dem schweizerischen Interesse, den Marktzugang ausländischer Personen auf unserem Finanzplatz zu begünstigen, müssen auch schweizerische Börsen und Effektenhändler im Sinne der Reziprozität auf ausländischen Märkten Zugang erhalten. Im Sinne einer offensiven Auslegung des Reziprozitätsprinzips soll schweizerischen Personen der Zugang zu ausländischen Märkten eröffnet und ihnen ermöglicht werden, rechtlich und faktisch umfassend dort tätig zu sein. Banken und Effektenhändler unterliegen der gleichen Regelung der Bewilligungserteilung.

Das Gegenrechtserfordernis wird flexibel formuliert. Der Aufsichtsbehörde wird ein gewisser Ermessensspielraum belassen, was eine umfassende Berücksichtigung der schweizerischen Interessenlage ermöglicht. Ausländischen Börsen und Effektenhändlern kann die Bewilligung verweigert werden, wobei als Kriterien der tatsächliche Marktzutritt und das Erfordernis gleicher Wettbewerbsmöglichkeiten wie für inländische Börsen gelten. Das gesetzliche Gegenrechtserfordernis gilt für die Errichtung einer ausländischen Börse und für die Betätigung aus-

ländischer Effektenhändler in der Schweiz. Die Voraussetzungen für die Mitgliedschaft an einer Börse werden indessen im Rahmen der Selbstregulierung festgelegt. Die Geltendmachung eines allfälligen Gegenrechtserfordernisses erfolgt jedoch nicht durch die Börsen, sondern ausschliesslich durch die Aufsichtsbehörde.

Diese Regelung entspricht der Lösung der EG für ihre Beziehungen mit Drittländern (Kriterium des ausreichenden Marktzugangs). Die Verpflichtungen, die sich für die Schweiz aus internationalen Abkommen ergeben, bleiben vorbehalten.

272 Amtshilfe (Art. 36)

Mit der zunehmenden Internationalisierung der Finanzmärkte und dem raschen Wachstum der grenzüberschreitenden Transaktionen gewinnt eine international koordinierte Aufsicht an Bedeutung. Die Aufsichtsbehörde darf grundsätzlich von ausländischen Aufsichtsbehörden Informationen einholen (Abs. 1) und kann Auskünfte an ausländische Aufsichtsbehörden erteilen (Abs. 2). Diese Auskunftserteilung liegt in ihrem Ermessen. Es besteht kein Anspruch ausländischer Behörden, es sei denn, ein solcher werde durch einen Staatsvertrag geregelt.

Die Auskunftserteilung ist gemäss Absatz 2 von klaren Voraussetzungen abhängig. Auskünfte dürfen nur zur direkten Beaufsichtigung der Börsen und der Effektenhändler verwendet werden. Die ausländischen Behörden müssen an ein Amts- oder Berufsgeheimnis gebunden sein. Die erhaltenen Informationen dürfen nur mit vorheriger Zustimmung der Aufsichtsbehörde oder aufgrund einer generellen Ermächtigung in einem Staatsvertrag an Dritte weitergeleitet werden.

Die Verwendung der Informationen in einem Strafverfahren ist an die Bestimmungen der Rechtshilfe in Strafsachen gebunden. In diesem Fall müssen die ausländischen Strafbehörden den Weg über die Rechtshilfe in Strafsachen beschreiten. Damit kann eine allfällige versuchte Umgehung der Rechtshilfe in Strafsachen auf dem Weg der Amtshilfe verhindert werden. Die Aufsichtsbehörde hat deshalb in solchen Fällen vor ihrer Zustimmung zur Weiterleitung von Informationen das Einvernehmen des für die Rechtshilfe in Strafsachen zuständigen Bundesamtes für Polizeiwesen einzuholen (Abs. 3).

Soweit die Informationen einzelne Kunden betreffen, erfolgt der Austausch gemäss Absatz 4 auf dem Weg des Verwaltungsverfahrens. Derartige Daten unterliegen dem Geschäfts- oder Bankgeheimnis. Der Entscheid über eine Auskunftserteilung ist als anfechtbare Verfügung zu betrachten. Jegliche Auskunft kann ohne Zustimmung des Betroffenen nur in der Form einer schriftlich eröffneten, beschwerdefähigen Verfügung vorgenommen werden. Gegen diese Verfügung steht die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht offen. Ein Verzicht auf eine vorherige Anhörung der Betroffenen und eine sofortige Vollstreckung der Verfügung ist zwar möglich, indem die verfügende Instanz einer allfälligen Beschwerde die aufschiebende Wirkung entziehen kann (Art. 55 Abs. 2 VwVG). Dies wird aber nur in Ausnahmefällen, zum Beispiel einer akuten Gefährdung des Anleger- oder Funktionsschutzes erfolgen dürfen. Mit dieser Lösung ist der Rechtsschutz der Betroffenen sichergestellt, das Bankgeheimnis wird nicht etwa in einem unverletzlichen Mass angetastet.

Für eine effiziente Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden zum Beispiel zur Bekämpfung von Insidervergehen, Kursmanipulation oder Geldwäscherei sollten die Informationen rasch ausgetauscht werden können. Es ist zu erwarten, dass sich die schweizerische Aufsichtsbehörde bei Auskunftsbegehren ausländischer Stellen einem gewissen Druck ausgesetzt sieht, die Informationen rasch zu liefern. Bei der Weitergabe von Kundeninformationen sollte das Verwaltungsverfahren möglichst rasch abgewickelt werden, indem zum Beispiel der Beschwerde die aufschiebende Wirkung entzogen oder die Beschwerdefrist verkürzt wird. Es ginge zu weit, die Anwendung des Verwaltungsverfahrens auch bei der rein institutsbezogenen Amtshilfe zu verlangen, welche lediglich die Börsen und die Effektenhändler betrifft. Diese Amtshilfe muss auch mündlich, formlos und ohne administrative Hindernisse möglich bleiben.

Im Einzelfall kann die EBBK ausländischen Aufsichtsbehörden gestatten, bei Zweigniederlassungen ausländischer Effektenhändler oder Börsen aufsichtsrechtlich erforderliche Prüfungen in der Schweiz durchzuführen (Abs. 5).

In Absatz 6 ist vorgesehen, dass der Bundesrat durch den Abschluss von Verträgen mit verschiedenen Staaten eine Zone der intensiven Zusammenarbeit bilden kann. In diesen Zusammenarbeits-Verträgen können wichtige Details geregelt werden. Im Verkehr zwischen den Vertragsparteien kann davon ausgegangen werden, dass die Bedingungen gemäss Absatz 2 erfüllt sind. Die Prinzipien der Spezialität, der Vertraulichkeit und der Verhältnismässigkeit müssen dabei gewahrt bleiben. Damit kann auch verhindert werden, dass gegen das Ausforschungsverbot (mit sog. «fishing operations») verstossen wird. Die Staatsverträge decken nicht die Übermittlung von Beweismitteln ab. Da die internationale Rechtshilfe in Strafsachen vorbehalten bleibt, ist sichergestellt, dass diese Informationen von der ausländischen Behörde nicht für Untersuchungen in Steuersachen verwendet werden dürfen. Als Partner für diese Zone der Zusammenarbeit kommen Länder wie die USA, Grossbritannien, Frankreich u. a. in Frage.

28 Beschwerdeverfahren

(Art. 37)

Die Entscheide der Börsen über bestrittene Fälle der Zulassung und den Ausschluss von Mitgliedern sowie über die Zulassung von Effekten zum Handel ergeben in Form von Verfügungen. Gegen diese Verfügungen kann Beschwerde an die Aufsichtsbehörde eingelegt werden (Abs. 1).

Die Verfügungen und Beschwerdeentscheide der EBBK können, soweit die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht zulässig ist, direkt an das Bundesgericht weitergezogen werden (Abs. 2). Auf die Einsetzung einer speziellen Rekurskommission wurde, mit Ausnahme von Verfügungen bei öffentlichen Kaufangeboten (siehe Abs. 3), verzichtet.

Gegen Verfügungen der Aufsichtsbehörde im Bereich der öffentlichen Kaufangebote kann innert dreier Tage bei der speziell zu schaffenden Rekurskommission für öffentliche Kaufangebote Beschwerde eingereicht werden (Abs. 3).

Die spezielle Rekurskommission für öffentliche Kaufangebote besteht gemäss Artikel 71b VwVG aus höchstens sieben vom Bundesrat gewählten Richtern. Mit der Möglichkeit, in die Rekurskommission bis zu sieben Richter zu wählen, wird sichergestellt, dass, entsprechend der gegebenen Dringlichkeit, gemäss einem vom Bundesrat festzulegenden Quorum die Beschlussfassung jederzeit ermöglicht und ein Entscheid fristgerecht gefällt werden kann.

Die Rekurskommission kann innert kürzestmöglicher Frist letztinstanzlich entscheiden (Abs. 4). Das Verfahren kann mündlich erfolgen. Damit wird der besonderen Situation bei öffentlichen Kaufangeboten Rechnung getragen. Die in diesem Bereich vorzuschenden Fristen verlangen eine äusserst flexible Lösung, die mit dem üblichen Beschwerdeverfahren nicht erreichbar ist. Die im Richtlinien-Entwurf der EG-Kommission vorgesehene Frist zur Annahme eines Angebotes beträgt im Normalfall mindestens vier bis höchstens zehn Wochen.

29 Strafbestimmungen

Das Verhältnismässigkeitsprinzip verlangt, dass Strafbestimmungen nur dort eingesetzt werden, wo andere zivile oder verwaltungsrechtliche Massnahmen nicht genügen. Aus diesem Grunde sieht das BEHG nur eine Strafe für die unbewilligte Betriebsführung als Börsen oder Effektenhändler, die Verletzung der Meldepflichten, die Verletzung von der Zielgesellschaft obliegenden Pflichten und die Verletzung des Berufsgeheimnisses vor. Die Kursmanipulation wird nach einer im Strafgesetzbuch einzuführenden Norm (Art. 161^{bis}) strafbar erklärt. Im übrigen werden verwaltungsrechtliche Massnahmen genügen oder gar geeigneter sein, den Bestimmungen des BEHG Nachachtung zu verschaffen.

291 Geschäftsführung ohne Bewilligung (Art. 38)

Wer eine unbewilligte Tätigkeit ausübt, ist logischerweise auch keiner direkten Kontrolle einer Behörde unterstellt. Deshalb kann die Bestrafung von Zuwiderhandlungen auch nicht einer Aufsichtsbehörde überlassen werden. Eine eigentliche Strafnorm ist somit unabdingbar. Als Strafmass gilt gemäss Absatz 1 eine Busse von maximal 200 000 Franken, respektive 100 000 Franken bei Fahrlässigkeit (Abs. 2). Für juristische Personen wären zwar wesentlich höhere Bussen angemessen. Diese Materie wird jedoch generell im Rahmen einer Revision des Verwaltungsstrafrechts zu regeln sein.

Parallel zu Artikel 46 des Bankengesetzes wird auch die fahrlässig erfolgte unbewilligte Tätigkeit bestraft (Abs. 2). Die Opportunität der Bestrafung der Fahrlässigkeit ist umstritten. Das Prinzip der Selbstbeschränkung des Strafrechts könnte dazu einladen, bei fahrlässiger Begehungsweise auf eine Strafandrohung zu verzichten, da es vorliegend nicht um den Schutz zentraler Rechtsgüter geht. Nur die fahrlässige Tathandlung für die nicht bewilligte Tätigkeit als Effektenhändler würde indessen zusätzlich erfasst. Derjenige, der weiss, dass die Tätigkeit bewilligungspflichtig ist, wird immer zumindest eventualvorsätzlich handeln. Beim bloss fahrlässig handelnden Effektenhändler kann sich somit die Frage stellen, ob eine

Bestrafung gerechtfertigt ist. Um den Schutzzielen des BEHG gerecht zu werden, wurde aber eine entsprechende Strafnorm in das BEHG aufgenommen.

Die Aufsichtsbehörde kann in Anwendung von Artikel 33 BEHG administrative Massnahmen ergreifen, wenn sie von einer unbewilligten Tätigkeit einer Börse oder eines Effektenhändlers erfährt.

292 Verletzung von Meldepflichten

(Art. 39)

Bei Missachtung der Meldepflicht muss die angedrohte Strafe hoch angesetzt werden, um überhaupt wirksam zu sein. Wer eine bedeutende Beteiligung an einer Gesellschaft erwerben will, hat grosses Interesse, diese Transaktion geheim durchzuführen, um einen Anstieg der Aktienkurse zu vermeiden. Die Bezahlung einer gewöhnlichen Busse in der Grössenordnung von z. B. 100 000 Franken wäre für ihn vernachlässigbar. Als Sanktion wird deshalb in Absatz 2 eine Busse bis zur Höhe des doppelten Wertes der unter Missachtung der Meldepflicht erworbenen resp. veräusserten Titel festgelegt. Die Höhe der Busse ist folglich abhängig vom Betrag der die Grenzwerte erreichenden, über- oder unterschreitenden Transaktion.

