

Börse und Unternehmen

Unternehmensverfassung von der Kotierung zur Dekotierung

Dissertation
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Gilles Pitschen

von Sent GR

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Peter Nobel

Dike Verlag Zürich 2014

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis.....	XXI
Materialienverzeichnis	LII
Abkürzungsverzeichnis	LVIII
Teil 1: Einleitung	1
Teil 2: Unternehmensrechtliche Grundlagen	3
§ 1. Das Unternehmen als Institution	3
I. Einleitung	3
II. Das Unternehmen als Zubehörbegriff des Sachenrechts	3
III. Die Ablösung durch die juristische Person und die Aktiengesellschaft	5
IV. Die „deutsche“ Unternehmensverfassung.....	6
V. Die französische Diskussion	12
§ 2. Das Unternehmen als pluralistischer Verband im Schweizer Aktienrecht	14
§ 3. Die Kritik an der Integration der Stakeholder im Gesellschaftsrecht	17
§ 4. Exkurs: Das Fusionsrecht als unternehmerisches Transaktionsrecht	18
§ 5. Allgemeine Begriffe des Unternehmens	19
§ 6. Fazit	21
§ 7. Alternative: Unternehmen als Verfahren	21
§ 8. Law & Economics: Übersicht über die Problembereiche und Theorien des Unternehmens	24
I. Zur Methode.....	24
II. Transaktionskostenansatz.....	24
III. Prinzipal-Agent und Property Rights.....	24
IV. Die Rolle der Autorität im Unternehmen.....	26

V.	Triple Agency	27
VI.	Die kontraktuelle Theorie des Unternehmens.....	28
VII.	Verhandlungskonzept.....	28
VIII.	Würdigung	29
§ 9.	Unternehmen und Publizität.....	30
I.	Begriff.....	30
II.	Funktion	31
III.	Publizität als Verhandlungsbasis im Unternehmen	32
IV.	Informationsqualität und Adressat der Unternehmenspublizität	33
V.	Freiwillige Publizität und Pflichtpublizität.....	36
VI.	Anlagerelevante Informationen.....	37
§ 10.	Unternehmensrecht an der Schnittstelle zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	38
I.	Die Entwicklung des Unternehmensrechts über das Kapitalmarktrecht.....	38
II.	Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht	40
III.	Funktionsschutz und Unternehmen.....	41
§ 11.	Gesamtwürdigung der Ausgangslage.....	41
Teil 3: Historischer Rückblick		43
§ 12.	Die Anfänge.....	43
§ 13.	Gründung der Effektenbörse und Revision des Zürcher Börsengesetzes 1883	44
§ 14.	Die Gründerkrise	45
I.	Die Ursachen.....	45
II.	Die deutsche Börsenenquête	46
III.	Die Bestrebung nach einem Schweizer Börsengesetz und die Revision des Zürcher Börsengesetzes 1896.....	48
§ 15.	Neues Zürcher Börsengesetz und Totalrevision des Kotierungsreglementes	50

§ 16. Die Vereinigung der Schweizer Börsen.....	52
§ 17. Die schweizerische Zulassungsstelle	52
§ 18. Verschärfung der Kotierungsvoraussetzungen 1986.....	54
§ 19. Die SIX Swiss Exchange	54
I. Einleitung	54
II. Die Association Tripartite des Bourses (ATB).....	54
III. Die Elektronische Börse Schweiz (EBS) und die Gründung der Schweizer Börse.....	55
IV. Die Folgen.....	57
V. Die virt-x	58
VI. Die Umstrukturierung der Börse zur SIX Swiss Exchange	59
§ 20. Das Eidgenössische Börsengesetz	60
I. Einleitung	60
II. Geregelte Themenkreise	61
1. Übernahmerecht	61
a. Antrag Kaspar Villiger.....	61
b. Der Schweizerische Übernahme-Kodex	62
c. Der OPAG-Vorschlag.....	64
d. Die Regelung im Entwurf	65
2. Unternehmenspublizität	65
III. Schlussbemerkung	66
§ 21. Das neue Kotierungsreglement der Schweizer Börse	67
I. Einleitung	67
II. Erweiterter Prospekt.....	67
III. Ad hoc-Publizität	68
IV. Rechnungslegung.....	68
V. Durchsetzung	69
VI. Vergleich mit internationalen Standards.....	69
VII. Aufnahme in der Literatur.....	70

