
Kommunikation

Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag

Herausgegeben von

Rolf Sethe

Andreas Heinemann

Reto M. Hilty

Peter Nobel

Roger Zäch

Sonderdruck



Stämpfli Verlag AG Bern · 2011

Börsenrechtliche Meldepflicht nach einer Punktlandung: Was heisst «Erreichen, Unter- oder Überschreiten» der Grenzwerte?

PETER BÖCKLI/CHRISTOPH B. BÜHLER

Inhaltsverzeichnis

I.	Einleitung.....	234
II.	Grundsatz und Verfahren der Meldepflicht bedeutender Aktionäre bei Berührung bestimmter Meldeschwellen.....	234
	1. Börsenrechtliche Pflicht der Aktionäre und Aktionärsgruppen zur Offenlegung ihrer massgeblichen Beteiligungen	234
	2. Rolle der Emittentin und der Offenlegungsstelle SIX Swiss Exchange	235
III.	Interpretationsbedürftigkeit der Frage des massgeblichen Auslösungspunkts der börsenrechtlichen Meldepflicht	236
	1. Problemerkennung und Notwendigkeit der Gesetzesauslegung	236
	2. Auslegungsmethoden	237
IV.	Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG in Bezug auf den massgeblichen Auslösungspunkt der börsenrechtlichen Meldepflicht.....	238
	1. Grammatikalische Auslegung	238
	a) Wortlaut der einschlägigen Gesetzesnorm als Ausgangspunkt.....	238
	b) Auslegung des Gesetzeswortlauts	239
	c) Meinungsstand in der Lehre und Rechtsprechung	240
	d) Eigene Beurteilung.....	241
	2. Historische und zeitgemässe Auslegung	243
	3. Systematische Auslegung.....	244
	a) Gegenstand der systematischen Auslegung	244
	b) Einordnung von Art. 20 Abs. 1 im Börsengesetz und Verhältnis zu Art. 21 BEHV-FINMA.....	245
	c) Verhältnis zur verschärften Meldepflicht des Anbieters gemäss Art. 31 BEHG.....	245
	4. Teleologische Auslegung	247
	a) Gegenstand der teleologischen Auslegung	247
	b) Sinn und Zweck der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG	247
	c) Teleologische Auslegung von Art. 20 BEHG im Hinblick auf den massgeblichen Auslösungspunkt der Meldepflicht.....	249
V.	Schlussfolgerungen	252
		233

I. Einleitung

ROLF H. WEBERS rechtswissenschaftliche Schaffenskraft reicht weit über das klassische Privat- und Wirtschaftsrecht hinaus und macht weder an den Schnittstellen zu anderen Fachgebieten noch vor den Landesgrenzen halt. Soweit die Autoren sich also entschieden haben, im Rahmen dieser Festschrift Fragen des massgeblichen Grenzwertes für die Auslösung der börsenrechtlichen Meldepflicht unter die Lupe zu nehmen, kann es sich – wie beim Gegenstand dieser Untersuchung – nur um eine «Punktlandung» auf einem ausgewählten Bereich aus dem breiten Werk des Jubilars handeln. Immerhin geht es um ein Themengebiet, mit dem ROLF H. WEBER sich im Basler Kommentar zum Obligationenrecht auseinandergesetzt hat¹ und bei dem letztlich, wie in vielen seiner Forschungsschwerpunkte, die *Kommunikation* im Brennpunkt des Interesses steht.

II. Grundsatz und Verfahren der Meldepflicht bedeutender Aktionäre bei Berührung bestimmter Meldeschwellen

1. Börsenrechtliche Pflicht der Aktionäre und Aktionärsgruppen zur Offenlegung ihrer massgeblichen Beteiligungen

Das Börsengesetz, das die Transparenz zu einem seiner hauptsächlichen Ziele erklärt,² verpflichtet in Art. 20³ jedermann, der Gesellschaft und den Börsen innert vier Börsentagen Mitteilung zu machen, sobald er mit Aktien oder bestimmten Aktienderivaten direkt oder indirekt die Grenzwerte von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔% der Stimmrechte (ob ausübbar oder nicht) der betreffenden Gesellschaft erreicht, über- oder unterschreitet.

Gemäss der Börsenverordnung der FINMA⁴ entsteht die Meldepflicht mit der Begründung des Anspruchs auf Erwerb oder Veräusserung von meldepflichtigen Beteiligungspapieren und Finanzinstrumenten. Die Meldepflicht wird somit bereits durch den Abschluss des *Verpflichtungsgeschäfts* ausgelöst.⁵

¹ ROLF H. WEBER, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz und Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2010, Art. 20 N 47 ff.

² Art. 1 BEHG.

³ Art. 20 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 9 BEHV-FINMA.

⁴ Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA.

⁵ Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: Dieter Zobl (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Schweizer Schriften zum Bankrecht 37, Zürich 1996, 37, 58; PETER BÖCKLI, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, 225, 235; CHRISTOPH B. BÜHLER, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil.

2. Rolle der Emittentin und der Offenlegungsstelle SIX Swiss Exchange

In der zweiten Verfahrensstufe ist die Emittentin zur Veröffentlichung des Inhalts der Meldung verpflichtet. Nachdem der Aktionär der betreffenden Publikumsgesellschaft und der Börse gestützt auf Art. 20 Abs. 1 BEHG den Erwerb oder die Veräusserung von qualifizierten Beteiligungen gemeldet hat, muss die Gesellschaft die mitgeteilte Information gemäss Art. 21 BEHG innert zwei Börsentagen über die Offenlegungsstelle der SIX Swiss Exchange (nachfolgend «OLS SIX») betriebene elektronische Meldeplattform veröffentlichen.⁶

Die OLS SIX, eine eigene Abteilung innerhalb der SIX Exchange Regulation, nimmt die Meldungen entgegen und überwacht die Melde- und Veröffentlichungspflichten. Sie ist die Stelle, welche dazu kompetent ist, die im Gesetz erwähnten Ausnahmen und Erleichterungen von der Meldepflicht zu gewähren und Vorabentscheide über den Bestand oder Nichtbestand einer Meldepflicht zu fällen.⁷

Mögliche Meldepflichtverletzungen zeigt sie gestützt auf Art. 6 Abs. 2 BEHG der FINMA an, welche die Aufsicht über die Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben durch die OLS SIX wahrnimmt. Die FINMA kann Personen, die ihre qualifizierte Beteiligung vorsätzlich nicht offen legen, gemäss Art. 41 Abs. 1 und 2 BEHG mit Busse bis zum doppelten Betrag des Kaufs- oder Verkaufspreises bestrafen und/oder seit 1. Dezember 2007 gemäss Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG mit einer Suspendierung der nicht gemeldeten Stimmrechte ahnden. Wer fahrlässig handelt, kann seit dem 1. Januar 2009 gemäss Art. 41 Abs. 3 BEHG mit Busse bis zu CHF 1 Mio. bestraft werden.⁸

Zürich 2009, N 886; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Habil. St. Gallen, Bern 2009, 147; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 86.

⁶ Art. 22 Abs. 2, Art. 23–24 und 25–27 BEHV-FINMA; vgl. auch Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 10/2008 vom 3. November 2008 und Mitteilung der Offenlegungsstelle II/08 vom 11. Dezember 2008.

⁷ Vgl. DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, 90/91; BÜHLER (Fn. 5), N 1193 ff.

⁸ Vgl. SONJA BLAAS/JÉRÔME BARRAUD, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2008, 335, 345 f.; HANS CASPAR VON DER CRONE/EVA BILEK/MATTHIAS HIRSCHLE, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 80 (2008) 1, 5; BÜHLER (Fn. 5), N 1001 und 1198; SCHENKER (Fn. 5), 192 ff.

