

Band 101

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Mario Giovanoli

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Dr. iur. Oliver Fritschi

Die Offenlegung von Management-Transaktionen

Schulthess § 2011

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Literaturverzeichnis	XV
Materialienverzeichnis	XXXV
Abkürzungsverzeichnis	XXXVII
1. Kapitel Einleitung und Grundlegung	1
§ 1 Einführung	3
I. Thematik	3
II. Ablauf der Untersuchung	5
III. Zum Begriff der «Management-Transaktion»	6
IV. Entstehungsgeschichte	8
V. Normziele	10
1. Allgemeines	10
2. Marktintegrität	11
3. Markttransparenz	13
4. Anlegergleichbehandlung	13
5. Indikatorfunktion	14
§ 2 Grundlagen und Rechtsquellen	17
I. Grundlagen	17
1. Kapitalmarktrecht und Insiderrecht	17
2. Publikumsgesellschaften	18
3. Die Börse als Selbstregulatorin	20
a. Begriff der Börse	20
b. SIX Swiss Exchange	21
c. Selbstregulierung	23
II. Rechtsquellen	25
1. Börsengesetz	25
2. Kotierungsreglement der Schweizer Börse	27
a. Allgemeines	27
b. Rechtsnatur	28
3. Management-Transaktionen-Richtlinie	30
§ 3 Einordnung in das regulatorische Umfeld	32
I. Corporate Governance	32
1. Begriff	32
2. Systematisierung und Regelungskonzeption	33

	3. Agency-Theorie	35
II.	Kapitalmarktrechtliche Transparenzpflichten	37
	1. Transparenz als Gebot der Kapitalmarktregulierung	37
	2. Vergütungstransparenz	38
	3. Beteiligungstransparenz	39
	4. Ad hoc-Publizität	41
	a. Regelungsziel und Inhalt	41
	b. Verhältnis zu den Management-Transaktionen	42
	5. Insiderverzeichnisse	43
	6. Insiderstrafrecht	44
2. Kapitel	Ökonomischer Rahmen	47
§ 4	Publizitätskosten und Informationsverarbeitung	51
I.	Kosten der Publizität	51
	1. Aufquellen der innerbetrieblichen Bürokratie	51
	2. «Gesamtpaket Corporate Governance»	52
II.	Informationsverarbeitung durch die Anleger	53
	1. Faktische Informationsadressaten	53
	2. Fehlinterpretationen	54
	3. Kontroverse Beurteilung des Insiderhandelsverbots	55
§ 5	Kapitalmarkteffizienz	58
I.	Funktionsbedingungen des Kapitalmarktes	58
	1. Allokationseffizienz	58
	2. Institutionelle Effizienz	59
	3. Operationale Effizienz	60
II.	Theorie der informationseffizienten Märkte	61
	1. Begriff der Informationseffizienz	61
	2. Formen der Informationseffizienz	61
	a. Strenge Informationseffizienz	62
	b. Schwache Informationseffizienz	62
	c. Halbstrenge Informationseffizienz	63
§ 6	Indikatorwirkung	65
I.	Empirische Befunde	65
	1. Aufbau empirischer Kapitalmarktstudien	65
	2. Untersuchungen zum US-Kapitalmarkt	66
	3. Untersuchungen zu den europäischen Kapitalmärkten	71
II.	Folgerungen	74
	1. Folgerungen bezüglich der Art der Transaktion	74
	2. Folgerungen bezüglich der Transaktionsvolumina	75
	3. Folgerungen bezüglich der Stellung des Insiders	76

