

Sonderdruck aus

**Festschrift für Peter Böckli  
zum 70. Geburtstag**

Herausgegeben von  
Ernst A. Kramer / Peter Nobel / Robert Waldburger

---

Offenlegung von  
Management-Transaktionen:  
Neue Leitplanken und  
Bodenwellen auf der Corporate-  
Governance-Schnellstrasse

---

Christoph B. Bühler

Schulthess §

# Offenlegung von Management-Transaktionen: Neue Leitplanken und Bodenwellen auf der Corporate-Governance-Schnellstrasse

## Inhaltsübersicht

I.	Einleitung.....	498
II.	Zum Begriff der «Management-Transaktionen» .....	499
III.	Rechtsgrundlagen und Regulierungsgefüge.....	500
IV.	Regelungszweck und -ziel.....	501
V.	Anwendungsbereich .....	502
A.	Regelungsadressat.....	502
B.	Anknüpfungselement.....	503
	1. Kotierung an der SWX und Sitz in der Schweiz.....	503
	2. Verhältnis zur Regelung nach der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie bei Zulassung zum Handel an der virt-x.....	503
VI.	Meldepflichtige Personen .....	505
A.	Gegenüber dem Emittenten meldepflichtige Personen.....	505
B.	Verzicht auf eine konsolidierte Erfassung der meldepflichtigen Personen .....	505
C.	Angaben des Emittenten zur meldepflichtigen Person .....	506
VII.	Auslösung der Meldepflicht .....	507
A.	Massgebliche Kriterien.....	507
	1. Transaktion betrifft Vermögen des Meldepflichtigen direkt oder indirekt.....	507
	2. Transaktion beruht massgeblich auf dem Willensentscheid des Meldepflichtigen.....	507
B.	Entstehen der Meldepflicht.....	508
VIII.	Gegenstand der Meldepflicht .....	509
A.	Meldepflichtige Transaktionen.....	509
B.	Angaben zur meldepflichtigen Transaktion.....	509
C.	Von der Meldepflicht ausgenommene Transaktionen .....	510
	1. Transaktionen mit Entschädigungsfunktion.....	510
	2. Schuldpapiere ohne Aktienbezug .....	510
	3. Weitere ausdrücklich nicht meldepflichtige «Transaktionen» .....	510
IX.	Schwellenwert und Meldeverfahren.....	511

A.	Schwellenwert als Weggabelung zwischen Veröffentlichung und Sammelmeldung....	511
B.	Berechnung des Schwellenwerts.....	512
X.	Sanktionen.....	513
XI.	Rechtsvergleich zur Regelung der Meldung von Eigengeschäften in der EU.....	514
XII.	Schlusswort.....	517

«Wer auf Reinheit und Transparenz ausgeht, hat hier ein neues Betätigungsfeld gefunden. [...] Möge der Ruf der Pythia aus Delphi auch jenen «Reinen», welche die Corporate Governance unablässig weiter entwickeln, im Ohr hallen: «medèn ágan» – «von nichts zu viel!»<sup>1</sup>

## I. Einleitung

PETER BÖCKLI hat die Entwicklung der Corporate-Governance-Bewegung in der Schweiz in besonderem Masse geprägt. Bereits im Jahr 1981 vertrat er in der vom Bundesamt für Justiz mit der Vorbereitung der Aktienrechtsrevision betrauten Arbeitsgruppe von Greyerz dezidiert die Meinung, man müsse im neuen Gesetz die unentziehbaren Kernkompetenzen des Verwaltungsrates verankern<sup>2</sup>. Dem stimmten die eidgenössischen Räte zehn Jahre später zu<sup>3</sup>, wodurch die wichtigsten Eckwerte für das, was man heute «Corporate Governance» nennt, im geltenden Schweizer Aktienrecht gesetzt wurden. Seither hat der Jubilar die Corporate-Governance-Diskussion unablässig mit zahlreichen wegbereitenden wissenschaftlichen Studien und Referaten in unverkennbar eigenem Stil mitgestaltet und belebt, aber auch immer wieder kritisch hinterfragt<sup>4</sup>. Besonders deutlich kommt dies etwa in seiner Publi-

\* Der Autor dankt Herrn lic. iur. CONRADIN CRAMER, Universität Basel, herzlich für seine Mitwirkung bei der Überarbeitung des Textes und für wertvolle Vorschläge. Ein besonderer Dank für verschiedene Hinweise geht auch an Herrn lic. iur. STEFAN LÜCHINGER, Leiter Publizität SWX Swiss Exchange. Der nachfolgende Text enthält jedoch in allen Punkten die Meinung des Verfassers.

<sup>1</sup> PETER BÖCKLI, Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen, ST 74 (2000) 133 ff., 144.

<sup>2</sup> Vgl. Botschaft des Bundesrates zur Revision des Aktienrechtes von 23. Februar 1983, BBl 1983 II 745 ff.; Separatum, 35 f., Ziff. 146; 97 f., Ziff. 215.2.

<sup>3</sup> Vgl. insbesondere Art. 716a OR sowie Art. 715a und 716b OR 1991.

<sup>4</sup> Vgl. u.a. PETER BÖCKLI, Corporate Governance: The «Cadbury Report» and the Swiss Board Concept of 1991, SZW 68 (1996) 149 ff. und in: Pinto/Visentini (Hrsg.), The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations, The Hague/London/Boston 1998, 195 ff.; DERS., Corporate Governance: Der Stand der Dinge nach den Berichten «Hampel», «Viénot» und «OECD» sowie dem deutschen «KonTraG», SZW 71 (1999) 1 ff.; DERS., Harte Stellen im Soft Law: Zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, ST 76 (2002) 981 ff.; DERS.

kation «*Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen*»<sup>5</sup> zum Ausdruck, in der er aus der rasanten Entwicklung der neusten internationalen Kodizes und Trends die Folgerungen für die Schweizer Praxis gezogen hat, ohne es zu versäumen, gleichzeitig auf deren inhärente Gefahren hinzuweisen. Die Erkenntnisse aus Beiträgen wie diesen sind später über seine Feder in den «*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*» von 2002 eingeflossen, der heute die wichtigste Leitlinie guter Unternehmensführung in der Schweiz bildet. Die vom Bundesamt für Justiz eingesetzte und vom Jubilaren präsierte Arbeitsgruppe «Corporate Governance» hat im Jahr 2003 weitere Verbesserungen der Aktionärsrechte und der Transparenz sowie eine Klarstellung der Rahmenbedingungen für den Verwaltungsrat empfohlen<sup>6</sup> und damit einen wichtigen Grundstein für die nächste Teilrevision des Aktienrechts gelegt<sup>7</sup>.

Geprägt vom beeindruckenden Pioniergeist und der Schaffenskraft des Jubilars beim Bau der «Corporate-Governance-Schnellstrasse» möchte der Autor mit dem vorliegenden Beitrag bei den am 1. Juli 2005 in Kraft getretenen, bisher von der Lehre erstaunlicherweise kaum beachteten Regeln, welche Schweizer Publikumsgesellschaften zur Offenlegung von Management-Transaktionen verpflichten, einen kurzen Marschhalt einlegen. Dabei sollen nicht nur die neuen Leitplanken abgeschritten, sondern auch entstandene Bodenwellen lokalisiert werden.

---

Revisionsfelder im Aktienrecht und Corporate Governance, ZBJV 138 (2002) 709 ff.; DERS., Corporate Governance und «Swiss Code of Best Practice»: Leitlinien für die Gestaltungsarbeit des Verwaltungsrates, in: FS Peter Forstmoser, Zürich 2003, 257 ff.; DERS. Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystems, in: Handbuch Corporate Governance, Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Stuttgart 2003, 201 ff.; DERS. Schweizer Aktienrecht, 3. A. Zürich, § 14 N. 1 ff.; DERS., Vertrauen an der Unternehmensspitze, NZZ Nr. 199 vom 27./28. August 2005, 31 und DERS., Corporate Governance: Vertrauen an der Unternehmensspitze, St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 76, Bern 2005, 33 ff.

<sup>5</sup> BÖCKLI (FN 1), 133 ff.

<sup>6</sup> Vgl. PETER BÖCKLI / CLAIRE HUGUENIN / FRANÇOIS DESSEMONTET, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts, Schriften zum Aktienrecht, Bd 21, Zürich 2004.