III. Interpretationsbedürftigkeit der Frage des massgeblichen Auslösungspunkts der börsenrechtlichen Meldepflicht

1. Problemerkfassung und Notwendigkeit der Gesetzesauslegung

Es stellt sich die Frage, ob die Meldepflicht beim Erwerb von Beteiligungen jeweils immer nur *alternativ* beim Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der gesetzlichen Grenzwerte oder aber in dem Sinne besteht, dass *kumulativ* nicht nur das exakte Erreichen eines Grenzwertes,⁹ sondern auch die *nachträgliche Entfernung* von diesem Grenzwert – ohne Berührung der nächsthöheren oder -tieferen Schwelle – die Meldepflicht auslöst (z.B. durch den Erwerb eines weiteren Prozents an meldepflichtigen Rechten).

Auf den ersten Blick scheint der Wortlaut des Gesetzes zu dieser Frage klar zu sein: meldepflichtig wird, wer durch den Erwerb *oder* die Veräusserung seiner Beteiligung die massgeblichen Grenzwerte «erreicht, unter- oder überschreitet». Denn ist es nicht klar? Meldepunkte sind z.B. 10, 15 oder 20%; wer also 15% gemeldet hat, erreicht durch den Erwerb eines weiteren Prozentpunktes keinen neuen Meldepunkt.

Nach Lehre und Rechtsprechung der letzten Jahrzehnte ist eine Gesetzesauslegung nicht nur zulässig und notwendig, wenn der Wortlaut einer Norm geradezu als zweideutig oder unklar erscheint. Eine Interpretation des Gesetzes nach den allgemein anerkannten Auslegungsregeln kann auch bei einem auf den ersten Blick klaren oder vermeintlich sogar *eindeutigen* Wortlaut angezeigt sein. Ist das Gesetz in Bezug auf einen konkreten Anwendungsfall interpretationsbedürftig, ist somit nicht ausschliesslich auf den Wortlaut des Gesetzes abzustellen; massgeblich sind vielmehr auch dessen Sinn und Zweck sowie die Entstehungsgeschichte und systematische Einordnung der Norm. Entsprechend hat sich das Bundesgericht in BGE 111 Ia 292, 297 geäussert:

«Entscheidend ist danach nicht der vordergründig klare Wortlaut einer Norm, sondern der wahre Rechtssinn, welcher durch die anerkannten Regeln der Auslegung zu ermitteln ist. Auch Bundesgesetze sind dabei einer Auslegung wider den Wortlaut zugänglich [...]»

Der Text eines Gesetzes, selbst wenn er bei der ersten Lektüre klar erscheint, stellt somit *kein Hindernis* für eine Auslegung, unter Umständen sogar für eine Interpretation in Abweichung vom Gesetzeswortlaut dar. Das Gericht kommt dazu, dass es im Endergebnis das, was der Wortlaut auf den ersten Blick besagt, entweder einschränkt oder in einem ganz bestimmten, vom blossen Wortlaut abweichenden Sinn begreift. Bestehen triftige Gründe

⁹ 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔% der Stimmrechte.

dafür, dass der Wortlaut einer Norm den wahren Rechtssinn einer Vorschrift, die *ratio legis*, nicht wiedergibt, ist es zulässig – ja sogar geboten – von ihm abzuweichen und die Vorschrift entsprechend zu interpretieren.¹⁰

2. Auslegungsmethoden

Heute ist weithin anerkannt, dass es im Wesentlichen fünf unterschiedliche Methoden der Gesetzesauslegung gibt; es sind dies:¹¹

- i. *Grammatikalische Auslegung*, die auf den Wortlaut, Wortsinn und Sprachgebrauch einer Norm abstellt;
- ii. *Historische Auslegung*, wonach der Sinn zu ermitteln ist, den einer Norm zur Zeit ihrer Entstehung beigemessen wurde;
- iii. *Zeitgemässe Auslegung*, die auf das Normverständnis und die Verhältnisse zur Zeit der Rechtsanwendung abstellen;
- iv. *Systematische Auslegung*, welche den Sinn einer Norm dadurch zu ermitteln versucht, dass die Rechtsnorm in ein Verhältnis zu anderen Rechtsnormen und den systematischen Zusammenhang, in dem sie sich im Gesetz präsentiert, gestellt wird;
- v. *Teleologische Auslegung*, welche auf den Zweck und das Ziel einer Norm abstellt.

Grundsätzlich hat bei der Gesetzesauslegung keine der Methoden Vorrang. Vielmehr treten Lehre und Rechtsprechung für den sogenannten *Methodenpluralismus* ein, wonach all jene Methoden kombiniert werden sollen, die für den konkreten Fall im Hinblick auf ein vernünftiges und praktikables Ergebnis am meisten Überzeugungskraft haben.¹²

¹⁰ Vgl. etwa BGE 131 III 314, 315 f.; 131 II 13, 31 f.; 128 I 34, 41; 111 Ia 292, 297; 105 Ib 49, 62; ULRICH HÄFELIN/WALTER HALLER/HELEN KELLER, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 7. Aufl., Zürich 2008, N 124; ERNST A. KRAMER, Juristische Methodenlehre, 3. Aufl., Bern 2010, 172 und 218 f.

¹¹ Vgl. statt vieler ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl., Zürich 2010, N 216; HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 90 ff.; KRAMER (Fn. 10), 53 ff.

¹² Vgl. zum Ganzen etwa BGE 131 II 697, 703; 131 III 314, 315 f.; 131 II 13, 31 f.; 128 I 34, 41; 125 II 206, 208 f.; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (Fn. 11), N 217; HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 127 ff.

IV. Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG in Bezug auf den massgeblichen Auslöschungspunkt der börsenrechtlichen Meldepflicht

1. Grammatikalische Auslegung

a) Wortlaut der einschlägigen Gesetzesnorm als Ausgangspunkt

Ausgangspunkt für die Beurteilung der untersuchten Fragestellung ist der Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 BEHG. Die Bestimmung lautet wie folgt:¹³

«Art. 20 Meldepflicht

¹ Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräussert und dadurch den *Grenzwert* von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 $\frac{1}{3}$, 50 oder 66 $\frac{2}{3}$ Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, *erreicht, unter- oder überschreitet*, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden. ...»

Nach dem Wortlaut des Gesetzes wird also meldepflichtig, wer durch den Erwerb oder die Veräusserung seiner Beteiligung die massgeblichen Grenzwerte «*erreicht, unter- oder überschreitet*». Diese Begriffe werden im BEHG weder definiert noch an anderer Stelle im Gesetz näher erläutert. Auch in den gesetzsergänzenden Verordnungen, namentlich in der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel¹⁴ und in der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel¹⁵ wird dieser Passus des Gesetzes bzw. der die Meldepflicht auslösende Tatbestand in der hier zur Beurteilung stehenden Frage nicht näher umschrieben. In der BEHV findet sich diesbezüglich keine Regel, und in Art. 9 Abs. 1, 2 und 4, Art. 11 Abs. 2, Art. 12 Abs. 1, Art. 15 Abs. 3 oder Art. 16 BEHV-FINMA wird diesbezüglich derselbe Wortlaut wie im BEHG verwendet. Es wird jeweils ohne weitere Definition oder Ergänzung, in Wiederholung der gesetzlichen Formel, darauf abgestellt, dass die massgeblichen Grenzwerte «*erreicht, über- oder unterschritten*» werden.

¹³ Hervorhebungen beigelegt.

¹⁴ Börsenverordnung, BEHV.