Teil 4: Institutionen und Infrastrukturen.....	71
§ 22. Die Selbstregulierung.....	71
I. Wesen und Funktion	71
II. Zur Rechtsnatur der Reglemente der SIX Swiss Exchange.....	74
1. Rückblick	74
2. Rechtliche Grundlagen.....	75
3. Die Frage der Rechtsnatur beim Erlass des BEHG	76
a. Einleitung	76
b. Der EBK-Bericht Selbstregulierung	76
c. Rechtsnorm vs. Rechtsgeschäft	78
ca. Einleitung	78
cb. Gesteuerte Selbstregulierung	78
cc. Konzession des öffentlichen Dienstes	80
cd. Generell-abstrakte Normeigenschaft als Kriterium?	80
d. Öffentlich-rechtlich vs. Privatrechtlich.....	81
e. Folgen	85
§ 23. Die Organisation und Sanktionsordnung der SIX Swiss Exchange....	85
I. Einleitung	85
II. Organe und Verfahren der SIX Swiss Exchange.....	86
1. Die Organe	86
a. Einleitung	86
b. Das Regulatory Board.....	86
c. SIX Exchange Regulation	88
d. Die Sanktionskommission.....	89
e. Die unabhängige Beschwerdeinstanz	90
f. Das Schiedsgericht.....	91
2. Die Frage der Unabhängigkeit	93
III. Die Sanktionen des Kotierungsreglements und die Frage der Durchsetzung	93
1. Sanktionierung und Sanktionsadressat.....	93
2. Durchsetzung	95

§ 24. Börsenkurs und Marktmissbrauch	95
I. Einleitung.....	95
II. Der Börsenkurs	96
1. Rechtliche Bedeutung.....	96
2. Wirtschaftliche Bedeutung.....	97
3. Börsenkurs als Marktergebnis.....	97
a. Theorie der Kapitalmarkteffizienz.....	97
b. Kapitalmarkteffizienz durch Liquidität.....	98
c. Institutionelle und infrastrukturelle Voraussetzungen	99
4. Die Schweizer Börseninfrastruktur.....	101
a. Einleitung	101
b. Handelstransparenz.....	101
ba. Nachhandelstransparenz	101
bb. Vorhandelstransparenz.....	102
bc. Publikationspflicht.....	102
c. Journalführungspflicht	103
d. Relative Börsenpflicht	103
e. Sistierung des Handels	104
f. Exkurs I: Erfassung durch Indexierung	104
fa. Einleitung.....	104
fb. Der Free Float	105
g. Exkurs II: Zentrale Gegenparteien als Aktionärsvermittler	106
III. Marktmissbrauch und Verhaltensregeln	107
1. Einleitung.....	107
2. Selbstregulierung	108
a. SIX Swiss Exchange	108
b. Schweizerische Bankiervereinigung.....	109
3. Aufsichtsrechtlicher Marktmissbrauchsschutz	110
a. Einleitung	110
b. Aufsichtsrechtliche Tatbestände.....	110
c. Nichtbeaufsichtigte	111
4. Strafrechtliche Erfassung.....	111

§ 25. Die Finanzanalyse.....	112
I. Einleitung.....	112
II. Geschichte.....	113
III. Funktion und Begriffe.....	113
1. Finanzanalyse.....	113
2. Research-Bericht.....	114
3. Finanzanalysten.....	114
4. Fundamentalanalyse.....	115
IV. Rechtsschutz.....	116
1. Verhältnis zum Unternehmen	116
2. Persönlichkeitsrechtliche Schutzinstrumente.....	116
3. Lauterkeitsrechtliche Schutzinstrumente	117
V. Selbstregulierung der Swiss Financial Analyst Association.....	118
1. Information System for Analysts (ISfA).....	118
2. Bestimmungen des Handbook of Best Practice	119
VI. Selbstregulierung der Schweizerischen Bankiervereinigung.....	122
Teil 5: Das Werden.....	127
§ 26. Einführung.....	127
I. Begriffe	127
II. Funktion des Zulassungsverfahrens.....	127
III. Gründe für eine Kotierung.....	127
§ 27. Going Public	129
I. Vorbereitung des Going Public.....	129
II. Emission.....	131
1. Vorbemerkung	131
2. Der Emissionsprospekt	131
a. Pflicht zur Erstellung und Inhalt.....	131
b. Anforderungen an der Qualität der Informationen.....	133