Neben der gewählten Lösung der Übertretung und der Strafe in Form einer Geldbusse wären auch andere Sanktionen möglich, so z. B. die Verwirkung des Stimmrechts. Mehrere Länder kennen diese Form der Stimmrechtsverwirkung, wenn auch in unterschiedlich strenger Ausgestaltung. Während einige Länder die Suspendierung auf diejenigen Transaktionen beschränken, die hätten offengelegt werden müssen, weiten andere dieselbe Sanktion auf alle vom Täter direkt oder indirekt gehaltenen Titel aus. Zudem gibt es Länder, die die Massnahmen rückwirkend ergreifen, andere mit mehrjähriger Folgewirkung. Im allgemeinen wird die Verwirkung durch den Richter, auf Antrag der zuständigen Behörde, ausgesprochen. Denkbar wäre aber auch eine direkte Suspendierung durch die zuständige Behörde selber, als verwaltungsrechtliche Massnahme, mit Beschwerdemöglichkeit des Betroffenen. Im BEHG wurde von dieser Möglichkeit abgesehen, weil dadurch die Handelbarkeit der Titel beeinträchtigt würde. Zudem hat sich im Vernehmlassungsverfahren niemand für die Sanktion der Stimmrechtsverwirkung ausgesprochen.

Zur Verbesserung der Transparenz werden in Artikel 15 Absatz 4 Personen und Gesellschaften, welche Effekten gewerbsmässig, aber ohne Beizug eines Effektenhändlers kaufen und verkaufen, der Meldepflicht über Wertpapiertransaktionen unterworfen. Ein Verstoß gegen diese Meldepflicht wird mit einer Busse bis zu 50 000 Franken bestraft (Abs. 3).

293 Pflichtverletzung durch die Zielgesellschaft

(Art. 40)

Um den Schutzzielen des BEHG Rechnung zu tragen und keine Pflichten ohne Sanktion zu statuieren, wird die Verletzung der Pflichten gemäss Artikel 27 Ab-

satz I BEHG mit einer Busse bis maximal 200 000 Franken, respektiv 100 000 Franken bei Fahrlässigkeit, bestraft.

294 Verletzung des Berufsgeheimnisses (Art. 41)

Die Hauptverantwortung zur Kontrolle eines leistungsfähigen und transparenten Handels obliegt gemäss Prinzip der Selbstregulierung den Börsenorganen. Diese sind nicht Mitglieder einer Behörde und unterliegen somit nicht dem Amtsgeheimnis im Sinne von Artikel 320 des Strafgesetzbuches. Sie haben durch ihre Stellung jedoch Einblick in vertrauliche Daten der Börsenmitglieder. Es ist deshalb unverzichtbar, die Organe und Angestellten der Börsen auf die Geheimhaltung der ihnen anvertrauten Tatsachen zu verpflichten und diese Pflicht auch mit den Mitteln des Strafrechts durchzusetzen. Da die Börsenorgane zur Aufklärung von Sachverhalten auch auf Drittpersonen zurückgreifen können, die in keiner Beziehung zur Börse stehen, ist es notwendig, die Geheimhaltungspflicht auch auf Beauftragte der Börsen auszudehnen (Abs. 1).

Die Geheimnispflicht ist nicht absolut. Vorbehalten bleiben die eidgenössischen und kantonalen Bestimmungen über die Zeugnis- und die Auskunftspflicht gegenüber einer Behörde (Abs. 2). Eine solche besteht insbesondere gegenüber der Aufsichtsbehörde über die Börsen und Effektenhändler im Sinne des BEHG.

295 Strafverfolgung (Art. 42)

Die Verfolgung der Widerhandlungen gegen die Artikel 38 BEHG (Betriebsführung ohne Bewilligung), 39 BEHG (Verletzung der Meldepflichten) und 40 BEHG (Pflichtverletzung durch die Zielgesellschaft) steht dem Eidgenössischen Finanzdepartement zu (Abs. 2). In allen diesen Fällen ist die Verwaltungsstrafbehörde im Vergleich zu den kantonalen Strafverfolgungsbehörden besser geeignet, wirksam zu handeln. Dagegen muss aus Gründen der Übereinstimmung mit ähnlichen Straftatbeständen anderer Rechtsgebiete und angesichts einer angedrohten Freiheitsstrafe die Strafverfolgung bei Widerhandlungen gegen Artikel 41 BEHG (Verletzung des Berufsgeheimnisses) den kantonalen Behörden überlassen werden (Abs. 3). Dasselbe gilt für die Widerhandlung gegen Artikel 161^{bis} StGB (Kursmanipulation), wie dies bereits bei Artikel 161 StGB (Insidervergehen) der Fall ist.

2.10 Schlussbestimmungen

2.10.1 Ausführungsbestimmungen (Art. 43)

Der Bundesrat erlässt die Ausführungsbestimmungen zum BEHG.

2.10.2 Strafgesetzbuch (Art. 44); Kursmanipulation

2.10.2.1 Geschütztes Rechtsgut und Ziel der Strafnorm

Mit der Bestrafung der Kursmanipulation wird eine Lücke in der heutigen Strafrechtsordnung geschlossen. Artikel 148 StGB (Betrug) kommt bei Kursmanipulation aus mindestens zwei Gründen nicht zur Anwendung: Fehlen einer direkten Beziehung zwischen dem (Kurs-)Manipulator und seinen Opfern und fehlende Identität (Stoffgleichheit) zwischen dem Gewinn des einen und dem Verlust des andern.

In den meisten Staaten, welche Bestimmungen zur Strafbarkeit der Kursmanipulation einführen, ist der Schutz eines integren Börsenplatzes das zu verfolgende Ziel. Bei der Definition des geschützten Rechtsguts ist zu beachten, dass sich bei der Abgrenzung der zulässigen von der unzulässigen Kursbeeinflussung grosse Schwierigkeiten ergeben können. Diese Probleme führen dazu, dass nur solche Fälle von Kursmanipulation unter Strafe gestellt werden dürfen, die eindeutig strafwürdig sind und klar als solche definiert werden können. Als zu schützendes Rechtsgut steht nicht das Vermögen von Investoren, sondern deren Vertrauen in einen sauberen, unverfälschten und chancengleichen Kapitalmarkt im Vordergrund.

Bei der Ausarbeitung einer konkreten Strafnorm bietet die komplexe Wirklichkeit des Marktes allerdings einige Schwierigkeiten. Diese betreffen entweder die ökonomische Theorie der Bestimmbarkeit eines «richtigen» Börsenkurses oder die Abgrenzung zwischen zulässiger und unzulässiger Beeinflussung eines Kurses. Die Manipulation bezweckt die Veränderung eines Börsenkurses im Vergleich zu seinem «richtigen» Kurs. Voraussetzung für die Ahndung der Manipulation ist somit, dass überhaupt ein «richtiger» Kurs einer Effekte bestimmbar ist. Wirtschaftlich lässt sich der «richtige» Kurs einer Effekte definieren als derjenige Wert, welcher aus Käufen und Verkäufen «unschuldiger», gut gläubiger Marktteilnehmer resultiert. Der «richtige» Kurs als Resultat von Angebot und Nachfrage ist eine hypothetische Grösse.

Es muss vermieden werden, dass Transaktionen untersagt werden, welche für eine funktionierende Börse notwendig oder zumindest tolerierbar sind, die aber bei einer zu weiten Interpretation unter die Strafnorm fallen könnten. Kursstabilisierende Transaktionen und Kurspflege sollten z. B. von einer Anwendung der Strafnorm nicht betroffen werden. Die Beurteilung von Notwendigkeit und Zulässigkeit solcher Transaktionen ist jedoch sehr schwierig. Die Abgrenzung zwischen zulässiger und unzulässiger Beeinflussung des Kurses erfolgt schliesslich mit Hilfe der objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmale. Unter letztern wird dem Merkmal «unrechtmässiger Vermögensvorteil» ein wichtiger Stellenwert zukommen, da er verhindert, dass Operationen strafbar erklärt werden, welche in Übereinstimmung mit dem OR, dem BEHG oder auch mit den anerkannten Berufsregeln erfolgen.

2.10.2.2 Tatbestandsmerkmale

Die Kursmanipulation kann grundsätzlich auf zwei Arten erfolgen: entweder durch Handel (Kauf/Verkauf) am Markt oder durch die Verbreitung von irreführenden Informationen, welche dazu bestimmt bzw. geeignet sind, die Kurse zu beeinflussen. Bei der Kursmanipulation durch Handel am Markt ist nicht massgebend, ob die Käufe und Verkäufe von börsenkotierten Effekten im Sinne von Artikel 2 Buchstabe a BEHG an der Börse oder ausserbörslich abgewickelt werden, da auch ausserbörsliche Scheingeschäfte eine Reflexwirkung auf den Kursbildungsmechanismus im börslichen Handel haben können. Als irreführende Informationen sind unwahre und unvollständige Angaben zu verstehen, die nicht den gesamten, für den Empfänger relevanten Sachverhalt richtig wiedergeben. Damit wird klargestellt, dass das strafbare Verhalten auch im Verschweigen von Angaben bestehen kann, wenn damit die Auskunftspflicht verletzt wird. Im Zusammenhang mit Wertpapier-Transaktionen ist darunter insbesondere das Verschweigen wesentlicher kursrelevanter Tatsachen trotz gesetzlicher Offenlegungspflicht zu erwähnen.

Zwei Beispiele unzulässiger Geschäfte sind der «wash sale» (Serie von Geschäften, welche auf Handel mit Effekten schliessen lassen, ohne dass schliesslich der wirtschaftlich Berechtigte wechselt) und «matched orders» (Kaufaufträge, zeitgleich terminiert und kompensiert durch entsprechende Verkäufe eines Partners/Komplizen). Während der Begriff der Information keine besonderen Probleme bereitet, so kann dies für unrichtige Voraussagen und bewusstes Schweigen (Zurückhalten von Information) nicht ohne weiteres festgestellt werden. Die Rechtsprechung zu Artikel 148 StGB sollte grundsätzlich ohne allzu grosse Schwierigkeiten auf die neue Norm übertragen werden können. Einerseits wird eine Vorhersage nur den Täuschungstatbestand erfüllen, sofern ihr Urheber wegen besonderer Kenntnisse oder seiner Position als qualifiziert erscheint. Andererseits wird das reine Verschweigen (zu unterscheiden vom qualifizierten Schweigen, welches durch den Begriff «Täuschung» erfasst wird) nur ungesetzlich sein, sofern einer Person juristisch betrachtet eine spezielle Informationspflicht zukommt, sei dies aufgrund eines Gesetzauftrages, einer vertraglichen Verpflichtung oder unter besonderen Umständen wie «eine langandauernde vertragliche Beziehung, die ein erhöhtes Vertrauen verlangt».

Unrechtmässige Vermögensvorteile können auch durch Manipulation der Kurse von abgeleiteten Instrumenten erzielt werden. Deshalb sind die Bestimmungen über die Kursmanipulation auch auf den Handel mit Derivaten von kotierten Wertpapieren anwendbar.

Durch den Begriff «wissentlich» wird der Eventualvorsatz ausgeschlossen. Dies erlaubt zudem, auf die Strafverfolgung zu verzichten in Fällen, wie gewagten bzw. risikoreichen Börsentransaktionen oder Falschinformationen, deren Nebeneffekt, aber nicht beabsichtigter Hauptzweck sein kann, dass Kursänderungen der gehandelten oder betroffenen Effekte eintreten. Die Strafbarkeit wird zusätzlich eingegrenzt, indem eine Absicht des Urhebers vorausgesetzt wird, einen Börsenkurs künstlich zu beeinflussen und daraus für sich oder Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen.

2.10.3 Bankengesetz (Art. 45)

Der Bundesrat wählt eine aus sieben bis elf Mitgliedern bestehende «Eidgenössische Banken- und Börsenkommission» (EBBK) und bezeichnet den Präsidenten und den oder die Vizepräsidenten. Dieser Kommission ist die Aufsicht über das Bankwesen, die Anlagefonds und das Börsenwesen zur selbständigen Erledigung übertragen. Sie verfügt über ein ständiges Sekretariat (Abs. 1).

Die Organisation der EBBK, die in mehrere Kammern unterteilt werden kann, und ihre Geschäftsführung werden in einem vom Bundesrat zu genehmigenden Reglement festgelegt (Abs. 2).

Die Kosten der Aufsicht werden durch Gebühren gedeckt, welche die Börsen, Effektenhändler und Anbieter öffentlicher Kaufangebote zu entrichten haben. Die Einzelheiten werden vom Bundesrat geregelt. Mit dieser Lösung wird erreicht, dass die EBBK nicht nur Spruch-, sondern auch weitere Aufsichtsgebühren erheben kann. Diese Gebühren sollen – wie heute bei der Bankaufsicht – so festgesetzt werden, dass sie insgesamt die Kosten der Aufsichtsbehörde und ihres Sekretariates decken. Der Hinweis auf die Übernahme der Kosten durch den Bund wird damit hinfällig.

Wahlerfordernis für die Kommissionsmitglieder ist der Sachverstand in Bank- und Börsenangelegenheiten. Die Mitglieder dürfen jedoch weder Präsident, Vizepräsident, Delegierter oder Mitglied des Ausschusses des Verwaltungsrates noch Mitglied der Geschäftsleitung einer Bank, einer Fondsleitung eines Anlagefonds, einer Börse, eines Effektenhändlers oder einer anerkannten Revisionsstelle sein (Abs. 5). Es muss sichergestellt sein, dass sich für die Kommission Personen zur Verfügung stellen, die einerseits Fachleute sind, andererseits aber die Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde gewährleisten.