¹⁵ Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA.

b) Auslegung des Gesetzeswortlauts

Im Rahmen der grammatikalischen Auslegung ist neben dem Wortlaut auch der Wortsinn und Sprachgebrauch einer Norm zu berücksichtigen.¹⁶

Der Fall, dass eine Person mit ihrer Beteiligung genau einen der gesetzlichen Grenzwerte erreicht und danach den Meldepunkt durch einen Dazukauf oder eine Veräusserung wieder verlässt, ohne den nächstgelegenen gesetzlichen Grenzwert zu erreichen, ist im Gesetzeswortlaut nicht eigens hervorgehoben. In sprachlich-grammatikalischer Hinsicht könnte der massgebliche Wortlaut des Gesetzes in Bezug auf das «*Erreichen, Unter- oder Überschreiten*» somit grundsätzlich auf zwei Arten interpretiert werden:

- i. *Variante 1 – Meldung beim Erreichen, nicht aber beim Verlassen eines gesetzlichen Grenzwertes, ausser wenn der nächsthöhere oder nächsttiefere Grenzwert erreicht wird (Einzelmeldung)*: Massgeblich ist in dieser Auslegung nur – aber immerhin – das tatsächliche «*Berühren*» eines Grenzwertes. Eine solche meldepflichtige Berührung kann auf drei unterschiedliche Arten erfolgen. Eine Berührung findet beim exakten Erreichen des Grenzwertes statt, oder eine Berührung erfolgt – zumindest für eine logische Sekunde –, wenn der Anleger unter dem Grenzwert steht und diesen durch einen Kauf überschreitet, oder wenn der Anleger über dem Grenzwert steht und diesen durch eine Veräusserung unterschreitet. Bei dieser Lesart handelt es sich somit um drei verschiedene und voneinander unabhängige Möglichkeiten der «*Berührung*» der Grenzwerte. Entfernt sich der Meldepflichtige, sei es durch einen weiteren Aufbau oder eine Abnahme seiner Beteiligung, vom bereits tangierten und gemeldeten Grenzwert, so stellt dieser Vorgang keine weitere eigenständige «*Berührung*» im Sinne von Art. 20 Abs. 1 BEHG mehr dar, der erneut die Meldepflicht auslösen würde – es sei denn, durch die Transaktion würde der nächsthöhere oder nächsttiefere gesetzliche Grenzwert berührt.
- ii. *Variante 2 – Meldung sowohl beim Erreichen als auch beim Verlassen des gesetzlichen Grenzwertes (Doppelmeldung)*: Der Gesetzeswortlaut könnte auf den ersten Blick auch dahingehend verstanden werden, dass zusätzlich zum exakten Erreichen eines Grenzwertes *kumulativ* auch jede weitere Veränderung der Beteiligung nach oben oder unten, unabhängig von einer Berührung eines nächsthöheren oder -tieferen gesetzlichen Grenzwertes, wiederum als «*Unter- oder Überschreiten*» des Grenzwertes gemeldet werden muss. Dies hätte notwendigerweise zur Folge, dass all jene Transaktionen, die genau einen der gesetzlichen Grenzwerte erreicht haben, bei jeder späteren Veränderung ohne weiteres und unabhängig vom Umfang der Verminde-

¹⁶ BGE 131 II 697, 702 f.; HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 91/92; KRAMER (Fn. 10), 57 ff.

rung oder Erhöhung der Beteiligung einen weiteren meldepflichtigen Tatbestand begründen würden. Erwirbt ein Anleger z.B. zuerst genau 5%, und hat er diesen Grenzwert gemeldet, so muss er seinen nächsten Erwerb von 1% wiederum melden, obwohl das Gesetz den nächsthöheren Meldegrenzwert bei 10% festgelegt hat. Und verkauft er 1%, so hat er eine Meldung über 4% zu erstatten, obwohl das Gesetz den nächsttieferen Grenzwert erst bei 3% eingerichtet hat. Das bedeutet z.B. im Vergleich eines Erwerbs von 5% und von 5,01% folgendes: Wer genau 5% erworben hat, muss bei einem zusätzlichen Erwerb von 1% eine neue Meldung «6%» abgeben, und bei einer Veräusserung von 1% eine neue Meldung «4%». Wer aber 5,01% erworben hat, muss beim Zukaufen erst das Erreichen von 10% und bei Veräusserungen erst 3% melden. Im Ergebnis führt diese Interpretation also zusätzliche Meldepflichten für Personen ein, die eine Beteiligung exakt im Betrag der im Gesetz erwähnten neun Prozentzahlen erworben haben.

c) Meinungsstand in der Lehre und Rechtsprechung

Soweit ersichtlich, haben sich Lehre und Rechtsprechung noch nicht mit diesen beiden Lesarten von Art. 20 Abs. 1 BEHG auseinandergesetzt. Regelmässig wird unter dem Stichwort der Grenzwerte lediglich die gesetzliche Regelung wiedergegeben und demzufolge formelhaft ausgeführt, dass meldepflichtig werde, wer die massgeblichen Grenzwerte «erreicht, über- oder unterschreitet».¹⁷ Diesen Literaturstellen können mithin keine klaren Anhaltspunkte als Auslegungshilfe für die eine oder andere Interpretationsvariante entnommen werden.

¹⁷ Vgl. URS BERTSCHINGER, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 6 (1997), 283, 284; DIETER ZOBL, Das Börsenrecht der Schweiz, in: Robert P. Umbricht (Hrsg.), Das Börsenrecht der Schweiz, Zürich 1998, 47, 50; MYRIAM SENN, Die Erfassung der Beteiligungen im Banken- und Kapitalmarktrecht, AJP 7 (1998), 33, 39; SUSANNE METTIER, Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Melde- und Veröffentlichungspflicht von Aktionär und Gesellschaft, Schweizer Schriften zum Bankenrecht 52, Zürich 1999, 97; CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, in: Gérard Hertig et al. (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 2000, Art. 20 N 1 sowie N 30 ff.; MANFRED KÜNG/FELIX M. HUBER/MATTHIAS KUSTER, Kommentar zum Börsengesetz, Loseblattsammlung, Band II, Zürich 1998 (Erstlieferung), 2. Lieferung 2004, Art. 20 N 16 ff.; STEFAN LÜCHINGER, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Merger & Acquisitions VI, Zürich 2004, 236, 250; ZOBL/KRAMER (Fn. 7), 128/29; VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE (Fn. 8), 1 und 2; BÜHLER (Fn. 5), N 872 und 875; SCHENKER (Fn. 5), 66/67; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010, § 10 N 427; PETER V. KUNZ, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte moderner Finanzinstrumente – Perspektive der Schweiz, Der Gesellschafter (2010), 252, 254; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 56.

Auch in der *Botschaft BEHG 1993* findet sich keine Auseinandersetzung mit den beiden möglichen Lesarten des einschlägigen Passus in Art. 20 Abs. 1 BEHG. Die Botschaft wiederholt lediglich den Gesetzeswortlaut:¹⁸ sie hält fest, dass die Meldepflicht «vom Erreichen, Über- und Unterschreiten von Beteiligungsschwellen abhängig» sei.¹⁹

Nichts anderes gilt für die einschlägigen höchstrichterlichen Entscheidungen. Soweit ersichtlich, hat sich das Bundesgericht bisher noch nicht mit den beiden Lesarten in Bezug auf Art. 20 Abs. 1 BEHG auseinandergesetzt. In den Entscheiden, in denen diese Bestimmung von Relevanz war, wurden in der Regel Spezialthemen diskutiert – wie etwa die nähere Definition des Gruppenbegriffs.²⁰ Im jüngsten Entscheid zum Themenbereich der Meldepflicht bestätigte das Bundesgericht lediglich, dass der Hedge Fund *Laxey* seine Meldepflicht gemäss Art. 20 BEHG beim Erwerb von Beteiligungspapieren der *Implenia AG* verletzt habe;²¹ doch auch bei diesem Entscheid ist keine Auseinandersetzung mit der hier interessierenden Auslegungsproblematik zu entnehmen.