<sup>7</sup> Bereits gesetzgeberisch umgesetzt sind die Vorschläge zur Transparenz der Vergütungen (Teilrevision des OR vom 7. Oktober 2005, BBl 2005, 5963 ff.; voraussichtlich in Rechtskraft per 1. Januar 2007), während die Vernehmlassungsfrist für die Vorschläge zu einer Verbesserung der Aktionärsrechte am 31. Mai 2006 abläuft.

## II. Zum Begriff der «Management-Transaktionen»

Der Begriff der «Management-Transaktionen»<sup>8</sup> (so genannte «*Directors' Dealings*»<sup>9</sup>) bezeichnet sämtliche Handelsaktivitäten der Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung eines Emittenten in Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechten sowie weiterer Finanzinstrumente der Publikumsgesellschaft, für die sie tätig sind. Als «Manager» im Sinne der neuen Regelung gelten damit zwar hauptsächlich Personen, die definitionsgemäss den Status von so genannten «echten Insidern» haben und somit grundsätzlich die Täterqualifikation im Sinne von Art. 161 Abs. 1 StGB erfüllen. In Abgrenzung zum Insiderhandel («*Insider Trading*») geht es bei den «*Directors' Dealings*» jedoch um jene legitimen Transaktionen der Spitzenorgane, die *nicht* auf der Kenntnis einer vertraulichen kursrelevanten Tatsache bzw. einer Insiderinformation im Sinne von Art. 161 Abs. 1 und 3 StGB basieren<sup>10</sup>.

## III. Rechtsgrundlagen und Regulierungsgefüge

Die Offenlegung von Management-Transaktionen gehört in den Bereich der Corporate Governance<sup>11</sup>, weshalb die Eidgenössische Bankenkommision bereits bei der Genehmigung der Corporate-Governance-Richtlinie der SWX Swiss Exchange<sup>12</sup> auf deren Regulierung drängte<sup>13</sup>. Im Unterschied zu anderen Informationen betreffend die Corporate Governance, die im Rahmen der Jahresberichterstattung fortwährend zu veröffentlichen sind, handelt es sich bei den Management-Transaktionen um *laufend* zu meldende Informationen<sup>14</sup>. Deshalb beschloss die Zulassungsstelle der Schweizer Börse am 20. Oktober 2003, im Rahmen einer Teilrevision des Kotie-

<sup>8</sup> Die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie bezeichnet diese in Art. 6 Abs. 4 der deutschen Sprachfassung als sogenannte «Eigengeschäfte».

<sup>9</sup> Vgl. Paragraph 16.13 und 16.14 der UK Listing Rules.

<sup>10</sup> Das wird in der Literatur teilweise nicht so klar gesehen: vgl. PASCAL KISTLER, Die Offenlegung von Management-Transaktionen (sog. «*Directors' Dealings*»), Jusletter vom 15. Dezember 2003, Rz. 28; CLAUDIA GABRIEL-SCHNEIDER, Viele «Insider»-Verkäufe – Positive Bilanz der SWX zur Offenlegung von Management-Transaktionen, NZZ Nr. 192 vom 19. August 2005, 27. Zutreffend in der Abgrenzung jedoch die Studie der Deutschen Bank AG, *Directors' Dealings in Europe – Benefiting from disclosed transactions*, vom 1. September 2004, 7 f.

<sup>11</sup> Vgl. PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2004, § 11 N. 48.

<sup>12</sup> Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance der SWX Swiss Exchange vom 17. April 2002, in Kraft getreten am 1. Juli 2002.

<sup>13</sup> Vgl. EBK Jahresbericht 2003, 94 f., Ziff. 1.6.

<sup>14</sup> Zu dieser Kategorie gehört innerhalb der fortwährenden Informationspflichten gemäss Art. 64 ff. KR auch die Ad-hoc-Bekanntgabepflicht (Art. 72 KR).

rungsreglements (KR)<sup>15</sup> Regeln über deren Offenlegung einzuführen und gestützt auf Art. 8 Abs. 2 und 3 des Börsengesetzes (BEHG)<sup>16</sup> und Art. 74a und Art. 81 KR Ausführungsbestimmungen in Form einer Richtlinie zu erlassen. Die *Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT)* vom 17. April 2005 wurde ergänzt durch einen erläuternden Kommentar der SWX Swiss Exchange (Kommentar RLMT).

Besondere Bedeutung kommt im vorliegenden Zusammenhang der Rechtsgrundlage in Art. 8 Abs. 3 BEHG zu, der vorschreibt, dass bei der Zulassung von Effekten *internationalen Standards* Rechnung zu tragen ist<sup>17</sup>. Die verlangte Angleichung der Kotierungsreglemente an internationale Standards gilt insbesondere auch für die kapitalmarktbezogenen Publizitätspflichten der Emittenten<sup>18</sup>. Die Bestimmung verlangt allerdings nicht, dass ausländische Regulierungen unbesehen übernommen werden müssen. Es geht vielmehr darum, eine minimale Gleichwertigkeit mit internationalen Standards sicherzustellen<sup>19</sup>. Die Zulassungsbestimmungen und insbesondere auch die Informationspflichten sollen den spezifischen Verhältnissen der Schweiz und des schweizerischen Kapitalmarktes angepasst werden können<sup>20</sup>, «solange die Abweichungen von internationalen Standards verhältnismässig

<sup>15</sup> Art. 74a und Art. 81 Kotierungsreglement (KR).

<sup>16</sup> Diese Bestimmungen regeln die Informationsversorgung der Anleger und schreiben die Beachtung international anerkannter Standards vor. In einem weiteren Sinne dienen als Rechtsgrundlagen auch Art. 3 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 13 Abs. 1 BEHG betreffend die Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger sowie die Funktionsfähigkeit der Märkte, Art. 6 Abs. 1 BEHG betreffend die Überwachung des Handels und Art. 5 Abs. 3 BEHG betreffend die Veröffentlichung zur Förderung der Transparenz des Effektenhandels.

<sup>17</sup> Der Gesetzgeber scheint dabei vor allem die einschlägigen Bestimmungen der Europäischen Gemeinschaften vor Augen gehabt zu haben; vgl. Botschaft BEHG, BBl 1993 I 1402; so auch ANDREAS KELLERHALS, Von der gesetzlichen Pflicht zur Internationalisierung des schweizerischen Wirtschaftsrechts, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, FS für Dieter Zobl, Zürich 2004, 375 ff., 380 und 384 f.

<sup>18</sup> Vgl. MARKUS RUFFNER, Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen, in: Christian Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 7 ff., 38; ALBRECHT LANGHART, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 329 f.

<sup>19</sup> So ausdrücklich der EBK Jahresbericht 2004, 78.

<sup>20</sup> Vgl. Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom März 1991, 49; RUFFNER (FN 18), 38 f.; KELLERHALS (FN 17) 382 f.

sind»<sup>21</sup>. Nachdem in den USA<sup>22</sup> bereits seit Jahrzehnten und nun auch in der EU<sup>23</sup> gemeinschaftsweit Vorschriften zur Meldung und Publikation von Management-Transaktionen in Beteiligungsrechten des eigenen Unternehmens eingeführt sind, ergab sich aus Art. 8 Abs. 3 BEHG auch für die Schweiz ein Handlungsbedarf.

#### IV. Regelungszweck und -ziel

Organe verfügen gegenüber anderen Marktteilnehmern häufig über einen Informationsvorsprung, weshalb Management-Transaktionen den Anschein von Insiderwissen erwecken können. Zudem wird solchen Transaktionen auch Signalwirkung für den Markt zugesprochen. Ein frühzeitiges Melden und Publizieren mindert den Anschein des heimlichen Ausnutzens von Wissensvorsprüngen<sup>24</sup>. Es kann auch tatsächlich dem Insiderhandel vorbeugen, trägt zur Sicherung der Integrität des Finanzmarktes bei und fördert das Vertrauen der Anleger in die Effektenmärkte<sup>25</sup>. Ziel der neuen Bestimmungen ist es, mit den veröffentlichten Meldungen den aktuellen wie den potenziellen Marktteilnehmern zusätzliche Informationen für ihren Anlageentscheid zur Verfügung zu stellen. Bei der Interpretation einer Management-Transaktion ist allerdings Vorsicht geboten, da sie eine Vielzahl von Gründen haben kann, die unter Umständen nichts mit der Marktsituation des Unternehmens zu tun haben. Entsprechend sind die Angaben sorgfältig abzuwägen und mit den übrigen zur Verfügung stehenden Informationen in einen Gesamtzusammenhang zu stellen<sup>26</sup>.