2.10.4 Organisation der Bundesrechtspflege (Art. 46)

Die Einsetzung einer speziellen Rekurskommission für öffentliche Kaufangebote gemäss Artikel 37 BEHG, die endgültig entscheidet, verlangt eine entsprechende Ergänzung von Artikel 100 des Bundesgesetzes über die Organisation der Bundesrechtspflege.

2.10.5 Kantonale Erlasse (Art. 47)

Die Aufhebung der kantonalen Bestimmungen erfolgt in Analogie zu den Fristen, die der Aufsichtsbehörde für ihre Bewilligungsentscheide für Börsen (Art. 48 BEHG) und Effektenhändler (Art. 49 BEHG) eingeräumt sind. Einzig diejenigen Bestimmungen, welche die Gründung neuer Börsen einschränken, werden mit dem Inkrafttreten des BEHG sofort aufgehoben (Abs. 1). Demnach werden die kantonalen Bestimmungen über die Börsen ein Jahr (Abs. 3), diejenigen über die Effektenhändler drei Jahre nach Inkraftsetzung des BEHG aufgehoben.

ben (Abs. 4). Um Doppelunterstellungen bzw. Kompetenzkonflikte zu vermeiden, sind die kantonalen Bestimmungen über den Effektenhandel nicht mehr anwendbar auf diejenigen Börsen und Effekthändler, welche die Bewilligung nach dem BEHG bereits erhalten haben (Abs. 2).

2.10.6 Übergangsbestimmungen für Börsen (Art. 48)

Bestehende Börsen haben sich innert dreier Monate nach Inkrafttreten des BEHG bei der Aufsichtsbehörde zu melden und ihre Reglemente einzureichen. Die Kürze dieser Frist ist gerechtfertigt, da es sich im wesentlichen um vier Börsen (Zürich, Genf, Basel, SOFFEX) handeln wird, welche mit den bereits gegebenen Strukturen in der Lage sein werden, die notwendigen Anpassungen fristgerecht vorzunehmen. Die Aufsichtsbehörde entscheidet über die Bewilligung grundsätzlich innert eines Jahres nach Inkrafttreten des BEHG, Ihr verbleiben ab Inkraftsetzung des BEHG somit zwischen neun bis zwölf Monate, um die Eingaben zu prüfen und zu entscheiden, ob eine Bewilligung erteilt werden kann.

2.10.7 Übergangsbestimmungen für Effekthändler (Art. 49)

Bestehende Effekthändler haben sich innert dreier Monate nach Inkrafttreten des BEHG bei der Aufsichtsbehörde zu melden. Ihnen wird eine Frist von zwei Jahren eingeräumt, den Anforderungen des BEHG zu genügen. Die Aufsichtsbehörde kann diese Frist zudem im Einzelfall verlängern oder verkürzen, was ihr den notwendigen Spielraum beim Vorliegen besonderer Verhältnisse gibt (Abs. 1).

Über die Bewilligung entscheidet sie grundsätzlich innert dreier Jahre nach Inkrafttreten des BEHG (Abs. 2). Diese Frist erlaubt ihr, die voraussehbare Vielzahl von Gesuchen termingerecht bewältigen zu können, und räumt den Gesuchstellern ausreichend Zeit für allfällige Modifikationen z. B. der internen Reglemente oder für die Einstellung von spezialisiertem Fachpersonal ein.

Unter Anerkennung der wohlerworbenen Rechte der Effekthändler, die am 31. Dezember 1992 ausländisch waren oder von ausländischen Personen beherrscht wurden, ist das Erfordernis der Reziprozität gemäss Artikel 35 BEHG nicht anwendbar («grand-fathering»).

2.10.8 Offenlegung bedeutender Beteiligungen an Gesellschaften mit kotierten Beteiligungspapieren (Art. 50)

Massgebliche Beteiligungen an einer kotierten Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz müssen innert dreier Jahre nach Inkraftsetzung des BEHG der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Effekten zum Handel zugelassen sind, gemeldet werden. Damit wird den Anlegern, die anonym bleiben wollen, ausreichend

Zeit eingeräumt, ihre Beteiligungen sukzessive und ohne Hektik abtossen zu können. Diese Bestimmung entspricht den Vorstellungen der EG. Mit deren Weglassung würden Bedeutung und Aussagekraft der Offenlegungspflicht gemäss Artikel 20 BEHG stark untergraben.

2.10.9 Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (Art. 51)

Wer im Zeitpunkt der Inkraftsetzung des BEHG mehr als 33 ⅓ Prozent, aber weniger als 50 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft kontrolliert, muss ein Angebot unterbreiten, wenn er danach Beteiligungspapiere erwirbt und damit den Grenzwert von 50 Prozent der Stimmrechte überschreitet. Damit wurde eine ausgewogene Lösung gefunden, die für die Betroffenen weder eine zu starke Beeinträchtigung noch eine Übervorteilung mit sich bringt. Jeden Aktionär oder jede Aktionärsgruppe mit mehr als 33 ⅓ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft zu verpflichten, für sämtliche Titel dieser Gesellschaft ein Angebot zu unterbreiten, würde über das angestrebte Ziel hinausschiessen. Ebenso unbillig wäre es, denjenigen, die bei Inkraftsetzung des BEHG mehr als 33 ⅓ Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft halten, zu erlauben, ihre Beteiligung zu erhöhen, ohne je gezwungen zu sein, ein Angebot zu unterbreiten.

2.10.10 Referendum und Inkrafttreten (Art. 52)

Das BEHG untersteht dem fakultativen Referendum. Der Bundesrat bestimmt das Inkrafttreten.

3 Finanzielle und personelle Auswirkungen

31 Finanzielle Auswirkungen

Das BEHG hat ausser dem zusätzlichen Personalaufwand für die sieben bis elf Mitglieder der EBBK sowie die bis zu zehn zusätzlichen Mitarbeiter des Sekretariates keine finanziellen Auswirkungen für den Bund und die Kantone. Die Kosten der Aufsicht werden durch Gebühren, die von den beaufsichtigten Börsen- und Effektenhändlern sowie den Anbietern bei öffentlichen Kaufangeboten erhoben werden, gedeckt.

32 Personelle Auswirkungen

Die EBBK wird von bisher sieben bis neun nebenamtlichen Mitgliedern auf sieben bis elf Mitglieder umgestellt. Entsprechend der Erweiterung der Aufgabe der Kommission auf die Beaufsichtigung auch der Effektenhändler sowie der anspruchsvollen Aufgabe der Aufsicht über die Börsen, Beteiligungen und öffentlichen Kaufangebote, ist eine entsprechende Aufstockung beim Sekretariat der EBBK um ungefähr zehn zusätzliche Stellen vorzusehen. Im heutigen Zeitpunkt

ist es jedoch noch sehr schwierig, den Personalbedarf abzuschätzen, so dass eine Anpassung nach den ersten Erfahrungen notwendig sein dürfte.

Dem Eidgenössischen Finanzdepartement ist für eine effiziente Zusammenarbeit mit der EBBK und zur notwendigen Pflege der internationalen Kontakte mit ausländischen Behörden eine zusätzliche Stelle in der Eidgenössischen Finanzverwaltung zu bewilligen.

33 Andere Auswirkungen

Die Vorlage hat Auswirkungen auf den Finanz- und speziell auf den Börsenplatz Schweiz. Durch die Ablösung der bisherigen kantonalen Regelungen durch eine einheitliche Bundesnorm wird die Transparenz über die Wertpapier-Transaktionen erhöht. Damit wird grundsätzlich die internationale Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz verbessert. Es ist nicht zu verkennen, dass der schweizerische Finanzplatz im Wettbewerb mit ausländischen Märkten steht, die dem inländischen Marktteilnehmer mittels moderner Kommunikationstechniken leicht zugänglich sind. Zwar lässt sich das Ziel der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Effektenbörsen mit einem gewerbepolizeilichen Gesetz nicht direkt verfolgen. Mit einer klaren Regelung und einer effizienten Aufsicht, wie sie zur Erfüllung internationaler Standards nötig sind, wird jedoch indirekt die Wettbewerbsfähigkeit positiv beeinflusst.

Dank einer modernen und wirksamen Gesetzgebung vermag der schweizerische Wertpapiermarkt die ihm zukommende Aufgabe, die verfügbaren Ressourcen effizient den Kapitalnachfragern zuzuteilen, besser zu erfüllen. Durch eine verstärkte Transparenz wird die Effizienz der Preisbildung an den Effektenmärkten erhöht. Die Unternehmen profitieren bei der Existenz eines effizienten Börsenplatzes von der Möglichkeit der attraktiven Eigenkapitalfinanzierung in der Schweiz. Zudem können bei einer zu erwartenden Erhöhung der Liquidität zufällige Preisausschläge gedämpft oder vermieden werden, indem auch die Absorptionsfähigkeit grosser Aufträge verbessert wird.

Der Anleger wird durch transparentere Transaktionen und die dadurch ermöglichte Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung besser vor unlauteren Geschäftspraktiken geschützt als bisher. Zudem trägt das BEHG mit der Erhöhung der Transparenz zur Bekämpfung von Insidervergehen, Marktmanipulationen und Geldwäscherei bei.

4 Legislaturplanung

Die Vorlage ist im Bericht über die Legislaturplanung 1991–1995 angekündigt (BBl 1992 III 1)

5 Verhältnis zum internationalen Recht

Bereits in den dreissiger Jahren wurde insbesondere in den USA eine moderne Gesetzgebung über die Börsen und den Effektenhandel entwickelt. In den achtzi-

ger Jahren hat die Mehrheit der Länder mit einem Börsenplatz von internationaler Bedeutung ihre Gesetzgebung über die Börsen und die Finanzdienstleistungen den veränderten Bedingungen angepasst und modernisiert. Im Folgenden wird der Inhalt der wichtigsten Gesetzgebungen kurz erläutert.

5.1 Europäische Gemeinschaften

Die Bestrebungen der EG zur Vereinheitlichung der die Börsen und den Effektenhandel regelnden Gesetzgebung wurden erst in den letzten Jahren konkretisiert. Gegenwärtig sind Richtlinien auf folgenden Gebieten in Kraft: Börsenkotierung von Wertpapieren, Prospekt für die Börsenzulassung von Wertpapieren, Prospekt für öffentliche Erstemissionen, Pflicht für börsenkotierte Gesellschaften, Halbjahresberichte zu veröffentlichen, Pflicht zur Offenlegung bedeutender Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften und Insidergeschäfte. Zu erwähnen sind zudem die Richtlinienvorschläge zu den öffentlichen Übernahmenangeboten (Takeover-Richtlinie), Wertpapierdienstleistungen (Investment-Richtlinie) und zur angemessenen Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Kapitaladäquanz-Richtlinie). Zum jetzigen Zeitpunkt sind Regeln, welche die Börsen selbst betreffen, weder Gegenstand einer Richtlinie noch eines Textvorschlages.

5.11 Börsenkotierung

Die Richtlinie 79/279/EWG (mit Änderung 88/627) setzt in ausführlicher Weise die Mindestbedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung fest. Sie enthält Vorschriften zu den Massnahmen und Befugnissen der zuständigen Aufsichtsbehörden, zum Mindestumfang der kotierten Titel und zu den Publizitätspflichten der Emittenten.

5.12 Prospekt für Wertpapieremissionen

Die Richtlinie 80/390/EWG (mit Änderungen 87/345, 90/211 und Änderungsvorschlag KOM [92] 566) regelt die Kontrolle und die Verbreitung der Prospekte bei Emissionen börsenkotierter Gesellschaften. Die Richtlinie 89/298/EWG regelt die Information der Anleger im Falle börslicher oder ausserbörslicher Erstemission. Die Richtlinien enthalten Publizitätspflichten über die Merkmale der angebotenen Wertpapiere, die Finanzlage der Emittenten sowie über vergangene und zukünftige Geschäftstätigkeiten. Diese Richtlinien sehen ausdrücklich die Möglichkeit von Abkommen mit Drittstaaten zur gegenseitigen Anerkennung der Prospekte vor.

5.13 Halbjahresberichte der kotierten Gesellschaften

Die Richtlinie 82/121/EWG schreibt den börsenkotierten Gesellschaften die regelmässige Veröffentlichung von Halbjahresberichten vor, um den Anlegern die Beurteilung der Finanzlage und der allgemeinen Entwicklung der Geschäftstätigkeit zu ermöglichen.

5.14 Publizität bei Erwerb und Veräußerung von bedeutenden Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften

Die Richtlinie 88/627/EWG stellt Informationspflichten sowohl der Aktionäre als auch der Gesellschaft auf für den Fall der Überschreitung verschiedener Beteiligungs-Schwellenwerte zwischen 10 und 75 Prozent.