Auch die Literatur schweigt zu dem hier relevanten Problem; sie spricht sich somit nicht für die eine oder andere Lesart bzw. grammatikalische Interpretationsvariante des Gesetzes in Bezug auf die Frage des massgeblichen Auslösungspunktes der Meldepflicht aus.

d) Eigene Beurteilung

Bereits früher hat der Erstautor darauf hingewiesen, dass nach dem Konzept des BEHG die Meldepflicht durch die «Berührung» eines Schwellenwertes ausgelöst wird.²² Dieser Feststellung ist implizit zu entnehmen, dass nach dem exakten Erreichen eines Grenzwertes durch das nachfolgende Überschreiten nicht erneut die Meldepflicht ausgelöst wird, solange der nächsthöhere gesetzliche Grenzwert dadurch nicht berührt wird. Dasselbe gilt für Verkäufe nach der Berührung eines bestimmten Grenzwertes. Die drei Varianten des «Erreichens, Über- oder Unterschreitens» stehen einander nach dieser Interpretation des Gesetzes gleichwertig, unabhängig und alternativ gegenüber.

Hinter der Auffassung, dass das Gesetz mit dem Konzept der «Berührung» bestimmter Meldepunkte arbeitet, steht die Beobachtung, dass die Meldegrenzwerte als formalisierte «Schwellen» dienen, «die einen bestimmten Grad des stimmenmässigen Einflusses» ausdrücken.²³ Wer eine Berührung

¹⁸ Mit einer kleinen Variation, indem «und» statt «oder» gesetzt wird.

¹⁹ Botschaft BEHG 1993, 1410.

²⁰ BGE 136 II 43, 51; 130 II 530, 546 (in Zusammenhang mit der Angebotspflicht).

²¹ BGer 2C_78/2009, 2C_77/2009, Urteile vom 10. März 2010.

²² BÖCKLI (Fn. 5), 234/35; DERS., Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 7 N 51c.

²³ BÖCKLI (Fn. 5), 240.

eines Grenzwerts gemeldet hat, muss nach dem Wortlaut des allgemein geltenden Systems der Meldepflicht in Art. 20 BEHG²⁴ erst wieder melden, wenn ein vom Gesetz als massgeblich erklärter höherer oder geringerer stimmenmässiger Einfluss erreicht ist. Der Vergleich des Wortlauts von Art. 20 BEHG, der das Konzept eines relativ groben Rasters von gesetzlichen Meldepunkten enthält, mit demjenigen von Art. 31 BEHG, der während eines Übernahmeverfahrens jede einzelne Transaktion meldepflichtig erklärt, lässt den Unterschied eindeutig hervortreten.

Dieses Verständnis überzeugt auch nach erneuter Überprüfung des Gesetzeswortlauts im Rahmen einer grammatikalischen Auslegung. Nach Auffassung der Autoren ist der Wortlaut des Gesetzes vergleichsweise klar. Der Gesetzestext stellt nach seinem Wortlaut auf drei *alternative* Varianten des «Berührens» eines Grenzwerts ab. Eine massgebliche «Schwellenberührung» erfolgt durch ein exaktes «Auf-die-Schwelle-Treten», *oder* ein «Überschreiten» (von unterhalb der Schwelle nach oben) *oder* ein «Unterschreiten» (von oberhalb der Schwelle nach unten), wobei in diesen beiden letzten Fällen jeweils für eine logische Sekunde die Schwelle berührt wird. Wird der Grenzwert genau betreten, ist dies als eigenständiges «Erreichen» zu melden. Ein danach folgendes «Ab-der-Schwelle-Treten» berührt dieselbe Schwelle nicht mehr und löst somit nicht erneut die Meldepflicht aus, wenn nicht ein derart grosser Schritt gemacht wird, dass bereits der nächste gesetzliche Grenzwert berührt wird. Das heisst, das Gesetz ist dahingehend zu lesen, dass die Varianten Erreichen *oder* Überschreiten *oder* Unterschreiten meldepflichtauslösend sind; das «oder» steht für gleichwertige und voneinander grundsätzlich unabhängige Varianten. Hätte der Gesetzgeber eine Meldepflicht kumulativ sowohl beim Erreichen als auch beim nachträglichen Verlassen *ohne* Berührung des nächsthöheren oder -tieferen Grenzwertes einrichten wollen, so hätte er dies – wie etwa in Art. 31 BEHG – auch genau so, mit der Einrichtung einer zusätzlichen Meldepflicht für das Erreichen eines zwischen den üblichen Grenzwerten liegenden Prozentsatzes, zum Ausdruck gebracht.

Die Lesart gemäss Variante 2 im Sinne einer Doppelmeldepflicht hätte in der Tat zur Folge, dass es neben den gesetzlich normierten Grenzwerten – neun an der Zahl – in den Fällen des exakten Berührens eines Grenzwertes jeweils noch zusätzliche, im Gesetz nicht festgelegte Meldungen «Verlassen der Schwelle und Erreichen des Prozentsatzes X» geben müsste. Erreicht ein Investor z.B. exakt die 15%-Schwelle, hat er dies unstreitig zu melden. Er müsste nach der Interpretation des Gesetzeswortlauts im Sinne von Variante 2 wiederum eine Meldung erstatten,²⁵ wenn er danach weitere Aktien im Be-

²⁴ Im Gegensatz zur verschärften Meldepflicht während eines Übernahmeangebots gemäss Art. 31 BEHG.

²⁵ «Verlassen der Schwelle von 15% und Erreichen von 17%».

reich unterhalb des nächstfolgenden höheren gesetzlichen Grenzwertes (20%) dazukaufen würde; kauft er 2% dazu müsste er eine 17%-Meldung erstatten. Für diese Auslegung lässt gerade der Wortlaut des Gesetzes aber bei Lichte betrachtet keinen Raum. Nach dem Gesetz muss nur bei *schematisch festgelegten Grenzwerten* gemeldet werden: also z.B. 15%, und dann bei Verkäufen erstmals wieder bei 10% und bei Käufen erstmals wieder bei 20%.

Der massgebliche Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 BEHG lässt also für den Fall einer «Punktlandung» genau auf einem der neun gesetzlichen Grenzwerte nur auf den allerersten Blick zwei unterschiedliche Interpretationsvarianten zu. Bei genauer Betrachtung ist der Wortlaut des Gesetzes im Rahmen einer grammatikalischen Auslegung dahingehend zu interpretieren, dass nach dem gemeldeten exakten Erreichen eines Grenzwertes das nachfolgende Verlassen der Schwelle erst bei Berührung eines der nächsthöheren oder nächsttieferen Grenzwerte erneut die Meldepflicht auslöst.

2. Historische und zeitgemässe Auslegung

Die *historische* Auslegung stellt auf den Sinn einer Norm ab, der dieser zur Zeit ihrer Entstehung gegeben wurde; die Norm soll so gelten, wie sie der Gesetzgeber ursprünglich vorgesehen hat. Demgegenüber stellt eine *zeitgemässe* Auslegung auf das Normverständnis und die Verhältnisse ab, wie sie zur Zeit der Rechtsanwendung bestehen.²⁶

Im vorliegenden Fall treten diese beiden Auslegungsmethoden in ihrer Bedeutung stark zurück. Das BEHG wurde in seiner ursprünglichen Fassung im Jahr 1995 erlassen und gestaffelt auf den 1. Februar 1997 und 1. Januar 1998²⁷ in Kraft gesetzt. Die sogenannte Erstmeldung für *Altbesitz* von 5% war erst auf den 1. Januar 2001 zu erstatten. Es handelt sich um ein vergleichsweise junges Gesetz, d.h. es ist grundsätzlich noch keine grosse Diskrepanz auszumachen zwischen dem Sinn der Norm, wie er zum heutigen Zeitpunkt und zum Zeitpunkt ihrer Entstehung zu verstehen ist.