c. Vertragliche Gewährleistung?	134
d. Aktualisierungspflicht	134
e. Die Prospekthaftung	135
ea. Einleitung.....	135
eb. Ähnliche Mitteilungen	135
ec. Zum Schaden.....	136
f. Prüfung des Prospekts.....	137
3. Die Platzierung.....	138
a. Entzug des Bezugsrechts.....	138
b. Marktmissbrauch	139
c. Zuteilung	140
§ 28. Die Kotierung	141
I. Die Voraussetzungen der Kotierung	141
1. Einleitung	141
2. Dauer und Rechnungslegung	141
3. Kapitalausstattung.....	145
4. Streuung	145
5. Weitere Publizität.....	146
6. Der Kotierungsprospekt	146
a. Inhalt	146
b. Würdigung des Schema A.....	149
c. Komplexe finanzielle Verhältnisse.....	150
d. Mangelhafte Erfassung der Beherrschungsstrukturen	151
e. Diskrepanz zwischen der Kotierungspublizität und der Publizität im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung	151
f. Form und Verbreitung.....	153
g. Prospektprüfung.....	153
h. Prospekthaftung	154
i. Empirische Analyse	157
7. Das Kotierungsinserat	157
8. Main Standard und Domestic Standard	157
II. Kotierungsverfahren.....	158

III.	Die Kotierung ausländischer Unternehmen	159
1.	Einleitung.....	159
2.	Primärkotierung	160
3.	Sekundärkotierte Unternehmen	160
4.	Exkurs zur Haftung und anwendbares Recht für die Emission .	161
IV.	Die Kotierung von Anleihen.....	161
1.	Einleitung.....	161
2.	„Schweizerische Anleihen“	162
3.	Internationale Anleihen.....	162
Teil 6: Das Sein.....		163
§ 29. Folgen der Kotierung – Übersicht		163
I.	Anwendungsbereich.....	163
II.	Gesellschafts- und rechnungslegungsrechtliche Folgen	164
III.	Börsenrechtliche Folgen	164
IV.	Kotierungsrechtliche Folgen.....	165
V.	Strafrechtliche und aufsichtsrechtliche Erfassung	166
§ 30. Rechnungslegung und Revision		166
I.	Einleitung.....	166
II.	Rechnungslegungsrecht der SIX Swiss Exchange.....	167
1.	Periodische Berichterstattung	167
2.	Rechnungslegungsstandards	167
a.	Rechtsnatur.....	167
b.	Kotierungsvorschriften.....	168
3.	Durchsetzung	169
III.	Revision	170
1.	Das Revisionsaufsichtsgesetz	170
2.	Kotierungsrechtliche Vorschriften.....	172

§ 31. Ad hoc-Publizität.....	172
I. Wesen und Zielsetzung.....	172
II. Adressat.....	173
III. Erfasste Unternehmen.....	173
IV. Meldepflichtige Tatbestände.....	174
1. Einleitung.....	174
2. Der Tatsachenbegriff.....	174
3. Im Tätigkeitsbereich des Emittenten.....	176
4. Nicht öffentlich bekannte Tatsache.....	177
5. Die Kursrelevanz.....	178
6. Erheblichkeit.....	181
V. Zeitliche Verhältnisse.....	183
1. Zeitpunkt.....	183
2. Kenntnis der Tatsache.....	184
VI. Bekanntgabeaufschub.....	185
1. Einleitung.....	185
2. Plan oder Entschluss des Emittenten.....	186
3. Tatsachenkomplexe.....	186
4. Geeignetheit zur Beeinträchtigung berechtigter Interessen des Emittenten.....	187
5. Informationsleck.....	187
a. Pflicht zur Vertraulichkeit.....	187
b. Offenlegung bei Informationslecks.....	188
VII. Gleichbehandlung.....	188
VIII. Verbreitung und Inhalt.....	189
IX. Würdigung.....	190
X. Konsequenzen für den Emittenten.....	191
XI. Die Haftungsfrage.....	191
§ 32. Insiderhandel.....	193