5.15 Insidergeschäfte

Die Richtlinie 89/592/EWG schreibt den Mitgliedstaaten den Erlass von abschreckenden Sanktionen gegen den Missbrauch von kursrelevantem Insiderwissen vor. Materiell genügt Artikel 161 des schweizerischen Strafgesetzbuches den Anforderungen der Richtlinie. Die Richtlinie sieht auch eine Pflicht der Mitgliedstaaten vor, eine oder mehrere Verwaltungsbehörden zu bezeichnen, die für die Zusammenarbeit mit den Behörden der anderen Länder zuständig ist. Um ihre Aufgabe erfüllen zu können, müssen die Aufsichtsbehörden mit den notwendigen Kompetenzen und Kontroll- sowie Untersuchungsbefugnissen ausgestattet werden. Gegebenenfalls ist die Zusammenarbeit mit anderen Behörden vorzusehen.

Die in den Abschnitten 511–515 erwähnten Richtlinien sind in das EWR-Abkommen integriert worden. Volk und Stände haben das Abkommen am 6. Dezember 1992 jedoch abgelehnt, so dass die Richtlinien auf die Schweiz keine Anwendung finden.

5.16 Richtlinien-Vorschläge

Gegenwärtig bestehen drei Richtlinienvorschläge betreffend die öffentlichen Kaufangebote, Wertpapierdienstleistungen und die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, deren EG-interne Behandlung bereits weit fortgeschritten ist. Beim geänderten Vorschlag für eine Richtlinie über die öffentlichen Kaufangebote sind insbesondere die Pflichten der Zielgesellschaft und die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes noch Gegenstand von Kontroversen. Die Liberalisierung der Wertpapierdienstleistungen in der EG soll durch die Investment-Richtlinie und Kapitaladäquanz-Richtlinie verwirklicht werden. Die beiden Richtlinien werden vom EG-Rat voraussichtlich noch im ersten Quartal 1993 verabschiedet. Die aus schweizerischer Perspektive wichtige, insbesondere von Deutschland angestrebte Gleichbehandlung von Universalbanken und Wertschriftenhäusern ist nach zähen Verhandlungen erreicht worden. Die Investment-Richtlinie gewährleistet – in den südlichen EG-Ländern nach einer Übergangsfrist – auch für Universalbanken die Zulassung zur Börse, während die Kapitaladäquanz-Richtlinie gleichwertige Mindestkapitalnormen für Risiken aus dem Wertpapierhandelsbestand (Trading Book) von Universalbanken und Wertpapierfirmen festlegt.

5.2 Deutschland

Die heute in Deutschland gültige Regelung basiert auf einem Gesetz aus dem Jahre 1908, das verschiedentlich revidiert wurde, und auf einer Verordnung über die Kotierungsbedingungen. Die Marktaufsicht ist unter Amtsstellen des Bundes, der Länder und Organen der Selbstregulierung der acht Wertpapierbörsen sowie der Terminbörse in Frankfurt aufgeteilt. Die Organisation der Börsen wird durch Selbstregulierung unter der Aufsicht des betreffenden Landes, welches einen Börsenkommissar bestimmt, verwaltet.

In Deutschland wird gegenwärtig eine grundlegende Reform des Börsen-Aufsichtssystems vorbereitet, um insbesondere die EG-Richtlinien auf dem Gebiet der Insidergeschäfte und der Pflicht zur Offenlegung bedeutender Beteiligungen umzusetzen. Der deutsche Finanzminister schlägt die Einsetzung einer neuen Bundes-Aufsichtsbehörde über die Wertpapiermärkte vor.

5.3 USA

Der amerikanische Wertpapiermarkt wird durch verschiedene Gesetze geregelt, insbesondere durch die «Securities Act» von 1933. Dieses Gesetz ist auf zwei Hauptziele ausgerichtet: Sicherstellung einer ausreichenden Information des Anlegers über die öffentlich angebotenen Produkte und Bekämpfung von Täuschung, Irreführung und Betrug. Die «Securities Exchange Act» von 1934 will einen gerechten und korrekten Markt sicherstellen, indem Regeln über die Marktgeschäfte und die Marktteilnehmer aufgestellt und gewisse Aktivitäten verboten werden. Ausgehend von diesen zwei Gesetzen wurden verschiedene weitere Erlasse geschaffen, so z. B. der «Company Act», der «Investment Company Act» und der «Investment Advisers Act», alle von 1940. Die Terminmärkte werden durch spezielle Bestimmungen geregelt, die mit dem «Commodity Exchange Act» von 1922 und einer Reihe weiterer Gesetze in Kraft gesetzt wurden. Die Kompetenzen der Staaten sind eng begrenzt.

Die «Securities and Exchange Commission» (SEC) und die «Commodity Futures Trading Commission» (CFTC) sind die Bundes-Aufsichtsbehörden, die mit der Umsetzung des Gesetzes betraut sind. Letztere beschäftigt sich mit den Terminmärkten, während erstere alle anderen, dem Bundesgesetz unterstehenden Märkte beaufsichtigt. Bei Unregelmäßigkeiten können die SEC und die CFTC verwaltungsrechtliche Untersuchungen durchführen und Sanktionen ergreifen, bevor die Fälle an die Strafbehörden weitergeleitet werden müssen.

5.4 Frankreich

Eine mehrere Male abgeänderte Verordnung aus dem Jahre 1967 liefert die Grundlage der Börsenaufsicht in Frankreich. Ziel ist es, die Information der Anleger und das gute Funktionieren der Märkte sicherzustellen. Mit der Verordnung von 1967 wurde die «Commission des opérations de bourse» (COB) geschaffen und mit Regulierungskompetenzen versehen. Diese betreffen insbesondere den Funktionsschutz, die Verhaltensregeln, die Kontrolle der Informationsdokumen-

te für die Anleger, Untersuchungs-, Disziplinar- und Sanktionsbefugnisse. Zudem kann die COB bei den Justizbehörden intervenieren. Der Erlass sieht auch Berufsorgane vor, welche die Organisation des Marktes regeln. Die Reglemente dieser Organe müssen der COB zur Genehmigung unterbreitet werden.

5.5 Vereinigtes Königreich

Der «Financial Services Act» (FSA) von 1986 hat verschiedene Regeln über die Börsen und den Effektenhandel geschaffen. Der FSA wurde als Rahmen für den Anlegerschutz konzipiert und überträgt der zuständigen Behörde, dem H.M. Treasury eine breite Palette von Regulierungskompetenzen und Sanktionsmöglichkeiten. Der grösste Teil der Kompetenzen wurde vom H.M. Treasury an das «Securities and Investments Board» (SIB) delegiert. Das SIB ist eine private Institution, die u. a. mit der Bewilligungserteilung beauftragt wurde.

Die Selbstregulierung spielt bei der Aufsicht und beim Erlass von Reglementen eine wichtige Rolle. Von Berufsorganisationen im Rahmen des «take over panel» erlassene und durchgesetzte Normen regeln die öffentlichen Kaufangebote. Auch der Schutz der Anleger wird durch ein Selbstregulierungsorgan («The Securities and Futures Authority, SFA») gewährleistet. Dieses beachtet unterschiedliche Schutzkriterien, je nachdem ob es sich um professionelle Kunden handelt oder nicht.

Bei Unregelmässigkeiten führen normalerweise das H.M. Treasury oder das SIB die Untersuchungen durch. Bei komplizierten Fällen, welche eine grosse Anzahl von Personen betreffen, oder bei sehr grossem Schaden kann eine spezialisierte Behörde, das «Serious Fraud Office» (SFO) beigezogen werden.

5.6 Italien

Italien hat kürzlich verschiedene Gesetze erlassen, welche die Börse und die Händler umfassend regeln. Ein bedeutendes Gesetz von 1991 (Gesetz Nr. 1) über die Effektenhändler beinhaltet insbesondere Regeln über deren Zulassung, das Verhalten sowie Sicherheitsnormen. Ein weiteres Gesetz von 1992 über die öffentlichen Kaufangebote (Gesetz Nr. 149) sieht insbesondere eine Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes vor, sobald eine rechtliche oder faktische Kontrolle einer Unternehmung erreicht wird. Die Offenlegung bedeutender Beteiligungen ist in einem Dekret von 1992 geregelt. Im Jahre 1991 wurde ein Gesetz über Insidergeschäfte erlassen (Gesetz Nr. 157). Die Marktaufsicht wurde der CONSOB übertragen, der fünf vollamtliche Mitglieder angehören.

5.7 Japan

Das japanische Gesetz über die Börsen und den Effektenhandel von 1948 wurde verschiedentlich revidiert. Die Anwendung des Gesetzes obliegt dem Wertpapier-Büro im Finanzministerium. Dieses überwacht den Markt und erteilt den Börsen und den Effektenhändlern die Betriebsbewilligung. Deren Reglemente

dürfen ohne Zustimmung des Büros nicht geändert werden. 1990 wurde die Pflicht zur Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen mit einer Schwelle von 5 Prozent eingeführt. Unter den vorgesehenen Reformen ist die Ausdehnung der Bestimmungen über die Betrugsbekämpfung, insbesondere die Insiderregelung, auf den ausserbörslichen Handel hervorzuheben.

5.8 EFTA und Abkommen über einen Europäischen Wirtschaftsraum

Die EFTA-Staaten, die EG und ihre Mitgliedstaaten haben das Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) am 2. Mai 1992 in Porto unterzeichnet. Das Abkommen wird in der Botschaft vom 18. Mai 1992 (BBl 1992 IV, 1) zur Genehmigung des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum erläutert.

In das Abkommen ist auch der gesamte Rechtsbestand («acquis communautaire») der EG im Bereich der Börsen integriert worden; siehe die Abschnitte 511–515.

Das Abkommen wurde von Volk und Ständen am 6. Dezember 1992 jedoch abgelehnt. Der vorliegende Gesetzesentwurf ist dennoch mit den relevanten Richtlinien und aus heutiger Sicht im Prinzip auch mit den unter Punkt 516 genannten Richtlinien-Vorschlägen kompatibel.

5.9 Europarat

Im Rahmen des Europarates bestehen keine obligatorischen rechtlichen Vorschriften, die beim vorliegenden Gesetzesentwurf in Betracht gezogen werden müssten. Der Europarat hat zwar im Jahre 1988 eine Empfehlung betreffend der Insidergeschäfte angenommen. Diese wurde bereits bei der Schaffung des Artikels 161 des Strafgesetzbuches berücksichtigt.

5.10 OECD und GATT

Die OECD-Staaten haben am 12. Dezember 1961 die rechtlich verbindlichen Kodizes über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der unsichtbaren Transaktionen angenommen. Nach der neuesten Revision sind diese Kodizes für den gesamten Börsenbereich direkt relevant. Das Nichtdiskriminierungsprinzip gilt insbesondere für die Börsenmitgliedschaft und die Zulassung als Effektenhändler wie auch für die Börsenkotierung von Wertschriften. Das Gebot, alle OECD-Länder gleich zu behandeln, steht der Anwendung von Reziprozitätsmassnahmen grundsätzlich entgegen.

Das am 30. Oktober 1947 abgeschlossene generelle Abkommen über Zölle und Handel (GATT), welchem die Schweiz im Jahre 1966 beigetreten ist, soll im Rahmen der laufenden Uruguay-Runde mit einem neuen generellen Abkommen über den internationalen Dienstleistungshandel (GATS) ergänzt werden, mit dem Ziel, den grundlegenden GATT-Prinzipien (Inländerbehandlung, freier

Marktzugang, Meistbegünstigung) auch in diesem Sektor Geltung zu verschaffen. Die Frage der Kompatibilität von Reziprozitätsregeln mit dem GATS kann erst bei Vorliegen des endgültigen Textes beantwortet werden.

6 Verfassungsmässigkeit und Kompetenzdelegationen

61 Verfassungsmässigkeit

Das BEHG stützt sich auf die Artikel 31^{bis}, 31^{quater}, 64 und 64^{bis} der Bundesverfassung (BV).

Gestützt auf Artikel 31^{bis} Absatz 2 BV kann der Bund gewerbepolizeiliche Vorschriften erlassen: Einschränkungen der Handels- und Gewerbefreiheit, die sich auf eine formellgesetzliche Grundlage stützen, sind soweit erlaubt, als sie dem Schutz der Polizeigüter (z. B. Vermögen) dienen sowie die Grundsätze der Verhältnismässigkeit und der Gleichbehandlung einhalten. Der Bund hat sich darüber hinaus beim Erlass solcher Vorschriften die Wahrung der allgemeinen Interessen der schweizerischen Gesamtwirtschaft vor Augen zu halten. Wo es zur Erreichung des gesetzgeberischen Zwecks nötig ist, ist auch die Einführung einer staatlichen Aufsicht zulässig. Gewerbe im Sinne der zitierten Bestimmung der Bundesverfassung ist jede auf Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit. Börsen und Effektenhändler sowie Personen, die öffentliche Kaufangebote unterbreiten, verfolgen mit ihrer Tätigkeit Erwerbszwecke.

Als verfassungsmässige Basis zur Regelung der öffentlichen Kaufangebote dient zudem die Kompetenz des Bundes zum Erlass privatrechtlicher Vorschriften (Art. 64 BV).