Unter dem Gesichtspunkt der historischen bzw. zeitgemässen Auslegung ist Folgendes festzustellen:

Namentlich bei neueren Erlassen kommt den *Materialien* eine besondere Stellung zu, weil veränderte Umstände oder ein gewandeltes Rechtsverständnis eine andere Lösung weniger nahelegen.²⁸ Wie bereits dargelegt, findet sich in der *Botschaft BEHG* 1993 (und übrigens auch in der parlamentarischen Debatte) jedoch *keine* Auseinandersetzung mit der einschlägigen The-

²⁶ HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 101; KRAMER (Fn. 10), 116 ff.; vgl. auch BGE 131 II 697, 703.

²⁷ U.a. Meldepflicht des Art. 20 BEHG.

²⁸ BGE 131 II 697, 703, m.w.N.

matik.²⁹ Die *historische* Auslegung führt vorliegend nicht zu weiteren Erkenntnissen.

Unter dem Aspekt der *zeitgemässen* Auslegung ist zu berücksichtigen, dass das BEHG und die massgebliche Verordnung seit 1995 nicht unverändert geblieben sind: Im Jahre 2007 hat der heimliche Aufbau von Beteiligungen an schweizerischen Industriegesellschaften durch ausländische Finanzinvestoren sowohl den Gesetz- als auch den Verordnungsgeber veranlasst, die Ausgestaltung der börsenrechtlichen Meldepflicht im Eiltempo anzupassen.³⁰ So setzte die Eidgenössische Bankenkommision («EBK») – noch vor der Verabschiedung der Gesetzesrevision – eine erste Änderung der BEHV-EBK per 1. Juli 2007 in Kraft und das Börsengesetz wurde von den eidgenössischen Räten in einem Schnellverfahren abgeändert. Im Rahmen dieses Verfahrens, das an die Beratung des Finanzmarktaufsichtsgesetzes angehängt wurde, erschien *keine Botschaft*, der allenfalls weiterführende Hinweise für die hier zur Beurteilung stehende Frage hätten entnommen werden können. Es fand auch kein ordentliches Vernehmlassungsverfahren statt. Auch in der parlamentarischen Beratung wurde die Möglichkeit einer neuen Auslegung des Art. 20 BEHG im Sinne der Variante 2 in keiner Weise angesprochen.³¹

Die einschlägigen Bestimmungen sind in die Börsenverordnung-FINMA³² vom 25. Oktober 2008 übernommen worden. Die Änderungen des Jahres 2007 im Börsengesetz und in der Verordnung hatten keine Auswirkung auf die Frage, ob eine doppelte Meldepflicht in dem Sinne besteht, dass einerseits das exakte Erreichen eines Grenzwertes und andererseits ein nachträgliches Verlassen desselben Grenzwertes – ohne Berührung der nächsthöheren oder nächsttieferen gesetzlichen Schwelle – separat zu melden sind. Daher sind auch die Materialien zu den jüngsten Gesetzes- und Verordnungsänderungen unter dem Aspekt einer zeitgemässen Auslegung nicht weiterführend.

3. Systematische Auslegung

a) Gegenstand der systematischen Auslegung

Im Rahmen der systematischen Auslegung ist der Sinn einer Rechtsnorm durch ihr Verhältnis zu anderen Rechtsnormen und durch den systematischen Zusammenhang, in dem sie sich in einem Gesetz präsentiert, zu bestimmen. Aus der systematischen Stellung einer einzelnen gesetzlichen Regelung im Gefüge des Gesamtgesetzes können sich wichtige Aufschlüsse für den Normsinn ergeben.³³

²⁹ Botschaft BEHG 1993, 1410.

³⁰ Vgl. zu dieser Entwicklung BÜHLER (Fn. 5), N 874.

³¹ Vgl. AB S 1993, 998 ff., 1006; AB N 1994 1051 ff., 1063; AB N 1994, 837, 838; AB N 1995 306, 307; AB N 1995 351, 352.

³² BEHV-FINMA.

³³ HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 97; KRAMER (Fn. 10), 85 ff.

b) Einordnung von Art. 20 Abs. 1 im Börsengesetz und Verhältnis zu Art. 21 BEHV-FINMA

Die Bestimmung, welche die Meldepflicht beim Erreichen, Unter- oder Überschreiten bestimmter Grenzwerte regelt, ist im Abschnitt «Offenlegung von Beteiligungen» enthalten. Der Gesetzgeber reguliert in diesem Abschnitt das Marktverhalten der Anleger und nimmt – im Gegensatz zum aktienrechtlichen Offenlegungstatbestand in Art. 663c OR, welcher die Offenlegung massgeblicher Beteiligungen durch die Emittentin vorschreibt – bedeutende Aktionäre und Aktionärsgruppen direkt in die Pflicht, indem er diese einer bestimmten Meldeordnung unterstellt. Art. 21 BEHG auferlegt sodann auch der Emittentin eine Pflicht zur Veröffentlichung der ihr mitgeteilten Informationen.

Die Meldepflicht der Anleger wird ausführlich erläutert und konkretisiert in den Art. 9 bis 27 BEHV-FINMA. Unter dem Gesichtspunkt der systematischen Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG ist die Regelung in Art. 21 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA zu berücksichtigen. In Anwendung von Art. 20 Abs. 1 BEHG in Verbindung mit Art. 21 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA kann, wer den Grenzwert von 3% unterschreitet, die Meldung auf die Tatsache des Unterschreitens ohne Angabe des Stimmrechtsanteils beschränken. Das blosses «Verlassen» der untersten gesetzlichen Schwelle nach unten ist somit in diesem besonderen Fall zu melden, obwohl dadurch keine gesetzliche Meldeschwelle mehr berührt wird. Erreicht also ein Aktionär in einem ersten Schritt exakt 3% der Stimmrechte, so berührt er einen Grenzwert, was er zu melden hat; verkauft er in einem zweiten Schritt mindestens 1 Aktie, so hat dies nach der Sonderregelung in Art. 21 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA zu melden, *allerdings ohne Angabe des erreichten, unter 3% liegenden Stimmrechtsanteils*. Der Verordnungsgeber hat mithin für den Fall des Unterschreitens der niedrigsten Meldeschwelle ausdrücklich eine Sonderregelung getroffen. Es gibt in der Verordnung nur gerade für diesen Sonderfall eine Vorschrift, welche eine Meldung für ein blosses «Verlassen» eines Grenzwertes anordnet. Daraus ist *e contrario* abzuleiten, dass – neben diesem besonders geregelten Fall des nachträglichen Unterschreitens der 3%-Schwelle – das nachträgliche Verlassen eines anderen gesetzlichen Grenzwertes, der zuvor exakt erreicht und gemeldet worden ist, ohne Berührung eines neuen gesetzlichen Grenzwertes *nicht* die Meldepflicht auslöst.

c) Verhältnis zur verschärften Meldepflicht des Anbieters gemäss Art. 31 BEHG

Unter systematischen Gesichtspunkten ist auch das schon unter dem Gesichtspunkt einer grammatikalischen Betrachtungsweise kurz erwähnte Verhältnis der allgemeinen Meldepflicht des Art. 20 BEHG zur verschärften

Meldepflicht *während eines öffentlichen Kaufangebotes* gemäss Art. 31 BEHG³⁴ aufschlussreich. Dies wird in Art. 38 ff. der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote («UEV») konkretisiert. Art. 31 Abs. 1 BEHG lautet wie folgt:³⁵

«Der *Anbieter* oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer andern Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, muss *von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist* der Übernahmekommission und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, *jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren* dieser Gesellschaft melden.»

Die «Verschärfung» gegenüber der allgemeinen Meldepflicht besteht darin, dass in der Übernahmesituation *jede Transaktion* über 3% der Stimmrechte, unabhängig vom Berühren eines gesetzlichen Grenzwertes, meldepflichtig ist.³⁶ In der Sondersituation des Übernahmekampfes ist das allgemeine Meldesystem mit seinem aus Praktikabilitätsgründen relativ groben Raster nicht mehr hinreichend aussagekräftig, und der Gesetzgeber hat deshalb ein «Transaktionsmeldesystem» eingerichtet. Daraus ist unter systematischen Gesichtspunkten *e contrario* abzuleiten, dass *ausserhalb* eines Übernahmeverfahrens Transaktionen *zwischen den Grenzwerten* die Meldepflicht nicht auslösen.