I.	Einleitung	193
II.	Rückblick	193
III.	Geltendes Recht	196
§ 33.	Die Offenlegung von Management-Transaktionen.....	198
I.	Einleitung	198
II.	Meldepflichtige Transaktionen und Inhalt.....	199
III.	Verpflichtung zur Unternehmensverfassung	200
§ 34.	Die Corporate Governance	202
I.	Begriff und Funktion.....	202
II.	Internationale Entwicklung	209
III.	Zur Corporate Governance-Diskussion in der Schweiz.....	212
IV.	Gesellschaftsrechtliche Ebene.....	212
1.	Die Expertengruppe Corporate Governance	212
2.	Die Aktienrechtsrevision „Transparenz der Vergütungen“	214
3.	Geplante Aktienrechtsrevision	216
a.	Die wichtigsten Etappen	216
b.	Problemkreise	217
ba.	Stimmrechtsbeschränkung	217
bb.	Gewährleistung der Liquidität.....	217
bc.	Gewährleistung der Emission zum wirklichen Wert bei Bezugsrechtsentzug	217
bd.	Entzug des Vorwegzeichnungsrechts	218
be.	Freies Verhältnis des Partizipationskapitals zum Aktienkapital	218
bf.	Die Vinkulierung.....	218
bg.	Regelung der Dispo-Aktien: doch nach dem Nominee-Modell	219
bh.	Keine Beschränkung der Vertretung von Aktien	219
bi.	Abschaffung der Organ- und Depotvertreter	219
bj.	Erfassung der Aktionariatsstruktur	220
bk.	Erleichterung der Kontrollrechte der Aktionäre.....	220
4.	Die Minder-Initiative	220
5.	Die Pensionskassen	225
a.	Die Stimmpflicht	225
b.	Probleme	227

c. Stimmrechtsvertreter und Pensionskassen	228
d. Selbstregulierung der Pensionskassen	229
V. Börsenrechtlichen Ebene.....	230
1. Einleitung	230
2. Meldepflichten	230
a. Einleitung	230
b. Geltungsbereich.....	231
c. Wirtschaftliche Berechtigung.....	231
d. Koordiniertes Verhalten	232
e. Erfassung von Finanzinstrumenten.....	233
f. Durchsetzung	233
fa. Aufsichtsrechtliche Erfassung (Stimmrechtssuspendierung und Zukaufsverbot)	233
fb. Strafrechtliche Erfassung	234
3. Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots.....	234
a. Einleitung	234
b. Ziele der Angebotspflicht.....	235
c. Wirtschaftliche Berechtigung und koordiniertes Verhalten.....	235
d. Durchsetzung	235
e. Strafrechtliche Erfassung	236
VI. Selbstregulierung der SIX Swiss Exchange.....	236
1. Einleitung	236
2. Inhalt	236
3. Umsetzungsstudie zur Zeit des Erlasses der RLCG	238
4. Diskrepanz zur Kotierungspublizität	239
5. Kommentar zu einzelnen Bestimmungen	239
a. Einleitung	239
b. Zur Konzernstruktur (Ziff. 1 RLCG).....	241
c. Bedeutende Aktionäre (Ziff. 1.2 RLCG)	242
d. Kreuzbeteiligungen (Ziff. 1.3 RLCG)	244
e. Kapitalstruktur (Ziff. 2 RLCG)	244
f. Verwaltungsrat (Ziff. 2 RLCG).....	244

g. Interne Organisation (Ziff. 3.4 RLCG).....	245
h. Geschäftsleitung (Ziff. 4 RLCG).....	245
i. Vergütungen (Ziff. 5).....	246
j. Kontrollwechselklauseln.....	246
6. Praxis.....	247
a. Schwerpunkte für die Prüfung der Geschäftsberichte	247
b. Entscheide betreffend die RLCG.....	250
c. Würdigung der Praxis	250
7. Würdigung	251
VII. Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	251
VIII. OECD-Grundsätze der Corporate Governance.....	253
IX. Empirische Untersuchungen	254
§ 35. Corporate Responsibility.....	259
I. Einleitung.....	259
II. Wichtige Codes	263
1. ISO 14001	263
2. EMAS (Eco-Management and Audit-Scheme)	264
3. Global Compact	264
4. Global Reporting Initiative	265
5. ISO 26000	265
6. OECD Leitsätze für multinationale Unternehmen.....	266
7. Weitere erwähnenswerte Codes	267
III. Beispiel: Der Nestlé Code of Business Conduct.....	267
IV. Erhebungen in der Schweiz.....	269
1. Einleitung	269
2. Zur Stiftung Ethos.....	269
3. Der Schweizer National Contact Point (NKP).....	271
V. Europäische Entwicklungen.....	273
VI. Würdigung	274