Artikel 31^{quater} BV enthält die generelle Kompetenz des Bundes, Bestimmungen über das Bankwesen aufzustellen. Die Börsen können ohne Zweifel im weitesten Sinn als Teil des «Bankwesens» verstanden werden, weshalb sich die Nennung von Artikel 31^{quater} BV im Ingress rechtfertigt.

Für die Strafbestimmungen bildet Artikel 64^{bis} BV die Verfassungsgrundlage.

62 Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen

Der Entwurf enthält folgende Delegationen von Rechtsetzungsbefugnissen an den Bundesrat und die Eidgenössische Banken- und Börsenkommission:

Artikel 3 Absatz 3 (Mindestanforderungen für Betriebsbewilligung)

Das als Rahmenordnung konzipierte BEHG eignet sich nicht zur Regelung aller Details für die Erteilung einer Bewilligung zum Betrieb einer Börse. Dies würde den Rahmen des Gesetzes sprengen.

Artikel 3 Absatz 4 (Betriebsbewilligung für ausländische Börsen)

Bei der Erteilung einer Betriebsbewilligung an ausländische Börsen werden sich Bundesrat und Aufsichtsbehörde insbesondere davon leiten lassen, ob die Börse im Herkunftsland angemessen überwacht wird. Die Möglichkeit, den Betrieb solcher Börsen unter Beachtung gewisser Mindestvoraussetzungen zu regeln, ist aus

Gründen der Wettbewerbsneutralität sehr wichtig. Andernfalls könnte eine Selbstdiskriminierung des schweizerischen Finanzplatzes resultieren. Die liberale und flexible Anwendung des Grundsatzes der Reziprozität verlangt eine Regelung der Bewilligungsvoraussetzung auf Verordnungsstufe. Nur so kann flexibel auf internationale Entwicklungen und sich daraus ergebende Bedürfnisse des Finanzplatzes Schweiz reagiert werden.

Artikel 3 Absatz 5 (Börsenähnliche Einrichtungen)

Falls der Gesetzeszweck es verlangt, sollen börsenähnliche Einrichtungen dem BEHG unterstellt werden können. Darunter sind Systeme zu verstehen, die bloss der Offertstellung ohne Vertragsabschluss dienen oder Informationssysteme, über welche Angebote gemacht werden. Da die technische Entwicklung auf dem Gebiet der Börsen heute kaum absehbar ist, muss die Kompetenz zur vollständigen oder teilweisen Unterstellung börsenähnlicher Einrichtungen dem Bundesrat übertragen werden. Nur so kann die notwendige Flexibilität zur Reaktion auf neuere Entwicklungen gewahrt werden.

Artikel 7 Absatz 4 und Artikel 8 Absatz 5 (Mindestanforderungen für das Börsenreglement)

Die von den Börsen zu erlassenden Reglemente über die Zulassung, die Pflichten und den Ausschluss ihrer Mitglieder einerseits sowie über die Zulassung von Effekten zum Handel und über dessen Sistierung andererseits haben den Grundsatz der Gleichbehandlung zu beachten. Was Gleichbehandlung im Einzelfall bedeutet, wird sich in der Praxis bei der Anwendung des Reglementes zeigen. Dementsprechend müssen die Mindestanforderungen unter Umständen relativ rasch an die in der Praxis gemachten Erfahrungen angepasst werden können. Deshalb ist es folgerichtig, dass diese Mindestvoraussetzungen auf Verordnungsstufe geregelt werden. Damit kann der Bundesrat allfällig nötige Anpassungen und Ergänzungen innert nützlicher Frist vornehmen. Zudem würde eine Aufnahme der Mindestvoraussetzungen in das BEHG dem Konzept als Rahmenordnung widersprechen.

Artikel 10 Absatz 4 (ausländische Effektenhändler)

Die Zulassung ausländischer Effektenhändler (Gegenrechtsvorbehalt) wird grundsätzlich in Artikel 35 BEHG geregelt. Bei der Erteilung einer Bewilligung an ausländische Effektenhändler zur Geschäftstätigkeit im Inland wird insbesondere zu prüfen sein, ob dieser im Herkunftsland angemessen überwacht wird. Die Verordnung wird Bestimmungen über die Bewilligungsvoraussetzungen, einschliesslich der Erfordernisse betreffend Eigenmittel, festlegen. Die Regelung dieser Details muss flexibel den sich ändernden Bedingungen angepasst werden können. Eine Regelung im BEHG würde dem entgegen stehen.

Artikel 10 Absatz 3, Artikel 12 und Artikel 13 (Mindestkapital, eigene Mittel und Risikoverteilung)

Die Festlegung des Mindestkapitals und der eigenen Mittel der Effektenhändler dient zur Sicherung von deren Verbindlichkeiten und erfolgt in nominellen Grössen. Dieser Wert muss der Entwicklung des Effektenhandels und der Teuerung

angepasst werden können. Um eine angemessene Risikoverteilung zu erreichen, legt der Bundesrat die Grenzen der zulässigen Risiken oder die zu deren Abdeckung allenfalls notwendigen Eigenmittelschläge fest. Die Eigenmittelvorschriften müssen internationalen Standards, wie sie von internationalen Organisationen festgelegt werden, entsprechen. Es wird insbesondere darum gehen, die schweizerischen Unterlegungssätze an die Risikogewichtung des Basler Eigenkapital-Modells und der EG-Richtlinien systematisch anzupassen. Bei der Entscheidung, inwieweit diese Bestimmungen auch auf Banken anwendbar sind, dürfte nicht das Erfordernis zusätzlicher Eigenmittel, sondern deren allfällige Umstrukturierung im Vordergrund stehen. Diese Materie ist höchst komplex und technisch, weshalb die Details vernünftigerweise wie im Bankaufsichtsrecht in der Verordnung zu regeln sind.

Artikel 15 Absatz 3 und 4 (Journalführungs- und Meldepflichten)

Die Verordnung regelt Inhalt, Form und Adressat der von den Effektenhändlern zu erstattenden Meldungen. Erst die Erfahrung in der Praxis wird zeigen, welche Informationen für die Transparenz des Effektenmarktes unabdingbar sind. Als Adressaten können Börsen oder Börsenvereinigungen in Frage kommen. Angesichts der rasanten Entwicklung in der Technologie der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen müssen die Mitteilungspflichten der Effektenhändler rasch angepasst werden können.

Für die Transparenz der Effektenmärkte und den Funktionsschutz ist es sehr wichtig, dass auch Personen und Gesellschaften den Meldepflichten unterstellt werden können, die Effekten zwar gewerbsmässig, aber ohne Beizug eines Effektenhändlers kaufen oder verkaufen. Darunter dürften insbesondere bedeutende Handels- und Industriefirmen oder im Finanzbereich tätige Gesellschaften fallen, die untereinander direkt Effekten handeln. Für die Unterstellung wird entscheidend sein, welche Bedeutung diesem direkten Handel im Gesamtmarkt aus Gründen des Funktions- und Anlegerschutzes zukommt.

Artikel 16 Absatz 2 und 3 (Rechnungslegung)

Vorschriften über Rechnungslegung und Publikation sind aus Gründen der Transparenz und des Anlegerschutzes auch für Effektenhändler gerechtfertigt. Die Jahresrechnung hat sich grundsätzlich nach den Vorschriften des Aktienrechts zu richten. Um der besonderen Situation einzelner Effektenhändler Rechnung zu tragen, kann der Bundesrat in der Verordnung Abweichungen vorsehen.

In der Verordnung kann der Bundesrat auch detaillierte Gliederungsvorschriften festlegen, zusätzliche Angaben im Anhang, die Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenergebnissen und -bilanzen sowie eine Pflicht zur Erstellung einer Konzernrechnung vorsehen. Zudem kann er bestimmen, wieweit diese Vorschriften auf Banken Anwendung finden. Die Regelung dieser Details gehört in die Verordnung und nicht in das als Rahmenordnung konzipierte BEHG.

Artikel 18 Absatz 1 (Anerkennung von Revisionsstellen)

Die Prüfung der Tätigkeit einer voraussichtlich grossen Zahl von Effektenhändlern sollte lediglich von sehr gut qualifizierten Revisionsstellen vorgenommen werden. Die Detailregelung muss aufgrund der Erfahrungen rasch angepasst wer-

den können und erfolgt deshalb auf Verordnungsstufe. In der Verordnung werden strenge Anerkennungs Voraussetzungen festgelegt.

Artikel 19 Absatz 3 (Revisionsbericht)

Die Festlegung der Details des Prüfungsgegenstandes und des Inhaltes des Berichtes der Revisionsstellen würde den Rahmen des BEHG sprengen. Da für die Überwachung der Effektenhändler die Aufsichtsbehörde zuständig ist, obliegt es ihr, die entsprechenden Details der Revision festzulegen. Diese müssen je nach den gemachten Erfahrungen relativ rasch angepasst werden können.

Artikel 20 Absatz 5 (Offenlegung von Beteiligungen)

Mit der Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen sind verschiedene technische Fragen wie die Berechnung der Stimmrechte, die Festlegung der Fristen oder die Form der Veröffentlichung verbunden. Zudem kann die Verordnung festhalten, dass die Gesellschaften eine Beteiligungsliste führen und diese jederzeit jedem Interessenten zustellen. Bei der Verordnung kann sich der Bundesrat nach den internationalen Regelungen ausrichten. Dies erfordert jedoch eine gewisse Flexibilität, die nur auf Verordnungsstufe gegeben ist.

Artikel 26 (Zusätzliche Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote)

Bei den öffentlichen Kaufangeboten fehlen Erfahrungen weitgehend. Zudem weist dieser Regelungsbereich international eine beträchtliche Dynamik auf. Eine ausführliche Regelung der öffentlichen Kaufangebote auf Gesetzesstufe müsste ständig den neuen Erfahrungen und internationalen Entwicklungen angepasst werden. Deshalb wird auch hier am Konzept der Rahmenordnung festgehalten. Im BEHG selbst werden nur die Grundsätze festgelegt, während die Details auf Verordnungsstufe zu regeln sind. Dazu zählen:

- Bestimmungen über eine Voranmeldung, die erfolgen kann, um allfälligen Marktstörungen im Vorfeld einer Veröffentlichung eines Kaufangebotes vorzubeugen;
- Details über Inhalt und Veröffentlichung des Angebotsprospektes sowie Bedingungen, denen ein Angebot unterworfen werden kann. Der Angebotsprospekt soll insbesondere Auskunft geben über die Identität des Anbieters und der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, die betroffenen Beteiligungspapiere, den angebotenen Preis, die Dauer und allfällige Bedingungen des Angebots, die bereits vom Anbieter gehaltenen Beteiligungspapiere usw.;
- Regeln der Lauterkeit, insbesondere das Prinzip, alle Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich zu behandeln;
- Prüfung des Angebotes durch eine Revisionsstelle;
- Dauer des Angebotes und seiner Verlängerung sowie Regeln, die bei einer Änderung des Angebotes zu beachten sind. Die Lauterkeitsregeln verlangen, dass ein Angebot nur in Ausnahmefällen zurückgenommen werden kann. Ein solcher Fall läge insbesondere vor, wenn die Zielgesellschaft sich gegen eine Übernahme wehrt oder wenn ein Gegenangebot unterbreitet wird.
- Detailregelung des Handelns in gemeinsamer Absprache mit Dritten.

Artikel 27 Absatz 3 (Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft und Abwehrmassnahmen)

Die Vorschriften über den Inhalt des Berichtes des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft sowie über die Massnahmen, die darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern, müssen flexibel an die gemachten Erfahrungen angepasst werden können. Die Detailregelung erfolgt deshalb auf Verordnungsstufe. Darin wird festzulegen sein, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ohne Angabe von Gründen empfehlen kann, das Angebot abzulehnen, oder ob er diese Stellungnahme zu begründen hat. Der Bericht muss rechtzeitig vor Ablauf der Angebotsfrist vorliegen, damit die Aktionäre sich in Kenntnis davon entscheiden können.

Artikel 28 Absatz 2 (Konkurrierende Angebote)

Auch die Bestimmungen über konkurrierende Angebote müssen aufgrund der Entwicklungen und zukünftigen Erfahrungen zeitgerecht angepasst werden können. Die Verordnung konkretisiert die für konkurrierende Angebote geltenden Regeln und deren Auswirkungen auf das erste Angebot. Die Verordnung regelt auch, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein Angebot gegenüber einem anderen bevorzugen kann. Zudem kann die Verordnung vorsehen, dass die Dauer des allenfalls aufrechterhaltenen Erstangebots verlängert wird.

Artikel 29 Absatz 3 und 5 (Meldepflicht)

Um die notwendige Transparenz während eines öffentlichen Kaufangebotes zu gewährleisten, kann der Bundesrat auch Personen der Meldepflicht unterwerfen, die einen gewissen Prozentsatz von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft kaufen oder verkaufen. Im EG-Richtlinienentwurf wird diese Grenze bei 0,5 Prozent der Stimmrechte festgelegt. Diese Regelung sollte innert nützlicher Frist den Erfahrungen und den internationalen Standards angepasst werden können, weshalb sie nicht auf Gesetzesstufe verankert wird. Die Verordnung legt auch im Detail fest, wie der Grenzwert zu berechnen ist und in welcher Form und in welcher Frist die Meldung zu erstatten ist.