In diesem Sinne führt auch die *SIX Swiss Exchange* auf ihrer Webseite aus:³⁷

«Veränderungen des Stimmrechtsanteils *zwischen den Grenzwerten* von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 und 66⅔ Prozent lösen, unter Vorbehalt von Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA, *keine Meldepflicht* aus.»³⁸

Auch die SIX anerkennt, dass aufgrund der Gesetzessystematik zwischen der Meldepflicht des Art. 20 BEHG und derjenigen des Art. 31 BEHG ein erheblicher Unterschied besteht. Im Anwendungsbereich von Art. 20 BEHG sind Transaktionen, die zu einer massgeblichen Beteiligung *zwischen* den Meldepflichtschwellen führen, nicht meldepflichtig.

³⁴ Im Rahmen des Abschnitts «Angebotspflicht».

³⁵ Hervorhebungen beigelegt.

³⁶ METTIER (Fn. 17), 97; KÜNG/HUBER/KUSTER (Fn. 17), Art. 20 N 16; BÖCKLI (Fn. 22), § 7 N 180; BÜHLER (Fn. 5), N 911 ff.; SCHENKER (Fn. 5), 384 ff.

³⁷ Hervorhebungen beigelegt.

³⁸ http://www.six-exchange-regulation.com/obligations/disclosure/legal_basis_de.html.

4. Teleologische Auslegung

a) Gegenstand der teleologischen Auslegung

Die teleologische Auslegung stellt auf den Zweck und das Ziel einer Norm ab. Negativ abgrenzend bedeutet teleologische Interpretation, dass sich der Interpret nicht formalistisch und «wertungsblind» am nicht weiter hinterfragten Wortlaut der Norm orientieren, sondern die gesetzliche Anordnung nach ihrem Zweck – bzw. ihren Zwecksetzungen, denn oft sind es mehrere – hinterfragen soll.³⁹

b) Sinn und Zweck der Meldepflicht nach Art. 20 BEHG

Grosse Beteiligungen können die strukturellen Chancen und Risiken einer Gesellschaft ändern. Ihre Existenz soll somit den übrigen Aktionären und Anspruchsgruppen mitgeteilt werden. Durch die Offenlegung von Beteiligungen werden die bedeutenden Aktionäre sowie die Grösse ihrer Beteiligungen transparent gemacht. Die Kapitalmärkte können so den schrittweisen Aufbau von massgeblichen Beteiligungen bereits frühzeitig antizipieren und entsprechend reagieren.⁴⁰

Vor diesem Hintergrund soll Art. 20 BEHG nach den Intentionen des Gesetzgebers generell *Markttransparenz* schaffen und bestimmte Wissensvorsprünge einzelner Marktteilnehmer reduzieren.⁴¹

Die börsenrechtliche Meldepflicht soll in erster Linie die *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes* schützen, indem sie eine mögliche Asymmetrie bestimmter Informationen zwischen den Marktteilnehmern abbaut und einen Beitrag zum Ideal eines «*level playing field*» leistet. Gleichzeitig hat sie auch eine *Individualschutzfunktion*, indem sie den Anleger schützt, der sich dank der Offenlegung eines Auf- oder Abbaus von bedeutenden Beteiligungen ein besseres Bild von der Marktsituation machen kann. Zu den *zentralen Zwecken* der börsenrechtlichen Offenlegungspflicht werden im Schrifttum insbesondere gezählt:

- i. *Funktionsssicherung durch Markttransparenz*: Die kapitalmarktrechtliche Zweckbestimmung der Meldepflicht besteht darin, Offenheit,

³⁹ HÄFELIN/HALLER/KELLER (Fn. 10), N 120/21; KRAMER (Fn. 10), 146 ff.; vgl. auch BGE 131 II 697, 703; 111 Ia 292, 297.

⁴⁰ Vgl. KARL HOFSTETTER, Corporate Governance im schweizerischen Börsengesellschaftsrecht, in: Hans Siegwart/Julian Mahari (Hrsg.), Management & Law, Meilensteine im Management, Band X, Basel 2003, 123, 141; PASCAL M. KISTLER, Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflichten durch Aktionärsgruppen, Unter besonderer Berücksichtigung von Art. 663c OR, Art. 20 f. und Art. 32 BEHG, Zürich 2001, 93; ZOBL/KRAMER (Fn. 7), 125; BÜHLER (Fn. 5), N 878.

⁴¹ Botschaft BEHG 1993, 1410.

- Effizienz und Gleichbehandlung im Markt sicherzustellen.⁴² Durch Verringerung von anlegerspezifischen Informationsdefiziten wird die Markteffizienz verbessert; die Meldepflichten dienen deshalb der Funktionsfähigkeit des Marktes.⁴³
- ii. *Information der Anleger:* Die Zusammensetzung des Aktionariats können *Anlageentscheide* beeinflussen und sollen deshalb offengelegt werden. Das gilt insbesondere in Bezug auf ins Gewicht fallende grössere Marktteilnehmer. Dadurch lassen sich Informationsasymmetrien und die darauf gestützte Ausnutzung von Wissensvorsprüngen vermeiden.⁴⁴
 - iii. *Aufdeckung von Übernahmeabsichten:* Die Offenlegung soll auch und vor allem im Interesse der Preisbildung im Kapitalmarkt der Aufdeckung von Übernahmeabsichten dienen. Im Ergebnis soll verhindert werden, dass ein Übernehmer Informationsdefizite und -asymmetrien im Markt dazu nutzen kann, eine massgebliche Beteiligung zu erwerben, ohne allenfalls einen der erhöhten Nachfrage entsprechenden höheren Preis zahlen zu müssen.⁴⁵
 - iv. *Information der Gesellschaft:* Auch die Gesellschaften ihrerseits haben ein Interesse an Information. Sie erhalten auf Grund der Meldepflicht die notwendige Kenntnis über die Identität bedeutender Aktionäre und Veränderungen bei den ins Gewicht fallenden grösseren Investoren.⁴⁶ Im weiteren geht es vor allem darum, einem potentiellen Übernehmer ein «*Heranschleichen*» an den Übernahmekandidaten zu verunmöglichen.⁴⁷ Ein heimlicher Erwerb massgeblicher Beteiligungen bzw. eine verdeckte Übernahme durch schrittweise Zukäufe von Aktien über die Börse ist angesichts der Meldepflichten nur schwer möglich.

⁴² Botschaft BEHG 1993, 1387 f.; LEONARDO CEREGHETTI, Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen, St. Gallen 1995, 275 ff.

⁴³ WEBER (Fn. 1), Vor Art. 20–21 N 1; vgl. auch VON DER CRONE (Fn. 5), 39; METTIER (Fn. 17), 38 ff.; BÖCKLI (Fn. 22), § 7 N 51a/b; SCHENKER (Fn. 5), 55 ff.; BGer 2C_77/2009, 2C_78/2009, Urteil vom 2. Juni 2009, E. 4.4.

⁴⁴ BGer 2C_77/2009, 2C_78/2009, Urteil vom 2. Juni 2009, E. 4.4; CEREGHETTI (Fn. 42), 275 f.; BÜHLER (Fn. 5), N 878; SCHENKER (Fn. 5), 55; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 4.

⁴⁵ Botschaft BEHG 1993, 1388; CEREGHETTI (Fn. 42), 278; VON DER CRONE (Fn. 5), 39; BÖCKLI (Fn. 22), § 7 N 51b; BÜHLER (Fn. 5), 878; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 7.

⁴⁶ CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: Christian J. Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 44, Bern 1996, 93, 97; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 3; vgl. auch BGer 2C_77/2009, 2C_78/2009, Urteil vom 2. Juni 2009, E. 4.4.