Es versteht sich, dass die Meldung von Geschäften, die von Führungskräften eines Emittenten auf eigene Rechnung, durchgeführt werden, nicht nur wertvolle

<sup>21</sup> EBK Jahresbericht 2004, 78.

<sup>22</sup> Vgl. Section 16 (a) Securities Exchange Act 1934; zuletzt geändert durch Section 403 Sarbanes-Oxley Act vom 30. Juli 2002. Vgl. CHRISTOPH B. BÜHLER, *Corporate Governance: Schweizer «Best Practice» im Lichte des Sarbanes-Oxley Act*, in: Peter Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Probleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Bd 11, Bern 2004, 231 ff., 256; DERS., *US Corporate Governance Reform: Impact on NYSE-Listed Swiss Companies*, Schriften zum neuen Aktienrecht, Bd 19, 2. A., Zürich 2004, 50.

<sup>23</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 4 EG-Marktmissbrauchsrichtlinie. Vgl. dazu V.B.2 und XI.

<sup>24</sup> EBK Jahresbericht 2003, 95.

<sup>25</sup> Vgl. NOBEL (FN 11), § 11 N. 49; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich 2004, § 3 N. 271.

<sup>26</sup> Vgl. Medienmitteilung «Positive Erfahrungen mit der Offenlegung von Management-Transaktionen» der SWX Swiss Exchange vom 18. August 2005; Studie der Deutschen Bank «Directors' Dealings in Europe, Benefiting from disclosed transactions» vom 1. September 2004; Kommentar RLMT, Rz. 1 N. 3; vgl. auch unten XII.

Informationen für andere Marktteilnehmer liefert, sondern den Aufsichtsbehörden auch eine zusätzliche Möglichkeit zur Überwachung der Märkte gibt<sup>27</sup>.

## V. Anwendungsbereich

### A. Regelungsadressat

Adressat der Regelung ist der *Emittent*<sup>28</sup>, der gegenüber der SWX für deren Einhaltung in der Verantwortung steht. Die Regelung richtet sich also nicht etwa (auch) an die Spitzenorgane des Emittenten. Diese sind freilich indirekt betroffen, indem ihnen vom Emittenten eine Meldepflicht auferlegt wird.

### B. Anknüpfungselement

#### 1. Kotierung an der SWX und Sitz in der Schweiz

Gemäss Art. 74a Abs. 1 KR sind die Emittenten, deren Beteiligungsrechte (Aktien, Partizipations- und Genussscheine) an der SWX kotiert sind und deren Gesellschaftssitz in der Schweiz ist, verpflichtet, dafür zu sorgen, dass die Mitglieder ihres Verwaltungsrates und ihrer Geschäftsleitung Transaktionen in Effekten des eigenen Unternehmens melden<sup>29</sup>. Emittenten, deren Gesellschaftssitz nicht in der Schweiz liegt, fallen dann in den Anwendungsbereich der Richtlinie, wenn ihre Beteiligungsrechte an der SWX, nicht aber im Sitzstaat kotiert sind.

#### 2. Verhältnis zur Regelung nach der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie bei Zulassung zum Handel an der *virt-x*

Sämtliche Aktien der im SMI vertretenen Schweizer Unternehmen werden seit dem 25. Juni 2001 auf der elektronischen Handelsplattform *virt-x* gehandelt. Auf dieser Handelsplattform können neben den SMI-Werten auch Werte gehandelt werden, die an den meisten anderen europäischen Börsen zugelassen sind<sup>30</sup>. Die in London basierte *virt-x* wird als «*recognized investment exchange*» gemäss dem Financial

<sup>27</sup> So etwa ausdrücklich Absatz 7 zur Präambel der Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie; zitiert bei FN 32.

<sup>28</sup> Art. 74a Abs. 1 KR und Ziff. 1 Rz. 2 RLMT.

<sup>29</sup> So auch Ziff. 1 Rz. 2 RLMT.

<sup>30</sup> Z.B. FTSE Eurotop, EuroStoxx.

Services and Markets Act (FSMA) von der britischen Financial Services Authority (FSA) überwacht<sup>31</sup>.

Am 12. April 2003 trat in der EU die Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), die so genannte *EG-Marktmissbrauchsrichtlinie*<sup>32</sup>, in Kraft. Art. 6 Abs. 4 dieser Richtlinie statuiert innerhalb der EU ebenfalls eine Melde- und Publikationspflicht über getätigte Transaktionen der Führungsorgane von kotierten Gesellschaften in Aktien des eigenen Unternehmens. Die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie war von den EU-Mitgliedstaaten bis am 1. Juli 2005 ins innerstaatliche Recht umzusetzen.

Für Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz und Kotierung von Beteiligungsrechten an der SWX, deren Beteiligungsrechte jedoch auf der elektronischen Handelsplattform, der *virt-x*, gehandelt werden, stellt sich somit die Frage, welche Regelung betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen auf sie anwendbar ist<sup>33</sup>.

Grundsätzlich sind die im SMI vertretenen Unternehmen trotz der Zulassung ihrer Werte zum Handel auf der *virt-x* dem schweizerischen Emittentenrecht der SWX unterworfen; zu diesem gehören auch die Regeln über die Offenlegung von Management-Transaktionen. Seit dem 1. Juli 2005 ist die *virt-x* jedoch in zwei Handelsegmente gespalten: in das EU-Segment («*EU Regulated Market Segment*»), das die Voraussetzungen zur Qualifikation als in der EU regulierter Markt im Sinne der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie erfüllt, und in das UK-Segment («*UK Exchange Regulated Market Segment*»), das keinen regulierten Markt im Sinne der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie darstellt. Die Emittenten haben die Wahl, den auf sie anwendbaren regulatorischen Rahmen selbst zu bestimmen und sich für das EU-Segment oder das UK-Segment zu entscheiden<sup>34</sup>.

Für dem UK-Segment zugehörige SMI-Emittenten sind die schweizerischen Regeln zur Offenlegung von Management-Transaktionen verbindlich<sup>35</sup>. Dasselbe soll nach dem einschlägigen Memorandum of Understanding zwischen der FSA

<sup>31</sup> Vgl. Nobel (FN 11), § 10 N. 200 ff.

<sup>32</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96/16 vom 14. April 2003, sowie die Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG, ABl. EG Nr. L 162/70 vom 30. April 2004.

<sup>33</sup> Zu berücksichtigen sind insbesondere die Regulatorischen Rahmenbedingungen für Emittenten beim Handel von SWX-kotierten Effekten an *virt-x* vom 27. Mai 2005, das Zusatzreglement für die Kotierung im «EU-kompatiblen» Segment der SWX vom 27. Mai 2005, die Richtlinie betreffend das Verfahren zur Kotierung im «EU-kompatiblen» Segment der SWX vom 27. Mai 2005 sowie die Richtlinie betreffend Pflichten der Emittenten gemäss Art. 23 des Zusatzreglements für die Kotierung im «EU-kompatiblen Segment» der SWX vom 27. Mai 2005.

<sup>34</sup> Ein Wechsel vom einen ins andere Segment ist jederzeit möglich. Während ein Wechsel vom EU- ins UK-Segment eine Vorankündigung von 30 Tagen voraussetzt, löst ein Wechsel vom UK- ins EU-Segment jedoch die Prospektpflicht im Sinne der EG-Prospektrichtlinie aus.

<sup>35</sup> Demgegenüber unterstehen der Insiderhandel und die Marktmanipulation bei diesen Unternehmen sowohl dem schweizerischen als auch dem englischen Recht.

und der SWX – entgegen dem Wortlaut von Art. 9 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie und in einem gewissen Widerspruch zum Ziel der EU, einen einheitlich geregelten europäischen Kapitalmarkt zu schaffen – bis auf weiteres auch für die im EU-Segment gehandelten SMI-Emittenten gelten<sup>36</sup>. Diese «Grandfathering»-Regelung gilt jedoch nur solange, bis die am EU-Segment gehandelten SMI-Emittenten aktiv um eine Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel am EU-Segment der virt-x nachsuchen. Das ist insbesondere der Fall, wenn nach dem 1. Juli 2005 eine Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Aktien erfolgt, die nach der EG-Prospektrichtlinie der Vorlage eines Prospektes bedarf<sup>37</sup>, oder wenn ein SMI-Emittent eine Zweitkotierung an einem geregelten Markt in der EU beantragt. Nach dem dadurch ausgelösten Wegfall des Grandfathering gelten die in Art. 6 Ziff. 4 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie aufgestellten und in der EU-Kommissionsrichtlinie 2004/72/EU konkretisierten Regeln zur Offenlegung von Management-Transaktionen grundsätzlich unbeschränkt.