Artikel 30 Absatz 2 und 5 (Angebotspflicht und Preisfestsetzung)

Da mit der Gesetzgebung über öffentliche Kaufangebote Neuland betreten wird, drängt sich eine Regelung der Details in der Verordnung auf. Diese kann bei Bedarf rasch angepasst werden. Um den Anliegen insbesondere der Familiengesellschaften Rechnung zu tragen, kann die Aufsichtsbehörde Verschiebungen von Beteiligungen innerhalb einer dauerhaft zusammengeschlossenen Gruppe von der Angebotspflicht ausnehmen. Die Kompetenzdelegation an die Aufsichtsbehörde ist gerechtfertigt, da sie für die Überwachung der Meldepflicht über die Beteiligungsverhältnisse und die öffentlichen Kaufangebote zuständig ist.

Im Fall von Beteiligungsübertragungen innerhalb einer Gruppe muss unter Umständen rasch entschieden werden.

Die Festlegung des Preises bedarf einer flexiblen Regelung auf Verordnungsstufe. Die Verordnung regelt zum Beispiel die Einzelheiten der Preisberechnung, wenn der für den Erwerb der beherrschenden Beteiligung bezahlte Preis noch an-

dere Elemente als den Preis der abgegebenen Beteiligungspapiere enthält (u. a. Garantiezusagen, Übernahme anderer Aktien durch den Veräusserer). Wenn die Gesellschaft verschiedene Arten von Beteiligungspapieren ausgegeben hat, so ist eine genaue Regelung in bezug auf den Angebotspreis nicht möglich. Das Gesetz bestimmt lediglich, dass der Angebotspreis in einem angemessenen Verhältnis zu dem für den Erwerb der beherrschenden Beteiligung bezahlten Preis stehen muss. Dieses «angemessene Verhältnis» wird in der Verordnung näher umschrieben und von der Aufsichtsbehörde in jedem konkreten Fall überprüft.

Artikel 36 Absatz 6 (Regelung der internationalen Zusammenarbeit in Staatsverträgen)

Angesichts der Tatsache, dass die Schranken zwischen den nationalen Finanzmärkten immer mehr schwinden und die Wertschriftenhäuser immer mehr grenzüberschreitend tätig sind, muss auch die internationale Zusammenarbeit unter den Aufsichtsbehörden verstärkt werden. Zu diesem Zweck soll der Bundesrat ermächtigt werden, den Informationsaustausch mit ausländischen Aufsichtsbehörden in Staatsverträgen zu regeln, womit eine Zone der intensiven Zusammenarbeit gebildet werden kann. Diese Abkommen müssen die im Gesetz genannten Beschränkungen bezüglich der Verwendung der Informationen durch ausländische Behörden beachten. In diesen Verträgen können wichtige Details geregelt und relativ rasch den sich ändernden Bedürfnissen angepasst werden.

Anhang: Abkürzungsverzeichnis

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz)
BG	Bundesgesetz
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
COB	Commission des opérations de bourse (Börsenaufsichtsbehörde in Frankreich)
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la borsa
EBBK	Eidgenössische Banken- und Börsenkommission
EBK	Eigenössische Bankenkommision
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
EFTA	European Free Trade Association
EG	Europäische Gemeinschaften
EWG	Europäische Wirtschafts-Gemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FSA	Financial Services Act
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GATS	General Agreement on Trade in Services
HGF	Handels- und Gewerbefreiheit
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OR	Obligationenrecht; Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)
SEC	Securities and Exchange Commission
SFA	Securities and Futures Authority
SFO	Serious Fraud Office
SIB	Securities and Investments Board
SNB	Schweizerische Nationalbank
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange
SPS	Sozialdemokratische Partei der Schweiz
StGB	Strafgesetzbuch
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren

Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG)

Entwurf

vom

*Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft,
gestützt auf die Artikel 31^{bis}, 31^{quater}, 64 und 64^{bis} der Bundesverfassung,
nach Einsicht in die Botschaft des Bundesrates vom 24. Februar 1993¹⁾,
beschliesst:*

1. Abschnitt: Allgemeine Bestimmungen

Art. 1 Zweck

Dieses Gesetz soll den Anleger schützen und die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleisten.

Art. 2 Begriffe

In diesem Gesetz gelten als:

- a. Effekten: vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate;
- b. Börsen: Einrichtungen des Effektenhandels, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effekthändlern sowie den Vertragsabschluss bezwecken;
- c. Effekthändler: natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder Derivate selbst schaffen und öffentlich anbieten;
- d. öffentliche Kaufangebote: Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder anderer Beteiligungspapiere (Beteiligungspapiere), die sich an alle Inhaber von Aktien oder anderer Beteiligungspapiere von schweizerischen Gesellschaften richten, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise zum Handel an einer Börse zugelassen sind.

¹⁾ BBl 1993 I 1369

2. Abschnitt: Börsen

Art. 3 Bewilligung

- ¹ Wer eine Börse betreiben will, bedarf einer Bewilligung der Aufsichtsbehörde.
- ² Die Bewilligung wird erteilt, wenn:
 - a. die Börse durch ihre Reglemente und ihre Organisation die Erfüllung der Pflichten aus diesem Gesetz gewährleistet;
 - b. die Börse und ihre verantwortlichen Mitarbeiter die erforderlichen Fachkenntnisse nachweisen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten.
- ³ Der Bundesrat regelt die Mindestanforderungen für die Erteilung einer Bewilligung.
- ⁴ Er legt die Bewilligungsvoraussetzungen fest, die ausländische Börsen, die in der Schweiz tätig werden wollen, hier aber keinen Sitz haben, erfüllen müssen.
- ⁵ Er kann börsenähnliche Einrichtungen ganz oder teilweise dem Gesetz unterstellen, wenn der Gesetzeszweck es verlangt.
- ⁶ Verändern sich die Bewilligungsvoraussetzungen nachträglich, so ist für die Weiterführung der Geschäftstätigkeit die Genehmigung der Aufsichtsbehörde einzuholen.

Art. 4 Selbstregulierung

- ¹ Die Börse muss eine eigene, ihrer Tätigkeit angemessene Betriebs-, Verwaltungs- und Überwachungsorganisation gewährleisten.
- ² Sie muss ihre Reglemente und deren Änderungen der Aufsichtsbehörde zur Genehmigung unterbreiten.

Art. 5 Organisation des Handels

- ¹ Die Börse erlässt ein Reglement zur Organisation eines leistungsfähigen und transparenten Handels.
- ² Sie kann in verschiedene Segmente mit unterschiedlichen Vorschriften aufgeteilt werden. Für Beteiligungspapiere von Gesellschaften, die sich den Bestimmungen dieses Gesetzes über die öffentlichen Kaufangebote unterstellen, muss ein separates Segment geschaffen werden.
- ³ Die Börse führt eine chronologische Aufzeichnung (Journal) über sämtliche getätigten Geschäfte. Dabei müssen namentlich Zeitpunkt, beteiligte Händler, Effekten, Stückzahl oder Nominal und Preis der Transaktion erfasst werden.
- ⁴ Die Börse stellt sicher, dass alle Angaben öffentlich bekanntgemacht werden, die für die Transparenz des Effektenhandels erforderlich sind, namentlich Kursinformationen über die gehandelten Effekten und den Umsatz der Effekten im börslichen und ausserbörslichen Handel.

Art. 6 Überwachung der Transaktionen

¹ Die Börse überwacht die Kursbildung, den Abschluss und die Abwicklung der getätigten Transaktionen so, dass die Ausnützung der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, Kursmanipulationen und andere Gesetzesverletzungen aufgedeckt werden können.

² Vermutet die Börse Gesetzesverletzungen oder sonstige Missstände, so muss sie die Aufsichtsbehörde benachrichtigen. Diese führt die notwendigen Untersuchungen durch und kann hiezu die Börse beiziehen.

Art. 7 Mitgliedschaft

¹ Die Börse erlässt ein Reglement über die Zulassung, die Pflichten und den Ausschluss ihrer Mitglieder und beachtet dabei insbesondere den Grundsatz der Gleichbehandlung.

² Als Mitglieder dürfen nur Effektenhändler zugelassen werden.

³ Die Börse kann ihre Mitglieder der Börsenpflicht unterstellen.

⁴ Der Bundesrat regelt die Mindestanforderungen über die Zulassung, die Pflichten und den Ausschluss der Börsenmitglieder.

Art. 8 Zulassung von Effekten

¹ Die Börse erlässt ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel sowie über dessen Sistierung.

² Das Reglement enthält Vorschriften über die Handelbarkeit der Effekten und legt fest, welche Informationen für die Beurteilung der Eigenschaften der Effekten und der Qualität des Emittenten durch die Anleger nötig sind.

³ Es trägt international anerkannten Standards Rechnung.

⁴ Die Börse erteilt die Zulassung, wenn die Bedingungen des Reglements erfüllt sind.

⁵ Der Bundesrat regelt die Mindestanforderungen für die Zulassung von Effekten zum Handel sowie für dessen Sistierung.

Art. 9 Verfügungen der Börse

¹ Verweigert die Börse die Aufnahme eines Mitgliedes oder die Zulassung von Effekten zum Handel, so erlässt sie eine Verfügung. Sie verfügt ebenfalls, wenn sie ein Mitglied ausschliesst oder die Zulassung von Effekten widerruft.

² Das Verfahren richtet sich nach dem Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren¹⁾.

¹⁾ SR 172.021

3. Abschnitt: Effektenhändler

Art. 10 Bewilligung

¹ Wer als Effektenhändler tätig werden will, bedarf einer Bewilligung der Aufsichtsbehörde.

² Die Bewilligung wird erteilt, wenn der Effektenhändler:

- a. durch seine internen Vorschriften und seine Betriebsorganisation die Erfüllung der Pflichten aus diesem Gesetz sicherstellt;
- b. über das verlangte Mindestkapital verfügt oder die Sicherheit geleistet hat;
- c. und seine verantwortlichen Mitarbeiter die erforderlichen Fachkenntnisse nachweisen und sie sowie die massgebenden Aktionäre Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten.

³ Der Bundesrat regelt die Mindestanforderungen für die Erteilung der Bewilligung. Er legt insbesondere die Höhe des Mindestkapitals für juristische Personen und die Höhe der Sicherheit für natürliche Personen und Personengesellschaften fest.

⁴ Er legt die Bewilligungsvoraussetzungen fest, die Effektenhändler, die in der Schweiz tätig werden wollen, hier aber weder einen Sitz noch eine Zweigniederlassung haben, erfüllen müssen.

⁵ Bildet ein Effektenhändler Teil einer im Finanzbereich tätigen Gruppe, so kann die Aufsichtsbehörde eine angemessene konsolidierte Aufsicht durch ausländische Aufsichtsbehörden sowie deren Zustimmung zur Geschäftstätigkeit verlangen.

⁶ Verändern sich die Bewilligungsvoraussetzungen nachträglich, so ist für die Weiterführung der Geschäftstätigkeit die Genehmigung der Aufsichtsbehörde einzuholen.

Art. 11 Verhaltensregeln

¹ Der Effektenhändler hat gegenüber seinen Kunden:

- a. eine Sorgfaltspflicht; er stellt insbesondere sicher, dass die Aufträge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können;
- b. eine Treuepflicht; er stellt insbesondere sicher, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen;
- c. eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere auf die mit einem bestimmten Geschäft verbundenen Risiken hin.

² Der Effektenhändler regelt die Einzelheiten in seinen allgemeinen Geschäftsbedingungen.

³ Die allgemeinen Geschäftsbedingungen bedürfen zu ihrer Gültigkeit der Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde. Die Aufsichtsbehörde genehmigt die allgemeinen Geschäftsbedingungen, wenn sie mit den in Absatz 1 genannten Pflichten vereinbar sind.

⁴ Bei der Anwendung der Pflichten gemäss Absatz 1 sind die Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse der Kunden zu berücksichtigen.

Art. 12 Eigenmittel

¹ Der Effektenhändler muss über ausreichende Eigenmittel verfügen.

² Der Bundesrat legt den Mindestbetrag an Eigenmitteln fest und berücksichtigt dabei die Risiken, die mit der Tätigkeit der Effektenhändler, einschliesslich der Ausserbilanzgeschäfte, verbunden sind. Er bestimmt, inwieweit auch die Banken über diesen Mindestbetrag verfügen müssen.

Art. 13 Risikoverteilung

¹ Der Effektenhändler muss seine Risiken angemessen verteilen.

² Der Bundesrat legt die Grenzen und die zur Abdeckung notwendigen Eigenmittelzuschläge fest und bestimmt, inwieweit sie auf Banken anwendbar sind.

Art. 14 Konsolidierung

Der Effektenhändler hat die Vorschriften über Eigenmittel und Risikoverteilung auf konsolidierter Basis zu erfüllen, wenn er mit einer oder mit mehreren im Finanzbereich tätigen Gesellschaften eine wirtschaftliche Einheit bildet oder wenn aufgrund anderer Umstände anzunehmen ist, dass er rechtlich verpflichtet oder faktisch gezwungen ist, einer solchen Gesellschaft beizustehen.