§ 36. Übernahmerecht.....	275
I. Ziele und Funktion des Übernahmerechts	275
1. Einleitung.....	275
2. Empirische Untersuchungen	276
a. Einleitung.....	276
b. Optimierung der Kapitalallokation	276
c. Übernahmegewinne	276
d. Folgen für die Stakeholders.....	277
e. Disziplinierende Wirkung auf die Unternehmensspitze	277
f. Abwehrmassnahmen.....	278
II. Übernahmerecht in der Schweiz	278
III. Das Unternehmen als Zielgesellschaft.....	279
1. Funktion und Ziele der übernahmerechtlichen Regelung der Zielgesellschaft.....	279
2. Der Bericht des Verwaltungsrates.....	280
a. Einleitung.....	280
b. Die Fairness Opinion	281
c. Informationen über die Absichten qualifizierter Aktionäre	282
d. Geplante Abwehrmassnahmen (Art. 31 Abs. 2 UEV).....	282
e. Offenlegung und Vermeidung von Interessenkonflikten.....	283
f. Veröffentlichung und Durchsetzung der Vorschriften über den Bericht.....	284
3. Verhalten der Zielgesellschaft	284
a. Einleitung.....	284
b. Zeitpunkt	284
c. Persönlicher Geltungsbereich.....	285
d. Betroffene Beschlüsse.....	285
e. Rechtsnatur des GV-Genehmigungsbeschlusses.....	286
f. Anzeigepflicht	288
g. Gesetzwidrige Abwehrmassnahmen nach Art. 36 UEV.....	289
ga. Einleitung.....	289
gb. Veränderung des Aktiv- und Passivbestandes.....	290
gc. Gemeldete „Crown Jewels“	291

gd. „Golden Parachutes“	292
ge. Veränderungen in der Kapitalstruktur	292
gf. Exkurs: Abwehrmassnahmen als wichtiger Grund für den Entzug des Bezugs- und/oder Vorwegzeichnungsrechts?	292
gg. Verfügung über eigene Aktien	293
h. Verhältnis zwischen den verschiedenen gesetzwidrigen Massnahmen nach Art. 36 Abs. 2 UEV	294
i. Ausnahmegewilligungen.....	294
j. Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen	295
4. Meldepflichten im Übernahmefall	296
5. Verfahren und Durchsetzung	297
IV. Würdigung	297
Teil 7: Das Sterben	298
§ 37. Die Dekotierung: Einleitung	298
I. Begriffe	298
II. Gründe für eine Dekotierung	298
§ 38. Dekotierungsverfahren	300
§ 39. Hot Delisting	303
I. Das Problem.....	303
II. Lösungsansätze <i>de lege lata</i>	308
1. Einleitung	308
2. Vinkulierungsähnlicher Sachverhalt.....	308
3. Faktische Zweckänderung.....	309
4. Vertrauenshaftung	310
5. Kotierungspublizität als wohlerworbenes Recht der Aktionäre	310
6. Fazit.....	311
III. Lösungsansätze <i>de lege ferenda</i>	311
1. Regelung durch die Börse	311
2. Börsenrechtliche Regelung	312

3. Obligationenrechtliche Regelung.....	313
§ 40. Hot Delisting nach erfolgtem Übernahmeangebot.....	313
§ 41. Cold Delisting in Umstrukturierungen	315
§ 42. Zwangsweise Dekotierung.....	316
Teil 8: Zusammenfassung der Erkenntnisse	318
§ 43. Die Funktion des Unternehmensrechts als verhandlungsförderndes Recht.....	318
§ 44. Die Publizität als Basis der Verhandlungen	318
§ 45. Die historische Entwicklung des Börsen- und Kotierungsrechts	319
§ 46. Die Selbstregulierung.....	320
§ 47. Die Organe der SIX Swiss Exchange.....	321
§ 48. Die Sanktionsordnung	321
§ 49. Der Börsenkurs und die Marktintegrität.....	322
§ 50. Die Finanzanalyse.....	322
§ 51. Die Kotierung	322
§ 52. Die Aufrechterhaltung der Kotierung.....	324
I. Die Rechnungslegung und die Revision	324
II. Ad hoc-Publizität	324
III. Offenlegung von Management-Transaktionen	326
IV. Die Corporate Governance.....	326
V. Die Corporate Responsibility.....	327
VI. Das Übernahmerecht.....	327
§ 53. Die Dekotierung.....	328
Teil 9: Lohnt sich eine Kotierung noch?	329