## VI. Meldepflichtige Personen

### A. Gegenüber dem Emittenten meldepflichtige Personen

Der Meldepflicht nach Art. 74a Abs. 1 KR unterstehen die Mitglieder des Verwaltungsrates und der obersten Geschäftsleitung eines Emittenten<sup>38</sup>. Für die Frage, welche Mitglieder der Geschäftsleitung zu den *obersten* Führungsverantwortlichen zählen, verweist die SWX auf den Kommentar zur Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG). Demgemäss sind grundsätzlich diejenigen Manager gegenüber dem Emittenten meldepflichtig, die dem Verwaltungsrat oder dem CEO direkt unterstellt sind<sup>39</sup>.

Aus «Gründen der Rechtssicherheit und Praktikabilität» wurde die Meldepflicht nicht auf weitere mit Führungsaufgaben betraute Personen ausgedehnt, obwohl diese durchaus ebenfalls über Wissensvorsprünge verfügen können<sup>40</sup>. Ebenso wurde bewusst auf die Erfassung «nahe stehender Personen»<sup>41</sup> sowie ehemaliger Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung verzichtet. Demgegenü-

<sup>36</sup> Vgl. THOMAS WERLEN, Relevanz der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie, ST 79 (2005) 775 ff., 778; THOMAS REUTTER/KARIM MAIZAR, EU-Aufsicht für Schweizer Gesellschaften? Regulierungsschub mit Auswirkungen auf die Schweiz, NZZ Nr. 240 vom 14. Oktober 2004, 31.

<sup>37</sup> Dabei muss die Limite von 10% des bereits begebenen Kapitals überschritten werden; vgl. Art. 4 Ziff. 2 (a) der EG-Prospektrichtlinie.

<sup>38</sup> Art. 74a Abs. 1 KR; Rz. 2 N. 3 RLMT; Rz. 3 Kommentar RLMT.

<sup>39</sup> Vgl. Rz. 3 N. 1 und 2 Kommentar RLMT und Ziff. 4.1 Kommentar RLCG.

<sup>40</sup> Rz. 3 N. 1 Kommentar RLMT. Vgl. dazu insbesondere den Rechtsvergleich unter XI.

<sup>41</sup> Insbesondere Ehepartner, sonstige Familienmitglieder oder gar treuhänderisch tätige Personen.

ber unterliegt ein Mitglied des Managements zu Recht auch dann der Offenlegungspflicht, wenn es die Durchführung einer relevanten Transaktion an eine Drittperson delegiert<sup>42</sup>.

Von der Meldepflicht in Bezug auf Transaktionen in eigenen Beteiligungsrechten ausgenommen ist schliesslich der *Emittent* selbst. Dies gilt auch dann, wenn die betreffende Transaktion auf einem Beschluss des eigenen Managements beruht<sup>43</sup>.

## B. Verzicht auf eine konsolidierte Erfassung der meldepflichtigen Personen

Nicht ganz konsequent ist allerdings der Verzicht auf die konsolidierte Erfassung der meldepflichtigen Personen: In einem *Konzern*, bei welchem die Muttergesellschaft Beteiligungsrechte an der SWX kotiert hat, sind nur die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Konzernleitung, nicht jedoch die Mitglieder der obersten Führungsstufen der einzelnen Tochtergesellschaften gegenüber der Muttergesellschaft meldepflichtig<sup>44</sup>. Es besteht auch keine Meldepflicht der Mitglieder des Spitzenorgans der börsenkotierten Muttergesellschaft für Transaktionen in Beteiligungsrechten an deren ebenfalls börsenkotierten Tochtergesellschaften. Hat ein Konzern im Gegenteil ausschliesslich eine kotierte Tochtergesellschaft, so fallen nur die Mitglieder von deren Spitzenorgan, nicht jedoch diejenigen der nicht kotierten Muttergesellschaft in den Anwendungsbereich der RLMT<sup>45</sup>.

Dieser formale Ansatz mag zwar praktikabel sein, er berücksichtigt jedoch nicht, dass Transaktionen in Beteiligungsrechten konzernierter Tochtergesellschaften ebenfalls massgeblich auf dem Willensentscheid der Spitzenorgane der Konzernobergesellschaft beruhen können<sup>46</sup>. Zudem birgt diese Betrachtungsweise ein gewisses Umgehungspotenzial, indem es etwa im Konzernverbund ohne weiteres möglich bleibt, der Meldepflicht dadurch zu entgehen, dass für Management-Transaktionen eine bestimmte nicht an der SWX kotierte Tochtergesellschaft<sup>47</sup> geschaffen oder eingesetzt wird. An diesem «Special Purpose Vehicle» könnten die Mitglieder des Ver-

<sup>42</sup> Ziff. 2 Rz. 4 und 5 RLMT; vgl. dazu im Einzelnen unten VII. A.2.

<sup>43</sup> Ziff. 2 Rz. 7 RLMT.

<sup>44</sup> Dies gilt immerhin nur insoweit, als die betreffenden Tochtergesellschaften nicht ebenfalls Beteiligungsrechte an der SWX kotiert haben. Vgl. Rz. 3 N. 4 Kommentar RLMT.

<sup>45</sup> Vgl. Rz. 3 N. 5 Kommentar RLMT.

<sup>46</sup> Es versteht sich, dass die Eigengeschäfte in Beteiligungsrechten des Unternehmens grundsätzlich auf dem *persönlichen* Willensentscheid der Manager beruhen. Vgl. zu diesem Kriterium unten VII. A.2.

<sup>47</sup> Dieser Spezialfall ist in der Praxis freilich kaum anzutreffen. Soweit die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der Muttergesellschaft nicht auch im Spitzenorgan der betreffenden Tochtergesellschaft vertreten sind, könnte diese jedoch aus der Sicht «publizitäts-scheuer» Konzernleitungsmitglieder sogar börsenkotiert sein.

waltungsrates und der Konzernleitung dann weiterhin «still», d.h. ohne Kenntnis der übrigen Marktteilnehmer, Beteiligungsrechte erwerben und veräussern, denn es würde sich dabei nicht um Anteile am «eigenen» Unternehmen im Sinne von Art. 74a Abs. 1 KR handeln.

### C. Angaben des Emittenten zur meldepflichtigen Person

Der Emittent hat gegenüber der SWX den Namen und die Wohnadresse der meldepflichtigen Person sowie deren Funktion als exekutives Mitglied des Verwaltungsrates bzw. Mitglied der Geschäftsleitung oder nicht-exekutives Mitglied des Verwaltungsrates zu melden<sup>48</sup>. Die durch die SWX auf der Website veröffentlichte Meldung erfolgt dann jedoch *ohne* Namensnennung; sie enthält nur noch eine Angabe zur Funktion der meldepflichtigen Person<sup>49</sup>. Die Eidgenössische Bankenkommission hatte ursprünglich die Meldung und Veröffentlichung mit Namensnennung unter Berufung auf internationale Standards gefordert; sie hat sich jedoch in der Folge mit der Zulassungsstelle der SWX auf die schweizerische Kompromisslösung – Meldung mit Namensnennung und Veröffentlichung ohne Namensnennung – geeinigt<sup>50</sup>.

## VII. Auslösung der Meldepflicht

### A. Massgebliche Kriterien

Meldepflichtig ist eine Person grundsätzlich nur dann, wenn die Transaktion ihr Vermögen direkt oder indirekt betrifft *oder* massgeblich auf ihrem Willensentscheid beruht<sup>51</sup>. Diejenigen Transaktionen, die ohne Willensentscheid und ohne Einflussnahme der meldepflichtigen Personen, jedoch für diese – in deren Namen oder auf deren Rechnung – getätigt wurden, sind somit von der Meldepflicht nicht erfasst<sup>52</sup>.

#### 1. Transaktion betrifft Vermögen des Meldepflichtigen direkt oder indirekt

Eine Transaktion in Beteiligungsrechten kann das Vermögen der meldepflichtigen Person nicht nur direkt sondern auch *indirekt* betreffen. Dies ist etwa der Fall, wenn

<sup>48</sup> Rz. 35 RLMT.

<sup>49</sup> Rz. 40 RLMT.

<sup>50</sup> Vgl. EBK Jahresbericht 2004, 78.

<sup>51</sup> Ziff. 2 Rz. 4 RLMT.