Art. 15 Journalführungs- und Meldepflichten

¹ Der Effektenhändler zeichnet in einem Journal die eingegangenen Aufträge und die von ihm getätigten Geschäfte mit allen Angaben auf, die für deren Nachvollzug und für die Beaufsichtigung seiner Tätigkeit erforderlich sind.

² Er muss die für die Transparenz des Effektenhandels erforderlichen Meldungen erstatten.

³ Der Bundesrat legt fest, welche Informationen wem in welcher Form zu melden sind.

⁴ Der Bundesrat kann die Meldepflicht nach Absatz 2 auch Personen und Gesellschaften auferlegen, welche Effekten gewerbsmässig, aber ohne Beizug eines Effektenhändlers kaufen und verkaufen, wenn die Erreichung des Gesetzeszweckes dies verlangt. Die Gesellschaften haben die Einhaltung dieser Meldepflicht durch eine anerkannte Revisionsstelle prüfen zu lassen und sind der Aufsichtsbehörde zur Auskunft verpflichtet.

Art. 16 Rechnungslegung

¹ Der Effektenhändler erstellt eine Jahresrechnung und veröffentlicht sie oder macht sie der Öffentlichkeit zugänglich.

² Die Jahresrechnung ist nach den Vorschriften des Aktienrechtes zu erstellen, soweit der Bundesrat keine Abweichungen vorsieht.

³ Der Bundesrat kann detailliertere Gliederungsvorschriften, zusätzliche Angaben im Anhang, die Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenergebnissen und -bilanzen und eine Pflicht zur Erstellung einer Konzernrechnung vorsehen. Er bestimmt, wieweit diese Vorschriften auf Banken Anwendung finden.

Art. 17 Revision

¹ Der Effektenhändler ist verpflichtet, seine Tätigkeit einmal jährlich durch eine anerkannte Revisionsstelle, die auch unangemeldete Zwischenrevisionen durchführt, prüfen zu lassen.

² Er muss der Revisionsstelle Einsicht in alle Unterlagen gewähren und alle Aufschlüsse erteilen, die sie zur Erfüllung der Prüfungspflicht benötigt.

³ Er trägt die Kosten der Revision.

Art. 18 Revisionsstelle

¹ Mit der Revision können die anerkannten Revisionsstellen für Banken sowie Treuhandgesellschaften, die von der Aufsichtsbehörde als Revisionsstellen für Effektenhändler anerkannt sind, beauftragt werden. Die Verordnung bestimmt die Voraussetzungen der Anerkennung.

² Die anerkannten Revisionsstellen dürfen nicht selber Effektenhändler sein.

³ Die Revisionsstelle muss von der Geschäftsleitung und der Verwaltung des zu prüfenden Effektenhändlers unabhängig sein.

Art. 19 Pflichten der Revisionsstelle

¹ Die Revisionsstelle prüft, ob der Effektenhändler seine gesetzlichen Pflichten erfüllt und die Bewilligungsvoraussetzungen und die internen Vorschriften einhält.

² Sie fasst einen Bericht über das Prüfungsergebnis und stellt ihn dem geprüften Effektenhändler und der Aufsichtsbehörde zu.

³ Die Aufsichtsbehörde erlässt Vorschriften über den Prüfungsgegenstand und den Inhalt des Revisionsberichts.

⁴ Stellt die Revisionsstelle bei der jährlichen Revision oder bei den Zwischenrevisionen Verletzungen gesetzlicher Vorschriften oder sonstige Missstände fest, so setzt sie dem Effektenhändler eine angemessene Frist zur Herstellung des ordnungsgemässen Zustandes mit entsprechendem Vermerk im Revisionsbericht.

⁵ Sie benachrichtigt die Aufsichtsbehörde sofort, wenn:

- a. die Frist nach Absatz 4 nicht eingehalten wird,
- b. eine Fristansetzung als zwecklos erscheint, oder
- c. strafbare Handlungen oder schwere Missstände festgestellt werden.

⁶ Die Revisionsstelle hat ausser gegenüber der Aufsichtsbehörde über alle bei der Prüfung bekannt gewordenen Sachverhalte das Geheimnis zu wahren.

4. Abschnitt: Offenlegung von Beteiligungen

Art. 20 Meldepflicht

¹ Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise zum Handel an einer Börse in der Schweiz zugelassen sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 5, 10, 25, 33⅓, 50 oder 75 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere zum Handel zugelassen sind, melden.

² Die Umwandlung von Partizipations- oder Genussscheinen in Aktien und die Ausübung von Wandel- oder Erwerbsrechten sind einem Erwerb gleichgestellt.

³ Eine vertraglich oder auf eine andere Weise organisierte Gruppe muss die Meldepflicht nach Absatz 1 als Gruppe erfüllen und Meldung erstatten über:

- a. die Gesamtbeteiligung;
- b. die Identität der einzelnen Mitglieder;
- c. die Art der Absprache;
- d. die Vertretung.

⁴ Hat die Gesellschaft oder die Börse Grund zur Annahme, dass ein Aktionär seiner Meldepflicht nicht nachgekommen ist, so teilt sie dies der Aufsichtsbehörde mit.

⁵ Der Bundesrat regelt die Berechnung der Stimmrechte, die Fristen, innert welchen der Meldepflicht nachgekommen werden muss und eine Gesellschaft Veränderungen der Besitzverhältnisse nach Absatz 1 veröffentlichen muss, und die Einzelheiten der Meldung.

Art. 21 Informationspflicht der Gesellschaft

Die Gesellschaft muss die ihr mitgeteilten Informationen über die Veränderungen bei den Stimmrechten veröffentlichen.

5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote

Art. 22 Freiwillige Unterstellung

¹ Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Art. 22–31) gelten für Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse zum Handel zugelassen sind, sofern sie sich ihnen freiwillig als Zielgesellschaft unterstellen.

² Die Beteiligungspapiere dieser Gesellschaften werden an den Börsen in einem separaten Segment zum Handel zugelassen.

Art. 23 Pflichten des Anbieters

- ¹ Der Anbieter muss das Angebot mit wahren und vollständigen Informationen im Prospekt veröffentlichen.
- ² Er muss die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln.
- ³ Die Pflichten des Anbieters gelten für alle, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln.

Art. 24 Prüfung des Angebots

- ¹ Der Anbieter muss das Angebot vor der Veröffentlichung einer von der Aufsichtsbehörde anerkannten Revisionsstelle zur Prüfung unterbreiten.
- ² Die Revisionsstelle prüft, ob das Angebot dem Gesetz und den Ausführungsbestimmungen entspricht.
- ³ Die Aufsichtsbehörde untersagt ein Angebot, das mit dem Gesetz und den Ausführungsbestimmungen nicht übereinstimmt.
- ⁴ Die auf der Grundlage eines untersagten Angebots abgeschlossenen Verträge können vom Verkäufer rückgängig gemacht werden.

Art. 25 Veröffentlichung des Angebots und Fristverlängerung

- ¹ Der Anbieter muss das Ergebnis des öffentlichen Kaufangebotes nach Ablauf der Angebotsfrist veröffentlichen.
- ² Werden die Bedingungen des Angebots erfüllt, so muss der Anbieter die Angebotsfrist für die Inhaber von Aktien und anderer Beteiligungspapiere verlängern, die bisher das Angebot nicht angenommen haben.

Art. 26 Zusätzliche Bestimmungen

Der Bundesrat erlässt Bestimmungen über:

- a. die Voranmeldung eines Angebots vor seiner Veröffentlichung;
- b. den Inhalt und die Veröffentlichung des Angebotsprospekts sowie über die Bedingungen, denen ein Angebot unterworfen werden kann;
- c. die Regeln der Lauterkeit für öffentliche Kaufangebote;
- d. die Prüfung des Angebots durch eine Revisionsstelle;
- e. die Angebotsfrist und deren Verlängerung sowie über die Bedingungen des Widerrufs und der Abänderungen des Angebots;
- f. das Handeln in gemeinsamer Absprache mit Dritten.

Art. 27 Pflichten der Zielgesellschaften

- ¹ Der Verwaltungsrat der Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebots sind (Zielgesellschaften), legt den Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die von der Zielgesellschaft abgegebenen Informationen müssen wahr und vollständig sein. Er veröffentlicht den Bericht.

² Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft darf von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine eigenen Beteiligungspapiere ausgeben oder erwerben und keine Rechtsgeschäfte abwickeln, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Beschlüsse der Generalversammlung unterliegen dieser Beschränkung nicht.

³ Der Bundesrat erlässt Bestimmungen über den Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft und über die Massnahmen, die darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern.

Art. 28 Konkurrierende Angebote

¹ Bei konkurrierenden Angeboten müssen die Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft das Angebot frei wählen können.

² Der Bundesrat erlässt Bestimmungen über die konkurrierenden Angebote und über ihre Auswirkungen auf das erste Angebot.

Art. 29 Meldepflicht

¹ Der Anbieter oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 5 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer ändern Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, muss von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Aufsichtsbehörde und den Börsen, an denen die Papiere zum Handel zugelassen sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft melden.

² Eine vertraglich oder auf eine andere Weise organisierte Gruppe untersteht der Meldepflicht gemäss Absatz 1 nur als Gruppe.

³ Der Bundesrat kann denjenigen, der von der Veröffentlichung des Angebots und bis zum Ablauf der Angebotsfrist direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten einen gewissen Prozentsatz von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft oder einer anderen Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, kauft oder verkauft, derselben Pflicht unterstellen.

⁴ Haben die Gesellschaft oder die Börsen Grund zur Annahme, dass ein Inhaber von Beteiligungspapieren seiner Meldepflicht nicht nachgekommen ist, so teilen sie dies der Aufsichtsbehörde mit.

⁵ Der Bundesrat erlässt Bestimmungen über Form und Frist der Meldung und den für die Anwendung von Absatz 3 relevanten Prozentsatz.

Art. 30 Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots

¹ Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet,

tet, muss ein Angebot unterbreiten für alle an der Börse zum Handel zugelassenen Beteiligungspapiere der Gesellschaft.

² Die Aufsichtsbehörde kann die Übertragung von Stimmrechten innerhalb einer vertraglich oder auf eine andere Weise organisierten Gruppe von der Angebotspflicht ausnehmen. Die Gruppe untersteht in diesem Fall der Angebotspflicht nur als Gruppe.

³ Der Preis des Angebots muss mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.

⁴ Hat die Gesellschaft mehrere Arten von Beteiligungspapieren ausgegeben, so müssen die Preise für die verschiedenen Arten von Beteiligungspapieren in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen.

⁵ Der Bundesrat erlässt Bestimmungen über die Angebotspflicht.

⁶ Auf Verlangen der Aufsichtsbehörde, der Zielgesellschaft oder eines ihrer Aktionäre kann der Richter die Ausübung des Stimmrechtes desjenigen durch einstweilige Verfügung suspendieren, der die Angebotspflicht nicht beachtet. Der Richter kann diese Stimmrechte anteilmässig unter die übrigen Aktionäre aufteilen.

Art. 31 Kraftloserklärung der restliche Beteiligungspapiere

¹ Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten vom Richter verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären.

² Die Gesellschaft gibt diese Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt sie dem Anbieter gegen Entrichtung des Angebotspreises zugunsten der Eigentümer der für kraftlos erklärten Beteiligungspapiere.

6. Abschnitt: Aufsichtsbehörde

Art. 32 Organisation

Aufsichtsbehörde ist die Eidgenössische Banken- und Börsenkommission (Kommission). Ihre Organisation richtet sich nach den Bestimmungen des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen¹⁾, Artikel 23.

Art. 33 Aufgaben

¹ Die Kommission trifft die zum Vollzug des Gesetzes und seiner Ausführungsbestimmungen notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften.

¹⁾ SR 952.0

² Personen und Gesellschaften, die der Aufsicht unterstehen, müssen der Kommission alle Auskünfte und Unterlagen geben, die sie zur Erfüllung ihrer Aufgabe verlangt. Dieser Pflicht unterstehen ausserdem:

- a. Personen, die massgebend an einer Börse oder an einem Effektenhändler beteiligt sind;
- b. Revisionsstellen;
- c. Personen und Gesellschaften, die einer Meldepflicht unterstehen;
- d. Anbieter von öffentlichen Kaufangeboten;
- e. Zielgesellschaften.

³ Erhält die Kommission Kenntnis von Verletzungen des Gesetzes oder von sonstigen Missständen, so sorgt sie für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes und für die Beseitigung der Missstände. Sie trifft die dazu notwendigen Verfügungen. Sie kann

- a. einem Effektenhändler für kurze Zeit alle Rechtsgeschäfte und Zahlungen sowie Zahlungen an ihn untersagen, sofern eine dringende Gefahr für seine Gläubiger besteht;
- b. Personen, die als verantwortliche Mitarbeiter eines Effektenhändlers den Effektenhandel betreiben und dieses Gesetz, die Ausführungsvorschriften oder die betriebsinternen Vorschriften grob verletzen, die Tätigkeit im Effektenhandel dauernd oder vorübergehend verbieten.

⁴ Wird eine vollstreckbare Verfügung der Kommission nach vorausgegangener Mahnung innert der festgesetzten Frist nicht befolgt, so kann die Kommission auf Kosten der säumigen Person oder Gesellschaft gemäss Absatz 2 die angeordnete Handlung selber vornehmen.