4.	Folgerungen bezüglich der Unternehmensstruktur	77
3. Kapitel	Voraussetzungen und Ablauf der Offenlegung	79
§ 7	Übersicht und Geltungsbereich	81
I.	Normtext	81
II.	Laufende Revision	84
III.	Erfasste Emittenten	85
1.	Normadressaten	85
2.	Anknüpfungselemente	86
a.	Kotierung von Beteiligungsrechten	86
b.	Gesellschaftssitz	87
c.	Revision: Anknüpfung an die Primärkotierung	88
§ 8	Meldepflichtige Personen	90
I.	Vorbemerkungen	90
II.	Verwaltungsratsmitglieder	91
III.	Geschäftsleitungsmitglieder	93
1.	Übertragung der Geschäftsführungsbefugnis	94
2.	Begriff der Geschäftsführung und der Geschäftsleitung	95
3.	Begriff der direkten Unterstellung	96
4.	Übertragung der Geschäftsführung an Drittpersonen	98
IV.	Besondere Tatbestände	98
1.	Allgemeine Bemerkungen	98
2.	Ehemalige Führungspersonen und Ehrenmitglieder	99
3.	Konzernverhältnisse	100
4.	Angehörige	101
5.	Der Emittent als handelnde Person	103
6.	Beiräte	104
7.	Sachwalter	105
8.	Grossaktionäre	105
9.	Kritische Beurteilung	106
§ 9	Auslösung der Meldepflicht	108
I.	Berührt das Vermögen der meldepflichtigen Person	108
1.	Im Allgemeinen	108
2.	Beim ehelichen Güterrecht im Speziellen	109
II.	Beruhet auf dem Willen der meldepflichtigen Person	111
1.	Intensität der Einflussnahme	111
2.	Handel im Rahmen von Vermögensverwaltungsaufträgen	112
3.	Handel durch eine beherrschte Gesellschaft	113
4.	Handel im Rahmen von Aktionärsbindungsverträgen	115
5.	Revision: Transaktionen «nahe stehender Personen»	115

III.	Kritische Beurteilung	116
IV.	Schwellenwert	117
	1. Prinzip und Zweck	117
	2. Berechnung	119
	3. Sammelmeldung	120
	4. Kritik	122
	a. De lege lata	122
	b. De lege ferenda	124
§ 10	Gegenstand der Meldepflicht	125
I.	Erfasste Effekten	125
	1. Die Meldepflicht auslösende Effekten	126
	a. Im Allgemeinen	126
	b. Beteiligungsrechte	126
	c. Wandel- und Erwerbsrechte	
	d. Finanzprodukte jeglicher Art	128
	2. Ausgenommene Effekten	129
II.	Erfasste Rechtsgeschäfte	131
	1. Erfasste Rechtsgeschäfte im Allgemeinen	131
	2. Erfasste Rechtsgeschäfte im Besonderen	131
	a. Ausübung von Bezugsrechten und Derivaten	131
	b. Unentgeltliche Rechtsgeschäfte	132
	c. Rechtsgeschäfte mit Entschädigungsfunktion	133
	d. Sicherungs- und Gebrauchsüberlassungsgeschäfte	134
	e. Leistungsstörungen und Nichtigkeit	135
§ 11	Meldung und Publikation	136
I.	Beginn der Meldefrist	136
	1. Schuldrechtliches oder dingliches Geschäft?	136
	2. Bedingte Geschäfte als Sonderfall	138
II.	Dauer der Meldefrist	139
	1. Frist für die meldepflichtige Person	139
	2. Frist für den Emittenten	140
	3. Gesamtfrist	141
	4. Exkurs: Post-Trading versus Pre-Trading Disclosure	142
III.	Inhalt der Meldung	144
	1. Geltende Regelung	144
	2. Änderungsvorschläge gemäss Entwurf 2010	146
IV.	Übermittlungsvorgang und Aufbewahrung	147
V.	Publikation	150
	1. Geltende Regelung	150
	2. Änderungsvorschläge gemäss Entwurf 2010	152
VI.	Unternehmensinterne Umsetzung	153