<sup>52</sup> Ziff. 2 Rz. 6 RLMT.

das betroffene Vermögen von der meldepflichtigen Person im Rahmen einer Erbengemeinschaft oder einer einfachen Gesellschaft verwaltet oder zumindest mitverwaltet wird. Das Vermögen kann auch im Rahmen des ehelichen Güterrechts im Sinne von Ziff. 2 Rz. 4 RLMT indirekt betroffen sein. Dies ist bei Errungenschaftsbeteiligung der Fall, wenn der Ehepartner der meldepflichtigen Person eine Transaktion über ein Depot tätigt, das zur Errungenschaft zählt<sup>53</sup>.

## 2. Transaktion beruht massgeblich auf dem Willensentscheid des Meldepflichtigen

Alternativ erfolgt die Zurechenbarkeit nach der Prämisse «*substance over form*» auch aufgrund der tatsächlichen Einflussnahme<sup>54</sup> der meldepflichtigen Person auf die von einer Drittperson ausgeführten Transaktionen, wenn die Einflussnahme *massgeblich* war. Es genügt also nicht, wenn die Einflussnahme der meldepflichtigen Person für den Anlageentscheid der Drittperson lediglich eine untergeordnete Bedeutung hatte<sup>55</sup>. Damit sollen insbesondere Transaktionen von der Meldepflicht ausgenommen sein, die sich ohne Zutun der meldepflichtigen Person – als so genannter «*windfall profit*» – in dessen Vermögen auswirken. Das ist sachgerecht und entspricht der Zielsetzung der Offenlegungsvorschrift, welche grundsätzlich nur diejenigen Transaktionen erfassen will, denen im Markt überhaupt Signalwirkung zugeschrieben werden kann.

Abgesehen von besonderen Konstellationen, wie etwa derjenigen eines so genannten «*Blind Trust*»<sup>56</sup>, bei welchem der Settlor als potenziell meldepflichtige Person keine Einflussmöglichkeit auf die Anlageentscheide des Trustees hat, werden grundsätzlich auch Transaktionen im Rahmen eines Vermögensverwaltungsauftrages von der Meldepflicht erfasst<sup>57</sup>.

Unter diesem Kriterium besteht auch eine Meldepflicht für Transaktionen juristischer Personen oder Gesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit, die von einer oder mehreren meldepflichtigen Personen zusammen rechtlich kontrolliert oder wirt-

<sup>53</sup> Bei der Gütergemeinschaft gemäss Art. 221 ff. ZGB ist davon auszugehen, dass Transaktionen, die vom Ehegatten einer meldepflichtigen Person getätigt werden, der Meldepflicht unterstehen, soweit sie das Gesamtgut betreffen. Demgegenüber dürfte bei Gütertrennung das Vermögen der meldepflichtigen Person in der Regel nicht indirekt betroffen sein. Vgl. Rz. 4 N. 4 ff. Kommentar RLMT; ANTOINETTE GASSER/TAMARA FARRÈR, Management-Transaktionen von Gross- und Familienaktionären, ST 79 (2005) 765 ff., 768.

<sup>54</sup> Die blossе Möglichkeit zur Einflussnahme berührt den Auslösungspunkt der Meldepflicht noch nicht.

<sup>55</sup> Rz. 4 N. 11 und 12 Kommentar RLMT.

<sup>56</sup> Vgl. Rz. 6 N. 1 Kommentar RLMT. Vgl. zu der aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammenden Figur des «*Blind Trust*» PETER BÖCKLI, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, SSHW Bd 120, Zürich 1989, 133.

<sup>57</sup> Ziff. 2 Rz. 5 RLMT; Rz. 5 N. 1 Kommentar RLMT.

schaftlich beherrscht werden. Dies kann insbesondere bei einem Aktionärbindungsvertrag der Fall sein, soweit der Pool unter der massgeblichen Einflussnahme einer oder mehrerer meldepflichtiger Vertragsparteien Beteiligungsrechte des Emittenten kauft oder verkauft<sup>58</sup>. Ebenso müssten nach Auffassung des Autors grundsätzlich auch diejenigen Transaktionen im Konzernverbund die Meldepflicht auslösen, bei denen Spitzenorgane der Muttergesellschaft als faktische Organe der Tochtergesellschaft in deren Beteiligungspapieren handeln. Die SWX steht demgegenüber auf dem Standpunkt, dass die Meldepflicht immer nur bezüglich Beteiligungsrechten an der «eigenen Gesellschaft» besteht, d.h. jene greift grundsätzlich nicht auch auf die Beteiligungsrechte an der kontrollierten Tochtergesellschaft durch<sup>59</sup>.

## B. Entstehen der Meldepflicht

Die Meldepflicht entsteht mit dem Abschluss des Vertrages, also des *Verpflichtungsgeschäfts*<sup>60</sup>. Diese Anknüpfung entspricht der Regelung im Rahmen der Offenlegung von Beteiligungen im Sinne von Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 18 Abs. 1 BEHV-EBK.

Bei mehreren, während eines Tages getätigten Teilausführungen einer Gesamttransaktion ist nur eine Meldung für die an diesem Tag getätigte Gesamttransaktion notwendig<sup>61</sup>.

Bei *Börsengeschäften* ist zu beachten, dass ein Verpflichtungsgeschäft erst bei der Ausführung der Transaktion (so genanntes «Matching») vorliegt, da die Erteilung des Auftrages lediglich eine Offerte darstellt. Der Informationsversorgung der Anleger – und damit der Zwecksetzung der RLMT – wäre indes mit einer Anknüpfung an die Auftragserteilung besser gedient, da für den Anleger allein der manifestierte Willensentscheid des Managers von Interesse ist. Auch nach der geltenden Regelung kann nicht das «Clearing» und «Settlement» abgewartet werden<sup>62</sup>, andernfalls würde die potenzielle Signalwirkung der veröffentlichten Management-Transaktionen aufgrund einer zu grossen Zeitspanne zwischen dem Transaktionsentscheid und der Publikation weiter abgeschwächt.

<sup>58</sup> Vgl. Rz. 5 N. 5 ff. Kommentar RLMT und GASSE/FARRÈR (FN 53), 769.

<sup>59</sup> Rz. 3 N. 4 Kommentar RLMT. Vgl. oben VI.B.

<sup>60</sup> Die Meldepflicht für bedingte Transaktionen entsteht ebenfalls im Zeitpunkt der Vereinbarung.

<sup>61</sup> Rz. 23 RLMT.

<sup>62</sup> Rz. 21 und 24 RLMT; Rz. 21 und 24 Kommentar RLMT.

## VIII. Gegenstand der Meldepflicht

### A. Meldepflichtige Transaktionen

Der Meldepflicht unterstehen der Erwerb und die Veräußerung von Beteiligungsrechten (Aktien, Partizipations- und Genussscheinen) sowie Wandel- und Erwerbsrechten (Wandelanleihen, Call- und Put-Optionen), wobei jene, wie erwähnt, stets durch die vertragliche Begründung dieser Rechte (Verpflichtungsgeschäft) ausgelöst wird. Bei Transaktionen in Optionen besteht die Meldepflicht unabhängig davon, ob im Optionsvertrag Realerfüllung oder «Cash Settlement» vorgesehen ist<sup>63</sup>. Es spielt auch keine Rolle, ob die Option bei Ausübung «in the money» oder «out of the money» ist<sup>64</sup>.

Im Sinne eines Auffangtatbestandes zur Vermeidung von Umgehungsgeschäften sind auch Transaktionen in Finanzinstrumenten jeglicher Art, deren Preise zu mehr als 33% von Beteiligungsrechten oder anderen Rechten zum Erwerb oder zur Veräußerung von Beteiligungsrechten des Emittenten abhängen, meldepflichtig<sup>65</sup>.

### B. Angaben zur meldepflichtigen Transaktion

Neben der Art des Geschäfts haben die meldepflichtige Person und der Emittent die Gesamtzahl der erworbenen oder veräußerten Beteiligungs-, Wandel- und Erwerbsrechte, allfällige wesentliche Bedingungen<sup>66</sup>, den bezahlten und erhaltenen Preis sowie das Datum des Geschäftsabschlusses zu melden<sup>67</sup>.