⁵ Bei Widersetzlichkeit gegen vollstreckbare Verfügungen kann die Kommission diese auch im Schweizerischen Handelsamtsblatt veröffentlichen oder in anderer Form bekanntmachen. Eine solche Massnahme ist zunächst anzudrohen.

⁶ Erhält sie Kenntnis von strafbaren Handlungen, so benachrichtigt sie unverzüglich die zuständigen Strafverfolgungsbehörden. Diese Behörden sind zu gegenseitiger Rechtshilfe verpflichtet.

Art. 34 Entzug der Bewilligung

¹ Die Kommission entzieht einer Börse und einem Effektenhändler, welche die Voraussetzungen für die Bewilligung nicht mehr erfüllen oder ihre gesetzlichen Pflichten oder ihre betriebsinternen Vorschriften grob verletzen, die Bewilligung.

² Der Entzug der Bewilligung bewirkt bei juristischen Personen, Kollektiv- und Kommanditgesellschaften die Auflösung und bei Einzelfirmen die Löschung im Handelsregister. Die Kommission bezeichnet den Liquidator und überwacht seine Tätigkeit.

7. Abschnitt: Verhältnis zum Ausland

Art. 35 Zulassung ausländischer Börsen und Effektenhändler

Einer ausländischen oder von ausländischen Personen beherrschten Börse kann die Erteilung der Bewilligung verweigert werden, wenn die Staaten, in denen die ausländische Börse ihren Sitz hat oder die beherrschenden Personen domiziliert sind, den schweizerischen Börsen keinen tatsächlichen Zugang zu ihren Märkten und nicht die gleichen Wettbewerbsmöglichkeiten bieten wie inländischen Börsen. Die gleiche Regelung gilt für die Erteilung von Bewilligungen an Effektenhändler.

Art. 36 Amtshilfe

¹ Die Aufsichtsbehörde kann zur Durchsetzung dieses Gesetzes ausländische Aufsichtsbehörden über Börsen und Effektenhändler um Auskünfte und Unterlagen ersuchen.

² Sie darf ausländischen Aufsichtsbehörden über Börsen und Effektenhändler nicht öffentlich zugängliche Auskünfte und Unterlagen übermitteln, sofern diese Behörden:

- a. die erhaltenen Informationen nur zur direkten Beaufsichtigung der Börsen und der Effektenhändler verwenden;
- b. an ein Amts- oder Berufsgeheimnis gebunden sind; und
- c. die erhaltenen Informationen nur mit vorheriger Zustimmung der Aufsichtsbehörde oder aufgrund einer generellen Ermächtigung in einem Staatsvertrag nach Absatz 6 an Dritte weiterleiten.

³ Die Weiterleitung von Informationen an Strafbehörden ist unzulässig, wenn die Rechtshilfe in Strafsachen ausgeschlossen wäre. Die Aufsichtsbehörde entscheidet im Einvernehmen mit dem Bundesamt für Polizeiwesen.

⁴ Soweit die von der Aufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen einzelne Kunden von Effektenhändlern betreffen, ist das Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren¹⁾ anwendbar.

⁵ Die Aufsichtsbehörde kann im Rahmen von Absatz 2 im Einzelfall ausländische Aufsichtsbehörden ermächtigen, bei den schweizerischen Zweigniederlassungen von Börsen und Effektenhändlern mit Sitz im betreffenden Staat direkte Kontrollen durchzuführen.

⁶ Der Bundesrat ist im Rahmen von Absatz 2 befugt, die Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden in Staatsverträgen zu regeln.

¹⁾ SR 172.021

8. Abschnitt: Beschwerdeverfahren

Art. 37

¹ Gegen Verfügungen der Börsen kann bei der Aufsichtsbehörde Beschwerde erhoben werden.

² Verfügungen und Beschwerdeentscheide der Aufsichtsbehörde unterliegen unmittelbar der Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht.

³ Gegen Verfügungen, welche die Aufsichtsbehörde im Bereich der öffentlichen Kaufangebote erlässt, kann innert dreier Tage bei der Rekurskommission für öffentliche Kaufangebote Beschwerde erhoben werden.

⁴ Die Rekurskommission entscheidet endgültig. Sie kann anstelle des Schriftwechsels eine mündliche Parteiverhandlung anordnen und den Beschwerdeentscheid mündlich eröffnen.

9. Abschnitt: Strafbestimmungen

Art. 38 Geschäftsführung ohne Bewilligung

¹ Wer vorsätzlich

- a. ohne Bewilligung eine Börse betreibt,
- b. ohne Bewilligung als Effektenhändler tätig ist,

wird mit Busse bis zu 200 000 Franken bestraft.

² Handelt der Täter fahrlässig, so ist die Strafe Busse bis zu 100 000 Franken.

Art. 39 Verletzung von Meldepflichten

¹ Wer vorsätzlich

- a. seine qualifizierte Beteiligung an einer kotierten Gesellschaft nicht meldet (Art. 20 und 50),
- b. als Inhaber einer qualifizierten Beteiligung an einer Zielgesellschaft den Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft nicht meldet (Art. 29),

wird mit Busse bestraft.

² Die Busse beträgt höchstens das Doppelte des Kaufpreises oder des Verkaufspreises des meldepflichtigen Erwerbs oder Verkaufs.

³ Wer vorsätzlich oder fahrlässig die ihm in Artikel 15 auferlegten Meldepflichten verletzt, wird mit einer Busse bis zu 50 000 Franken bestraft.

Art. 40 Pflichtverletzung durch die Zielgesellschaft

¹ Wer vorsätzlich

- a. den Inhabern von Beteiligungspapieren die vorgeschriebene Stellungnahme zu einem Angebot nicht erstattet oder diese nicht veröffentlicht (Art. 27 Abs. 1),

b. in dieser Stellungnahme unwahre oder unvollständige Angaben macht (Art. 27 Abs. 1),
wird mit Busse bis zu 200 000 Franken bestraft.

² Handelt der Täter fahrlässig, so ist die Strafe Busse bis zu 100 000 Franken.

Art. 41 Verletzung des Berufsgeheimnisses

¹ Wer ein Geheimnis offenbart, das ihm in seiner Eigenschaft als Organ, Angestellter oder Beauftragter einer Börse anvertraut worden ist oder das er in seiner dienstlichen Stellung wahrgenommen hat, wird mit Gefängnis oder Busse bestraft. Die Verletzung des Berufsgeheimnisses ist auch nach Beendigung des dienstlichen Verhältnisses strafbar.

² Vorbehalten bleiben die eidgenössischen und kantonalen Bestimmungen über die Zeugnispflicht und über die Auskunftspflicht gegenüber einer Behörde.

Art. 42 Strafverfolgung

¹ Für Widerhandlungen im Sinne der Artikel 38, 39 und 40 sind die Bestimmungen des zweiten Titels des Bundesgesetzes über das Verwaltungsstrafrecht¹⁾ anwendbar.

² Verfolgung und Beurteilung obliegen nach den Vorschriften des Verwaltungsstrafrechts dem Eidgenössischen Finanzdepartement.

³ Widerhandlungen gegen Artikel 41 werden von den Kantonen verfolgt und beurteilt.

10. Abschnitt: Schlussbestimmungen

Art. 43 Ausführungsbestimmungen

Der Bundesrat erlässt die Ausführungsbestimmungen.

Art. 44 Änderung des Strafgesetzbuches

Das Schweizerische Strafgesetzbuch²⁾ wird wie folgt geändert:

Art. 161^{bis} (neu)

Kursmanipulation

Wer wissentlich Effektengeschäfte tätigt oder irreführende Angaben verbreitet mit der Absicht, damit einen Börsenkurs künstlich zu beeinflussen und daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen, wird mit Gefängnis oder Busse bestraft.

¹⁾ SR 313.0

²⁾ SR 311.0

Art. 45 Änderung des Bankengesetzes

Das Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen¹⁾ wird wie folgt geändert:

Art. 23 Abs. 1, 2, 4 und 5

¹ Der Bundesrat wählt eine aus sieben bis elf Mitgliedern bestehende Eidgenössische Banken- und Börsenkommission und bezeichnet ihren Präsidenten und den oder die Vizepräsidenten. Dieser Kommission ist die Aufsicht über das Bankwesen, die Anlagefonds und das Börsenwesen zur selbständigen Erledigung übertragen. Die Kommission verfügt über ein ständiges Sekretariat.

² Die Kommission, die sich in mehrere Kammern gliedern kann, erlässt ein Reglement über ihre Organisation und Geschäftsführung, das der Genehmigung des Bundesrates bedarf.

⁴ Die Kosten der Kommission und ihres Sekretariates werden durch Gebühren gedeckt. Der Bundesrat regelt die Einzelheiten.

⁵ Die Mitglieder der Banken- und Börsenkommission müssen Sachverständige sein. Sie dürfen weder Präsident, Vizepräsident, Delegierter oder Mitglied des Ausschusses des Verwaltungsrates noch Mitglied der Geschäftsführung einer Bank, einer Fondsleitung eines Anlagefonds, einer Börse, eines Effektenhändlers oder einer anerkannten Revisionsstelle sein.

Art. 46 Änderung des Bundesrechtspfleggesetzes

Das Bundesrechtspfleggesetz²⁾ wird wie folgt geändert:

Art. 100 Bst. w

Die Verwaltungsgerichtsbeschwerde ist ausserdem unzulässig gegen:

- w. auf dem Gebiet der Börsenaufsicht:
Verfügungen über öffentliche Kaufgebote.

Art. 47 Kantonale Erlasse

¹ Die kantonalen Bestimmungen, welche die Gründung neuer Börsen einschränken, werden mit dem Inkrafttreten dieses Gesetzes aufgehoben.

² Die kantonalen Bestimmungen über den Effektenhandel sind nicht mehr anwendbar auf die Börsen und Effektenhändler, welche die Bewilligung nach diesem Gesetz erhalten haben.

³ Die kantonalen Bestimmungen über die Börsen werden ein Jahr nach Inkrafttreten dieses Gesetzes aufgehoben.

¹⁾ SR 952.0

²⁾ SR 173.110

⁴ Die kantonalen Bestimmungen über die Effektenhändler werden drei Jahre nach Inkrafttreten dieses Gesetzes aufgehoben.

Art. 48 Übergangsbestimmungen für Börsen

¹ Bestehende Börsen haben sich innert dreier Monate nach Inkrafttreten des Gesetzes bei der Aufsichtsbehörde zu melden und ihre Reglemente einzureichen.

² Die Aufsichtsbehörde entscheidet über die Bewilligung grundsätzlich innert eines Jahres nach Inkrafttreten des Gesetzes.

Art. 49 Übergangsbestimmungen für Effektenhändler

¹ Bestehende Effektenhändler haben sich innert dreier Monate nach Inkrafttreten des Gesetzes bei der Aufsichtsbehörde zu melden und innert zweier Jahre nach Inkrafttreten den Anforderungen des Gesetzes zu genügen. Die Aufsichtsbehörde kann diese Frist im Einzelfall verlängern oder verkürzen, wenn besondere Verhältnisse vorliegen.

² Die Aufsichtsbehörde entscheidet über die Bewilligung grundsätzlich innert dreier Jahre nach Inkrafttreten des Gesetzes.

³ Wer am 31. Dezember 1992 als Ausländer oder als ausländisch beherrschte Gesellschaft an einer Schweizer Börse zugelassen war, braucht das Erfordernis des Gegenrechts nach Artikel 35 nicht nachzuweisen.

Art. 50 Offenlegung bedeutender Beteiligungen an Gesellschaften mit kotierten Beteiligungspapieren

Wer bei der Inkraftsetzung dieses Gesetzes über eine Beteiligung von mindestens 5 Prozent der Stimmrechte an einer Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere zum Handel an einer Börse zugelassen sind, verfügt, hat der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere zugelassen sind, innert dreier Jahre seinen Beteiligungsanteil mitzuteilen.

Art. 51 Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots

Wer bei Inkraftsetzung dieses Gesetzes direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über Beteiligungspapiere verfügt, die ihm die Kontrolle über mehr als 33 ⅓ Prozent, aber weniger als 50 Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft verleihen, muss ein Angebot für alle an der Börse zum Handel zugelassenen Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten, wenn er Beteiligungspapiere erwirbt und damit den Grenzwert von 50 Prozent der Stimmrechte überschreitet.

Art. 52 Referendum und Inkrafttreten

¹ Dieses Gesetz untersteht dem fakultativen Referendum.

² Der Bundesrat bestimmt das Inkrafttreten.

5968

Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993

In	Bundesblatt
Dans	Feuille fédérale
In	Foglio federale
Jahr	1993
Année	
Anno	
Band	1
Volume	
Volume	
Heft	17
Cahier	
Numero	
Geschäftsnummer	93.025
Numéro d'affaire	
Numero dell'oggetto	
Datum	04.05.1993
Date	
Data	
Seite	1369-1462
Page	
Pagina	
Ref. No	10 052 587

Das Dokument wurde durch das Schweizerische Bundesarchiv digitalisiert.

Le document a été digitalisé par les. Archives Fédérales Suisses.

Il documento è stato digitalizzato dell'Archivio federale svizzero.