⁴⁷ Botschaft BEHG 1993, 1410; BGer 2A.174/2001 vom 4. Dezember 2001, E. 2b; VON DER CRONE (Fn. 5), 37; BÖCKLI (Fn. 5), 234; LÜCHINGER (Fn. 17), 250; GEORG G. GOTSCHEV, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Zürich 2005, 86; BÖCKLI (Fn. 22), § 7 N 51b; BÜHLER (Fn. 5), N 878; SCHENKER (Fn. 5), 55; NOBEL (Fn. 17), § 10 N 420; WEBER (Fn. 1), Art. 20 N 7 und 57.

- v. *Schutz vor Missbräuchen*: Schliesslich dient eine erhöhte Transparenz auch dazu, Missbräuche, wie Insidergeschäfte, Kursmanipulationen etc. zu verhindern oder zu erschweren, indem das bestehende Informationsgefälle zwischen In- und Outsider*innen unter den Anlegern zumindest teilweise ausgeglichen wird.⁴⁸
- c) Teleologische Auslegung von Art. 20 BEHG im Hinblick auf den massgeblichen Auslösungspunkt der Meldepflicht
 - aa) Der «Melderaster» des Art. 20 BEHG mit neun Grenzwerten

Sinn und Zweck der Meldepflicht des Art. 20 BEHG ist nach den vorstehenden Erkenntnissen im Wesentlichen die *Information der Anleger und der Gesellschaft*, die *Offenlegung von Veräusserungen und des Erwerbs massgeblicher Beteiligungen* sowie ganz allgemein die *Erhöhung der Markttransparenz*. Der Gesetzgeber hat einerseits einen relativ groben Raster mit neun Grenzwerten für die allgemeine Meldepflicht aufgestellt und andererseits eine Transaktionsmeldepflicht für die besondere Situation eines öffentlichen Kaufangebots. Der allgemeine Gesetzeszweck einer erhöhten Markttransparenz wird durch eine «*Raster*»-Meldepflicht erreicht, indem beim Erwerb von Beteiligungen die Schwellenberührungen im Sinne des exakten Erreichens oder des Über- bzw. Unterschreitens gemeldet werden.

Die allgemeine börsenrechtliche Meldepflicht des Art. 20 BEHG zielt nicht auf eine stufenlose und laufende Offenlegung sämtlicher Veränderungen bei den stimmrechtsrelevanten Beteiligungen ab. Damit ist die Auslegungsvariante 2 nicht zu vereinbaren, weil sie schon allein aus der Tatsache des Verlassens eines Grenzwertes – ohne Berührung des nächsthöheren oder -tieferen Grenzwertes – erneut eine Meldung verlangt. Das Gesetz will in Art. 20 BEHG mit der ausdrücklichen Erfassung auch des exakten «*Erreichens*» des Grenzwertes eine Möglichkeit einer Lücke in der Meldepflicht verhindern, die bestehen würde, wenn lediglich das dynamische Über- oder Unterschreiten, nicht aber auch das exakte Erreichen eines Grenzwertes die Meldung auslösen würde.

Die gesetzliche Methodik – verstanden in der Auslegungsvariante 1 – entspricht genau dem Informationsbedürfnis im Rahmen der allgemeinen Meldepflicht des Art. 20 BEHG: die Anleger und auch die Gesellschaft erfahren, welcher Grad des stimmenmässigen Einflusses einem bestimmten Anleger im Rahmen des Rastersystems zusteht. Auf darüber hinausgehende Informationen, die auch den Einflussbereich *zwischen* den vom gesetzlichen Rastersystem ausgewählten Prozentwerten abdecken, haben die Anleger und die Ge-

⁴⁸ MARC SVEN NATER, Die Strafbestimmungen des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), Schweizer Schriften zum Bankenrecht 62, Zürich 2001, 105.

sellschaft nur im Falle eines Übernahmekampfes und nur während dessen Dauer Anspruch.⁴⁹

Die Meldung jeglicher Veränderung der Beteiligung nach bereits erfolgter Meldung eines bestimmten Grenzwertes würde im Hinblick auf die Schutzrichtung der Norm auch *keinen Zusatznutzen* bringen und die bereits offen gelegte Information nicht in relevanter Weise verdichten. Für den Anleger wie auch die übrigen Marktteilnehmer ist wesentlich, dass ein Investor über eine Beteiligung verfügt, die sich innerhalb einer bestimmten Bandbreite plus oder minus um den gemeldeten Grenzwert bewegt. Solange kein Kontrollwerb in einem Übernahmeverfahren in Frage steht, ist nach dem vom Gesetzgeber für Art. 20 BEHG gewählten System weder im Lichte des Individual- noch des Funktionsschutzes relevant, ob bestimmte Anleger innerhalb der Bandbreite zwischen zwei Meldepunkten zusätzliche Aktien erwerben oder früher erworbene Aktien abstossen.

Eine Interpretation von Art. 20 Abs. 1 BEHG im Sinne der Doppelmeldepflicht im Fall einer «Punktlandung» auf einem der Grenzwerte wäre im Lichte des gesetzlich eingerichteten «*Rastersystems*» der allgemeinen Meldepflicht geradezu *widersprüchlich*: Wäre in dynamischer Weise laufend jede Veränderung der Beteiligung zu melden, so würde die gesetzliche *Abstufung* nach bestimmten Meldegrenzwerten keinen Sinn machen. Der Gesetzgeber hätte dann wohl stattdessen ein Meldeband mit einem untern und einem oberen Grenzwert definiert, innerhalb dessen jede Veränderung in der Beteiligung zu melden wäre.

Es entspricht somit nicht dem Sinn und Geist des Gesetzes, dass nach der Meldung des Erreichens der Schwelle auch das nachträgliche «Weggehen» von dieser Schwelle gemeldet werden muss, wenn es nicht zu einer neuen Grenzwertberührung kommt.

bb) Konsequenzen einer Auslegung nach «Variante 1»

Es könnte nun eingewendet werden, dass ein solches Gesetzesverständnis (Variante 1) dazu führen würde, dass jemand, der sich z.B. exakt auf dem Grenzwert 15% befunden hat, ohne weitere Meldung sich in der Bandbreite von 10% plus eine Aktie und 20% minus eine Aktie bewegen könnte – dabei aber weiterhin mit exakt 15% gemeldet wäre.

Dies ist im Umfang einer Bandbreite von 5% nach oben oder 5% nach unten zutreffend; es läuft dem Schutzzweck der allgemeinen Meldepflicht jedoch nicht entgegen. Vielmehr ist das «meldefreie» Band zwischen den Grenzwerten die logische Folge der Grundentscheidung des Gesetzgebers, der den Raster der meldepflichtigen Tatbestände auf einzelne ausgewählte Abstände eingestellt hat. Er hat sich damit in Bezug auf die börsenrechtliche

⁴⁹ Art. 31 BEHG. Siehe vorn die Erklärung der SIX Swiss Exchange bei Fn. 38.

Regelmeldepflicht für ein *Stufenprinzip* und nicht für eine lückenlose und fortlaufende Meldepflicht für sämtliche Veränderungen im Beteiligungsbestand eines massgeblichen Investors entschieden. Es ist eine Folge des vom Gesetzgeber gewählten Systems des Art. 20 BEHG, nämlich eines relativ groben Grenzwert-Rasters,⁵⁰ im deutlichen Gegensatz zur verschärften Meldepflicht nach Art. 31 BEHG.