### C. Von der Meldepflicht ausgenommene Transaktionen

#### 1. Transaktionen mit Entschädigungsfunktion

Von der Meldepflicht explizit ausgenommen sind Transaktionen, die ohne Ausübung eines Wahlentscheids der meldepflichtigen Person auf einer arbeitsvertraglichen Grundlage oder als Bestandteil einer Vergütung erfolgen. Zu denken ist dabei namentlich an feste Zuteilungen von Beteiligungsrechten oder die Einräumung von Aktienoptionen im Rahmen eines Arbeitsvertrages bzw. eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes. Verfügt die meldepflichtige Person jedoch über ein Wahlrecht

---

<sup>63</sup> Rz. 10 N. 1 Kommentar RLMT.

<sup>64</sup> Rz. 12 N. 2 Kommentar RLMT.

<sup>65</sup> Rz. 15 f. RLMT.

<sup>66</sup> Bei nicht kotierten Wandel- und Erwerbsrechten sowie Finanzinstrumenten.

<sup>67</sup> Rz. 36–38 RLMT.

hinsichtlich der Vergütung in Aktien oder Optionen und/oder in bar, so wird die Meldepflicht ausgelöst. Meldepflichtig ist auch der Verkauf solcher Optionen oder der Verkauf der Aktien, die direkt oder durch Ausübung von Optionen erworben worden sind<sup>68</sup>. Das ergibt sich folgerichtig aus der Konkretisierung des Grundsatzes, dass eine Person nur meldepflichtig sein soll, wenn die Transaktion massgeblich auf ihrem Willensentscheid beruht.

## 2. Schuldpaniere ohne Aktienbezug

Obligationen und Anleihen ohne Aktienbezug, wie zum Beispiel so genannte «*Straight Bonds*» oder Kassenobligationen, sind ebenfalls von der Meldepflicht ausgenommen<sup>69</sup>. Dagegen unterliegen Anleihen, die dem Emittenten ein Wahlrecht auf Rückzahlung in Beteiligungsrechten einräumen<sup>70</sup>, der Meldepflicht<sup>71</sup>.

## 3. Weitere ausdrücklich nicht meldepflichtige «Transaktionen»

Nicht als Erwerbs- oder Veräusserungstatbestand gelten gemäss Ziff. 2 Rz. 18 RLMT namentlich auch die Verpfändung, Nutzniessung sowie die Wertpapierleihe («*Securities Lending*»). Gleiches gilt für Erbschaften, Schenkungen und güterrechtliche Auseinandersetzungen. Diesen Tatbeständen ist gemeinsam, dass die meldepflichtige Person nicht über den Zeitpunkt des Vollzugs der Transaktion bestimmen kann. Daher dürfte – obwohl im Kommentar zur RLMT nicht ausdrücklich erwähnt – grundsätzlich auch die Ausübung eines Vorhand- oder Vorkaufsrechts im Rahmen eines Aktionärbindungsvertrages nicht zur Auslösung der Meldepflicht führen, da der Zeitpunkt des Erwerbs in diesem Fall nicht durch das betreffende Poolmitglied, sondern durch den Eintritt des Vorkaufsfalles bestimmt wird<sup>72</sup>.

<sup>68</sup> Rz. 20 RLMT.

<sup>69</sup> Ziff. 2 Rz. 11 RLMT und Rz. 11 N. 1 Kommentar RLMT; vgl. GASSER/FARRÈR (FN 53) 768.

<sup>70</sup> So z.B. sogenannte «*Mandatory Convertible Securities*»; vgl. GASSER/FARRÈR (FN 53) 768.

<sup>71</sup> Rz. 11 N. 2 Kommentar RLMT.

<sup>72</sup> Vgl. dazu PETER BÖCKLI, Aktionärbindungsverträge mit eingebauten Vorkaufs- oder Kaufsrechten und Übernahmepflichten, in: Druey/Böckli/Nobel, Rechtsfragen um die Aktionärbindungsverträge, Zürich 1998, 35 ff.

## IX. Schwellenwert und Meldeverfahren

### A. Schwellenwert als Weggabelung zwischen Veröffentlichung und Sammelmeldung

Die meldepflichtige Person hat Management-Transaktionen jeweils innerhalb von zwei Börsentagen an den Emittenten zu melden. Das weitere Verfahren hängt davon ab, ob ein bestimmter *Schwellenwert* überschritten wird:

- (i) Sofern der Gesamtwert sämtlicher Geschäftsabschlüsse – separat je Verkauf und Kauf – einer meldepflichtigen Person innerhalb eines Kalendermonats einen Betrag von CHF 100 000 überschreitet, hat der Emittent der SWX innerhalb von zwei weiteren Börsentagen über eine web-basierte elektronische Meldeplattform<sup>73</sup> die erforderlichen Angaben zu übermitteln<sup>74</sup>. Diese umfassen Informationen zur Person<sup>75</sup> und Angaben über die zu meldenden Geschäftsabschlüsse sowie deren Anzahl, Preis und Datum<sup>76</sup>. Die Meldungen werden auf der Website der SWX<sup>77</sup> während eines Jahres publiziert<sup>78</sup>. Die *Veröffentlichung* in diesem Abrufverfahren erfolgt ohne Namensangabe, jedoch unter summarischer Angabe der Funktion<sup>79</sup>.
- (ii) Überschreitet der Wert sämtlicher Geschäftsabschlüsse einer meldepflichtigen Person innerhalb eines Kalendermonats den Betrag von CHF 100 000 nicht, leitet der Emittent spätestens am vierten Börsentag nach Ende des Kalendermonats eine so genannte *Sammelmeldung* an die SWX weiter, und zwar sortiert nach Transaktionen pro meldepflichtiger Person<sup>80</sup>. Diese Meldung wird *nicht veröffentlicht*, sondern lediglich auf einer Datenbank der SWX während zwei Jahren gespeichert und dann gelöscht<sup>81</sup>.

Transaktionen unterhalb des Schwellenwertes sind also ebenfalls zu melden, sie werden jedoch nicht veröffentlicht. Der Schwellenwert ist damit im Grunde eine Veröffentlichungsschwelle, keine Meldeschwelle.

<sup>73</sup> Vgl. im Einzelnen das Nutzungsreglement der SWX Swiss Exchange zur webbasierten Meldeplattform für die Offenlegung von Management-Transaktionen vom 15. Mai 2005

<sup>74</sup> Rz. 28 ff. RLMT und Medienmitteilung der SWX vom 5. Oktober 2004.

<sup>75</sup> Inklusive Namensnennung; vgl. VI. C. hiervor.

<sup>76</sup> Art. 74a Abs. 2 KR und Rz. 34 ff.

<sup>77</sup> Vgl. [http://www.swx.com/admission/being\\_public/mtrans/publication\\_de.html](http://www.swx.com/admission/being_public/mtrans/publication_de.html).

<sup>78</sup> Art. 74a Abs. 3 und 5 KR; Rz. 28 RLMT.

<sup>79</sup> Rz. 29 RLMT. In der Vernehmlassung war die Intention der SWX, Transaktionen unter Namensnennung der meldepflichtigen Person zu publizieren, als unverhältnismässiger Eingriff in den Daten- und Persönlichkeitsschutz scharf kritisiert worden; vgl. Rz. 28a E-RLMT.

<sup>80</sup> Art. 74a Abs. 4 KR; Rz. 27 RLMT.

<sup>81</sup> Rz. 26 RLMT und Rz. 45 RLMT.

Unklar ist, welche Funktion die Sammelmeldung innerhalb von vier Börsentagen nach Ablauf eines Kalendermonats, erfüllen soll, wenn diese Informationen ohnehin nicht veröffentlicht, sondern von der SWX lediglich auf einer Datenbank gespeichert und nach zwei Jahren wieder gelöscht werden. Es ist jedenfalls nicht ersichtlich, inwieweit diese Vorschrift durch die eingangs erläuterte Zwecksetzung der Meldepflicht gedeckt sein soll.

Dem Transparenzzweck zuwiderlaufen kann in Einzelfällen auch die zeitlich fixierte Anknüpfung an den Kalendermonaten gemäss Art. 74a Abs. 3 und 4 KR<sup>82</sup>. So wird beispielsweise in Kauf genommen, dass zwei am 27. Februar und am 2. März getätigte Transaktionen über je CHF 100 000<sup>83</sup> nicht veröffentlicht werden, wohl aber zwei Transaktionen über je CHF 51 000 vom 1. und 30. April. Dieses Zufallselement wollte die SWX in ihrem ursprünglichen Regelungsentwurf mit einer vom Kalender losgelösten Meldeperiode von 30 Tagen vermeiden<sup>84</sup>, doch der Vorschlag vermochte sich in der Vernehmlassung nicht durchzusetzen.