4. Kapitel Durchsetzung der Offenlegung	155
§ 12 Sanktionen durch die Börse	159
I. Sanktionenordnung	159
1. Zuständigkeiten	159
2. Sanktionskatalog	160
3. Verfahrensgrundsätze und Rechtsschutz	162
II. Praxis bezüglich Management-Transaktionen	163
III. Schwächen der Sanktionenordnung	164
§ 13 Strafrechtliche Verantwortlichkeit	166
I. Allgemeine Bemerkungen	166
II. Insiderstrafnorm	167
1. Tatbestand	167
2. Verhältnis zu den Management-Transaktionen	170
3. Offenlegung als Prävention?	172
III. Kursmanipulation	172
1. Tatbestand	172
2. Verhältnis zu den Management-Transaktionen	174
IV. Unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe	175
1. Tatbestand	175
2. Verhältnis zu den Management-Transaktionen	176
§ 14 Zivilrechtliche Verantwortlichkeit	180
I. Ausgangslage	180
II. Anspruchsgrundlagen	181
1. Deliktshaftung	181
a. Art. 56 KR als Schutznorm	182
b. Art. 152 StGB als Schutznorm	183
c. Sittenwidrige Schädigung	185
2. Vertragshaftung	186
3. Vertrauenshaftung	186
4. Haftung aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit	188
III. Schaden	190
IV. Kausalzusammenhang und Verschulden	191
V. Zusammenfassung	193
5. Kapitel Ausländische Regelungen im Vergleich	195
§ 15 Europäische Union	199
I. EU-Kapitalmarktrecht	199
1. EG-Marktmissbrauchsrichtlinie	199
II. Europäische Vorgaben im Einzelnen	201
1. Persönlicher Anwendungsbereich	201

	2. Sachlicher Anwendungsbereich	202
	3. Meldung und Publikation	203
§ 16	Bundesrepublik Deutschland	205
I.	Entstehung und Begriff	205
II.	Rechtsgrundlagen	206
III.	Persönlicher Anwendungsbereich	207
	1. Personen mit Führungsaufgaben	207
	2. Personen in enger Beziehung	208
	a. Natürliche Personen in enger Beziehung (Angehörige)	209
	b. Juristische Personen in enger Beziehung	210
	3. Drittpersonen	210
IV.	Sachlicher Anwendungsbereich	211
	1. Erfasste Emittenten	211
	2. Erfasste Märkte	212
	3. Gegenstand der Transaktion	213
	4. Erfasste Geschäfte	214
	5. Zeitpunkt der Auslösung der Meldepflicht	215
	6. Schwellenwert	215
V.	Meldung und Publikation	216
	1. Adressaten der Meldung und Frist	216
	2. Inhalt und Form der Meldung	217
	3. Inhalt und Form der Publikation	217
VI.	Durchsetzung der Meldepflicht	219
§ 17	Vereinigte Staaten von Amerika	221
I.	Einführung	221
II.	Rechtsgrundlagen	222
	1. Allgemein	222
	2. Securities Exchange Act	223
	3. Sarbanes-Oxley Act	224
III.	Erfasste Emittenten	225
IV.	Persönlicher Anwendungsbereich	226
	1. Gliederung der Unternehmensführung in den USA	226
	2. Directors	227
	3. Officers	228
	4. Massgeblich Beteiligte	230
	5. Konzernverhältnisse und Trusts	231
	6. Angehörige	232
V.	Sachlicher Anwendungsbereich	233
	1. Gegenstand der Transaktion	233

2.	Erfasste Geschäfte	233
a.	Grundsatz	233
b.	Ausnahmen	235
3.	Schwellenwert	235
VI.	Meldung	236
1.	Eingangsberichterstattung	236
2.	Kurzzeitige Berichterstattung	237
3.	Jahresberichterstattung	238
VII.	Publikation	238
VIII.	Durchsetzung der Meldepflicht	238
IX.	Gewinnherausgabepflicht als verwandte Regelung	240
§ 18	Rechtsvergleichende Analyse	242
I.	Adressaten der Regelung	242
II.	Persönlicher Anwendungsbereich	243
1.	Allgemeine Bemerkungen	243
2.	Führungsorgane	243
3.	Grossaktionäre	245
4.	Drittpersonen	246
5.	Verbundene Unternehmen	247
III.	Sachlicher Anwendungsbereich	248
1.	Erfasste Emittenten	248
2.	Erfasste Effekten und Geschäfte	248
3.	Schwellenwert	249
IV.	Information des Marktes	251
1.	Meldefristen	251
2.	Inhalt und Form der Publikation	253
3.	Weitere Bemerkungen	253
V.	Die Schweizer Regelung und internationale Standards	254
6. Kapitel	Zusammenfassende Würdigung	257
1.	Grundlagen	259
2.	Ökonomie	260
3.	Persönlicher Anwendungsbereich	261
4.	Sachlicher Anwendungsbereich	262
5.	Meldung und Publikation	263
6.	Durchsetzung der Meldepflicht	263
7.	Rechtsvergleichung	265
	Sachregister	267