Art. 20 Abs. 1 BEHG räumt übrigens *nicht* etwa einen von der Meldepflicht befreiten Spielraum von 10% ein; der jeweilige Aktionär kann sich nach dem Stufenraster des Gesetzes im erwähnten Beispiel maximal um 5% minus eine Aktie nach oben oder unten von dem zuletzt gemeldeten Grenzwert von 15% entfernen, ohne erneut meldepflichtig zu werden.

cc) Konsequenzen einer Auslegung nach «Variante 2»

Gerade umgekehrt hätte eine Auslegung des Art. 20 BEHG nach «Variante 2» Folgen, die mit dem vom Gesetzgeber gewählten System einer Rastermeldepflicht mit neun Grenzwerten unvereinbar sind. Es wäre nicht einleuchtend, weshalb eine Person, die in einem ersten Schritt 15% und in einem zweiten Schritt 2% Beteiligungspapiere erwirbt, *zweimal* der Meldepflicht unterstehen sollte, während dieselbe Person, wenn sie in einem ersten Schritt 14,99% und in einem zweiten Schritt 2,01% der Beteiligungspapiere erwerben würde, nur *einmal* eine Mitteilung erstatten müsste. Dies, obgleich die Person in beiden Fällen am Ende 17% der Beteiligungspapiere bzw. Stimmrechte erworben hat. Nach «Variante 2» ist sie im ersten Fall mit 17% gemeldet und im zweiten Fall mit 15%.

Der Markt ist nach der Variante 1 im Sinne des gesetzlichen Systems eines relativ groben Grenzwerttrasters hinreichend informiert. Die Transparenz ist in der hier notwendigen Bandbreite von 5% minus eine Aktie nach oben und unten hergestellt; die Gleichbehandlung der beiden Fälle ist gewahrt, und dem Sinn und Zweck des Gesetzes ist Genüge getan.

dd) Fazit

Massgeblicher Auslösungspunkt für die Meldepflicht im Raster-Meldesystem des Art. 20 BEHG ist die «*Berührung*» der Schwellenwerte, und eine solche Berührung erfolgt *entweder* durch ein exaktes «Auf-die-Schwelle-Treten» *oder* durch ein Überschreiten, d.h. ein «Darüber-Hinweggehen» von unterhalb der Schwelle nach oberhalb der Schwelle bzw. ein Unterschreiten von oberhalb der Schwelle nach unten, wobei in den letzten beiden Varianten jeweils für eine logische Sekunde die Schwelle berührt wird. Wird die

⁵⁰ Von bloss 2% im untersten Bereich, aber sogar 16⅓% im oberen Bereich zwischen 33⅓% und 50% sowie zwischen 50 und 66⅔%.

Schwelle betreten, ist dies als eigenständiges «Erreichen» zu melden. Nach dem gemeldeten exakten Erreichen eines Grenzwertes löst somit das nachfolgende Verlassen der Schwelle nicht erneut die Meldepflicht aus, wenn nicht die nächsthöhere oder -tiefere Schwelle erreicht wird.

V. Schlussfolgerungen

Die vorstehenden Überlegungen führen zu den folgenden Ergebnissen:

- Der Wortlaut von Art. 20 Abs. 1 BEHG ist in Bezug auf den Passus «*Erreichen, Unter- oder Überschreiten*» der massgeblichen Grenzwerte für die börsenrechtliche Meldepflicht *interpretationsbedürftig*.
- Die *sprachlich-grammatikalische* Auslegung des Gesetzeswortlauts führt nach Auffassung der Autoren zum Ergebnis, dass der Gesetzestext auf drei gleichwertige, voneinander unabhängige und *alternative* Varianten des «Berührens» eines Grenzwerts abstellt. Eine massgebliche Grenzwertberührung erfolgt entweder durch ein exaktes «Auf-die-Schwelle-Treten» oder ein Überschreiten von unterhalb der Schwelle nach oben oder ein Unterschreiten von oberhalb der Schwelle nach unten. Wird die Schwelle betreten, ist dies als eigenständiges «Erreichen» zu melden. Nach dem gemeldeten exakten Erreichen eines Grenzwertes löst somit das nachfolgende Verlassen der Schwelle ohne Berührung einer der nächsthöheren oder -tieferen Schwellen nicht erneut die Meldepflicht aus.
- Die *historische* und *zeitgemässe* Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG führt mangels einer einschlägigen Auseinandersetzung mit der hier zur Beurteilung stehenden Fragestellung nicht zu schlüssigen Erkenntnissen.
- Eine *systematische* Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG bestätigt das Ergebnis der sprachlich-grammatikalischen Interpretation des massgeblichen Auslösungspunkts des Meldepflicht:

Aus dem Umstand, dass der Verordnungsgeber in Art. 21 Abs. 1 lit. a BEHV-FINMA nur gerade den Sonderfall des Unterschreitens der 3%-Schwelle nach Erreichen der Schwelle explizit im Rahmen einer *Spezialregelung* einer Meldepflicht unterstellt hat, ist *e contrario* abzuleiten, dass das nachträgliche Verlassen eines Grenzwertes, der zuvor exakt erreicht und gemeldet worden ist, in allen anderen nicht speziell geregelten Fällen nicht erneut meldepflichtig ist.

Zum selben Ergebnis gelangt man auch durch eine weitere systematische Schlussfolgerung: indem der Gesetzgeber den Anbieter in Art. 31 BEHG während eines Übernahmeverfahrens einer «verschärften Meldepflicht» in dem Sinne unterstellt hat, dass jede Transaktion über 3% der Stimmrechte unabhängig vom Berühren eines gesetzlichen Grenzwertes meldepflichtig ist, hat er zum Ausdruck gebracht, dass im Regelfall – ausserhalb einer Übernahmesituation – sämtliche Transaktionen, die sich innerhalb der ge-

setzlich festgelegten Grenzwerte bewegen, die Meldepflicht nach Art. 20 Abs. 1 BEHG nicht auslösen.

- Das gleiche Ergebnis folgt aus der *teleologischen* Auslegung der Gesetzesnorm. Diese zielt im Wesentlichen auf eine Erhöhung der Transparenz zum Schutz der Funktionsfähigkeit des Marktes und des Individualschutzes der Anleger ab und bezweckt gleichzeitig, die börsenkotierten Gesellschaften vor einem heimlichen Aufbau von Stimmenmacht zu schützen. Es entspricht der *ratio legis*, wenn jede Schwellenberührung durch einen Beteiligungserwerb jeweils nur einmal und nicht doppelt gemeldet wird. Das Gesetz hat für den Fall erhöhten Informationsbedürfnisses im Übernahmeverfahren in Art. 31 BEHG eine «verschärfte Meldepflicht» eingerichtet, für den Börsenalltag aber nach Art. 20 BEHG eine in einem relativ grobmaschigen Raster vereinfachte, auf Grenzwertberührung abstellende allgemeine Meldepflicht. Eine Interpretation von Art. 20 Abs. 1 BEHG im Sinne der «Doppelmeldepflicht» wäre im Lichte des gesetzlich eingerichteten Rastersystems der allgemeinen Meldepflicht geradezu widersprüchlich: Je nachdem, ob ein Anleger mit seinem ersten Erwerb (oder Verkauf) genau auf einem der gesetzlichen Grenzwerte «gelandet» ist oder nicht, führt die Auslegungsvariante 2 zu verschiedenen Meldungen für einen darauffolgenden, nicht den nächsten Grenzwert erreichenden Kauf oder Verkauf – ohne dass sich dafür irgendein gesetzlicher Sinn oder Zweck nennen liesse.

Unter allen relevanten Auslegungsgesichtspunkten ist die börsenrechtliche Meldepflicht in Art. 20 Abs. 1 BEHG dahingehend zu interpretieren, dass Auslöser der Meldepflicht – vom Fall der Unterschreitung des untersten Meldegrenzwertes abgesehen – die *Berührung* eines Grenzwertes ist und dass nach dem genauen Erreichen eines Grenzwertes die anschliessende Beteiligungsaufstockung oder -reduktion nicht erneut die Meldepflicht auslöst, solange der nächsthöhere bzw. -tiefere gesetzliche Grenzwert dadurch nicht berührt wird.