## B. Berechnung des Schwellenwerts

Für die Berechnung des Schwellenwertes ist der *Marktpreis* des Beteiligungsrechts im Zeitpunkt des Entstehens der Meldepflicht massgebend. Beim Kauf eines derivativen Finanzinstruments oder beim Erwerb eines Bezugsrechts ist für die Berechnung der Marktpreis des Basiswertes massgebend. Beim Verkauf ist auf den Marktpreis des derivativen Finanzinstruments oder des Bezugsrechts abzustellen<sup>85</sup>.

Beim Erwerb von verbilligten Beteiligungspapieren ist für die Schwellenwertberechnung der ordentliche Marktpreis massgebend<sup>86</sup>. Auf der Meldeplattform der SWX ist unter der Rubrik «bezahlter Preis» jedoch der effektive bzw. verbilligte Kaufpreis sowie eine Erläuterung anzugeben<sup>87</sup>.

Die Transaktionen pro meldepflichtige Person sind separat, je für ihre Verkäufe sowie für ihre Käufe zu addieren. Bei der Berechnung des Schwellenwerts dürfen in allen Fällen Käufe und Verkäufe nicht verrechnet werden; es gilt das *Bruttoprinzip*<sup>88</sup>.

<sup>82</sup> Obgleich diese Lösung Art. 6 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie der Kommission zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie entspricht.

<sup>83</sup> Nicht das Erreichen, sondern erst das *Überschreiten* des Betrages von CHF 100 000 löst die Meldepflicht aus.

<sup>84</sup> Ziff. 24 ff. E-RLMT.

<sup>85</sup> Rz. 31 RLMT.

<sup>86</sup> Rz. 31 N. 2 Kommentar RLMT.

<sup>87</sup> Rz. 42 N. 2 Kommentar RLMT.

<sup>88</sup> Vgl. Rz. 30 RLMT.

Verwirrend ist für den Anleger schliesslich die Regelung, dass nach einmaligem Überschreiten des Schwellenwerts innerhalb des Kalendermonats jede weitere noch so kleine Transaktion im selben Kalendermonat zu veröffentlichen ist<sup>89</sup>.

## X. Sanktionen

Nach Art. 81 Ziff. 7 KR kann die Zulassungsstelle oder die Disziplinarkommission der SWX die in Art. 82 KR vorgesehenen Sanktionen aussprechen, wenn der Emittent trotz Mahnung der Zulassungsstelle nicht gegen die nach Art. 74a Abs. 1 KR meldepflichtigen Personen, welche die vorgeschriebenen Meldungen unterlassen, vorgeht und sie zur Meldung anhält. Die Sanktionsmöglichkeiten reichen vom Verweis über eine Busse von maximal CHF 200 000 bis zur Streichung der Kotierung (Dekotierung)<sup>90</sup> und zum Ausschluss des Emittenten von weiteren Kotierungen<sup>91</sup>. Die Sanktionen werden von der Börse in der Regel publiziert<sup>92</sup>. Der mit diesem «*Naming and Shaming*» verbundene Reputationsverlust kann für das Unternehmen von einschneidender Wirkung sein. Die Sanktionsordnung ist insoweit fragwürdig, als die Informationspflichten des Kotierungsreglements eigentlich auf den Schutz der Anleger zielen, die gegen die Gesellschaft verfügbaren Sanktionen aber gerade auch die im Unternehmen investierten Anleger treffen<sup>93</sup>.

Die meldepflichtigen Personen sind selber *nicht* direkte Adressaten der Regeln zur Offenlegung von Management-Transaktionen. Gegenüber der SWX sind ausschliesslich die Emittenten in der Verantwortung<sup>94</sup>. Die SWX kann somit die fehlbaren Spitzenkräfte gestützt auf eine Verletzung der Offenlegungspflichten gemäss Art. 74a KR nicht *ad personam* sanktionieren<sup>95</sup>. Die Verletzung der Meldepflicht, die zu einer Sanktion gegen den Emittenten und damit letztlich zu einem Schaden der Gesellschaft führt, kann jedoch eine Sorgfaltspflichtverletzung darstellen. Diese kann grundsätzlich zivilrechtliche Haftungsansprüche der Anleger gegen die betref-

<sup>89</sup> Rz. 30 RLMT.

<sup>90</sup> Vgl. den Entscheid der Disziplinarkommission gegen *Habsburg Holding* gemäss Medienmitteilung vom 26. September 2003.

<sup>91</sup> Art. 82 und 82a KR. Vgl. ZOBL/KRAMER (FN 25), § 3 N. 275; FELIX M. HUBER/PETER HODEL/CHRISTOPHER STAUB GIEROW, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich/Basel/Genf 2004, Art. 82 N. 1.

<sup>92</sup> Art. 81 Abs. 1 Ziff. 9 KR.

<sup>93</sup> So auch RUFFNER (FN 18), 54 und VITO ROBERTO, SWX-Sanktionen und die Folgen für Unternehmen und Manager, in: Waldburger/Baer/Nobel/Bernet (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, FS für Peter Nobel, Bern 2005, 593 ff., 603 f.

<sup>94</sup> Vgl. oben V.A.

<sup>95</sup> Vgl. ZOBL/KRAMER (FN 25), § 3 N. 277; GIORGIO BEHR, Kaum neue Anforderungen an die Rechnungslegung, NZZ vom 7. Januar 2003, 21.

fenden Organmitglieder aus Verantwortlichkeit nach Art. 752 ff. OR, unerlaubter Handlung gemäss Art. 41 OR oder – unter bestimmten Voraussetzungen<sup>96</sup> – sogar aus erwecktem Vertrauen nach Art. 2 ZGB begründen<sup>97</sup>. Schliesslich kann die Verletzung der Informationspflichten gemäss dem Kotierungsreglement für die verantwortlichen Personen auch strafrechtliche Folgen haben. In Frage kommt etwa eine Strafbarkeit wegen unwahren Angaben über kaufmännische Gewerbe im Sinne von Art. 152 StGB oder – in Ausnahmefällen – wegen Kursmanipulation im Sinne von Art. 161<sup>bis</sup> StGB<sup>98</sup>. Die EBK hat als Börsenaufsichtsbehörde, sofern sie Kenntnis von strafbaren Handlungen erhält, unverzüglich die zuständigen Strafverfolgungsbehörden zu benachrichtigen<sup>99</sup>.

## XI. Rechtsvergleich zur Regelung der Offenlegung von Eigengeschäften des Managements in der EU

Nach der einschlägigen Bestimmung in Art. 6 Abs. 4 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie betreffend die Offenlegung von Management-Transaktionen unterstehen alle Personen, die bei einem Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie gegebenenfalls in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen bezüglich so genannter «Eigengeschäfte» der Meldepflicht. Im Gegensatz zur schweizerischen Regelung sind die betreffenden Personen nicht nur gegenüber dem Emittenten, sondern *direkt* gegenüber der zuständigen Behörde meldepflichtig<sup>100</sup>.

<sup>96</sup> Es muss insbesondere eine so genannte «*rechtliche Sonderverbindung*» zwischen den Beteiligten entstanden sein, was allerdings bei einem Publikumanleger, der bloss auf die pflichtgemässe Meldung eines Managers vertraut hat, nicht der Fall sein dürfte. Vgl. BGE 128 III 324, 327; BGer-Urteil vom 23. Dezember 2003 (4C.291/2003), Erw. 2.2 sowie BGer-Urteil vom 28. Januar 2000 (4C.280/1999), Erw. 3a.; vgl. BÖCKLI (FN 4), § 18 N. 61 und 248 ff.; HANS PETER WALTER, Die Vertrauenshaftung: Unkraut oder Blume im Garten des Rechts?, ZSR 120 (2001) 79 ff., 90; CHRISTINE CHAPPUIS, La responsabilité fondée sur la confiance, SJ (1997), 165 ff., 171 ff.

<sup>97</sup> Die Schadenersatzpflicht von Managern aus der Verletzung von Informationspflichten ist *umstritten* und bisher von der Rechtsprechung nicht entschieden worden. Vgl. die von der SWX publizierten Erläuterungen zur Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 des revidierten Kotierungsreglements aus dem Jahre 1996, 19. Vgl. zum Meinungsstreit Roberto (FN 93) 606 ff.; ROLF WÄTTER, Investorenschaden wegen falscher Rechnungslegung, in: von der Crone/ Forstmoser/Weber/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, FS für Dieter Zobel, Zürich 2004, 429 ff.; BÖCKLI (FN 4), § 18 N. 56 ff.

<sup>98</sup> Vgl. ROBERTO (FN 93), 604 f.; JÖRG REHBERG/NIKLAUS SCHMID/ANDREAS DONATSCH, Strafrecht III, 8. A., Zürich 2003, 228.

<sup>99</sup> Art. 35 Abs. 6 BEHG. Vgl. STEFAN LÜCHINGER, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 233 ff., 261.

<sup>100</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 4 EG-Marktmissbrauchsrichtlinie und Art. 6 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie.

Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften hat in ihrer Durchführungsrichtlinie<sup>101</sup> zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie den Kreis der meldepflichtigen Personen näher definiert. Demgemäss unterstehen alle natürlichen Personen der Meldepflicht, die

- (i) einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten angehören oder
- (ii) als geschäftsführende Führungskraft regelmässig Zugang zu Insider-Informationen haben und befugt sind, unternehmerische Entscheidungen zu künftigen Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Emittenten zu treffen.

Ebenfalls meldepflichtig, weil *in enger Beziehung* zu diesen Personen stehend, sind deren Ehegatten oder sonstigen Lebensgefährten, unterhaltsberechtigten Kinder sowie die sonstigen Familienmitglieder, die seit mindestens einem Jahr mit diesen Personen in einem Haushalt leben<sup>102</sup>.

Von der Meldepflicht erfasst werden zudem juristische Personen, treuhänderisch tätige Einrichtungen oder Personengesellschaften, deren Führungsaufgaben durch die vorgenannten natürlichen Personen wahrgenommen werden.

Im Unterschied zur schweizerischen Regelung ist die in der EU verwendete *funktionale* Definition der meldepflichtigen Führungskräfte, welche die Prämisse «*substance over form*» konsequent umsetzt, somit weiter und schliesst auch nahe stehende Personen ein<sup>103</sup>. Anders als die «Schweizer Lösung»<sup>104</sup> sieht die Regelung in der EU zudem eine Meldung und Veröffentlichung *mit* Namensnennung der meldepflichtigen Person vor<sup>105</sup>.

Die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie ermöglicht es den Mitgliedstaaten der EU nur innerhalb eines «Bagatellbereichs», einen Schwellenwert vorzusehen. Die Meldung kann aufgeschoben werden, bis die Gesamt-Abschlusssumme aller Geschäfte einer meldepflichtigen Person den Betrag von € 5000 in einem Kalenderjahr erreicht. Falls dieser Betrag am Ende des Kalenderjahres nicht erreicht wird, kann die Meldung bis zum 31. Januar des Folgejahres aufgeschoben werden. Im Unter-

<sup>101</sup> Art. 1 Ziff. 1; zitiert bei FN 32.

<sup>102</sup> Art. 1 Ziff. 2 Durchführungsrichtlinie.

<sup>103</sup> Vgl. THOMAS WERLEN, Relevanz der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie, ST 79 (2005) 775 ff., 778. Noch weiter gefasst ist die Regelung in den USA; gemäss Section 403 Sarbanes-Oxley Act i.V.m. Section 16 Securities Exchange Act of 1934 besteht eine Meldepflicht für Eigengeschäfte innerhalb von 10 Tagen nicht nur für das Management, sondern generell auch für Personen die massgeblich (zu mehr als 10%) an der Gesellschaft wirtschaftlich berechtigt sind.

<sup>104</sup> So ausdrücklich die Marginale im EBK-Jahresbericht 2004, 78.

<sup>105</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 3 lit. a der Durchführungsrichtlinie der Kommission zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie.

schied zur schweizerischen Regelung liegt die Freigrenze zur Offenlegung von Management-Transaktionen somit wesentlich tiefer<sup>106</sup>.

Die helvetische Sonderregelung in Bezug auf den relativ hohen Schwellenwert entpuppt sich bei genauem Hinsehen als eine disfunktionale «Bodenwelle» auf der Corporate-Governance-Schnellstrasse: Der Schwellenwert soll im Grunde darauf abzielen, Bagatellgeschäfte, denen im Markt keine Signalwirkung zukommen kann, von der Meldepflicht auszunehmen und die meldepflichtigen Personen sowie die Emittenten von unverhältnismässigem Administrativaufwand zu entlasten. Die schweizerische Regelung läuft dieser Zwecksetzung aber entgegen, indem sie bei Transaktionsvolumen unter dem Schwellenwert nicht von einer Meldung entlastet, sondern lediglich von einer Veröffentlichung absieht.

Ein punktueller Verzicht auf die Berücksichtigung internationaler Standards im Sinne von Art. 8 Abs. 3 BEHG scheint nur verhältnismässig und sinnvoll, wenn der dadurch begründete Vertrauensverlust mit anderen beträchtlichen Vorteilen, wie etwa einer spürbaren administrativen Erleichterung für den inländischen Emittenten, aufgewogen wird. Solche Vorteile liegen jedoch nicht vor. Ein Abweichen von internationalen Standards hätte sich unter dem Gesichtspunkt der Verhältnismässigkeit<sup>107</sup> wohl nur bei einem klaren Entscheid für die von den meisten Emittenten geforderte Erhöhung der Freigrenze für Veröffentlichung *und* Meldepflicht rechtfertigen lassen.

Der willkürlich angesetzte Schwellenwert, der als «pièce de résistance» die Vernehmlassungsphase überdauert hat, steht nun wie ein Fels in der Brandung der europäischen Regulierungswelle da. Er steht aber letztlich auch den Transparenzanliegen der schweizerischen Regelung entgegen, denn er trägt weder der erheblich divergierenden Unternehmensgrösse der offenlegungspflichtigen Emittenten noch den unterschiedlichen Vermögensverhältnissen der meldepflichtigen Personen Rechnung. So können beispielsweise über drei Monate verteilte nicht meldepflichtige Käufe von je CHF 60 000 für ein Geschäftsleitungsmitglied einer kotierten Unternehmung eine beträchtliche Investition sein, und dieser kann ein tiefes Vertrauen in die Kurspotenz seines Unternehmens zu Grunde liegen. Demgegenüber kann ein meldepflichtiger Aktienerwerb im Betrage von CHF 180 000 durch den CEO einer grossen Publikumsgesellschaft im Rahmen einer allgemeinen Depotumschichtung erfolgen und wirtschaftlich für den Käufer kaum ins Gewicht fallen.

<sup>106</sup> Dennoch war der schweizerische Schwellenwert in der Vernehmlassung (vom 9. Mai bis zum 30. Juni 2003) noch als zu tief kritisiert worden. Vgl. *Vernehmlassung* der Zulassungsstelle zur Regelung der Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen im Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange (2003) 34 ff.

<sup>107</sup> Vgl. EBK Jahresbericht 2004, 78: «Art. 8 Abs. 3 BEHG verlangt, bei der Zulassung von Effekten internationalen Standards Rechnung zu tragen. ... Sie [die EBK] ist jedoch offen für eine schweizerische Regelung, solange die Abweichungen von internationalen Standards verhältnismässig sind. ...».

Eine abweichende Regelung sieht die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie schliesslich auch in Bezug auf die Meldefristen vor. Sie fordert eine Meldung innerhalb von *fünf* Arbeitstagen nach dem Tag des Geschäftsabschlusses<sup>108</sup>. Berücksichtigt man, dass die meldepflichtige Person in der EU innerhalb dieser Frist direkt Meldung gegenüber der zuständigen Behörde erstatten muss, während der Meldepflichtige nach der schweizerischen Konzeption die Information zuerst innerhalb von zwei Börsentagen an den Emittenten melden muss und dieser seinerseits innerhalb von zwei weiteren Börsentagen an die SWX Meldung zu erstatten hat<sup>109</sup>, so ist die Frist im Vergleich zu derjenigen in der EU insgesamt nur geringfügig kürzer<sup>110</sup>.

Für kürzere Fristen spricht der Schutzzweck der Regelung: Aus Sicht des Anlegers ist entscheidend, dass die Information über die Management-Transaktion möglichst aktuell ist. Der Anleger hat somit ein Interesse daran, dass die Meldefristen knapp bemessen sind. Allerdings wäre eine direkte Meldung der meldepflichtigen Personen über die web-basierte Plattform gegenüber der SWX in Anlehnung an das Lösungsmodell der EU wohl effizienter gewesen. Dies hätte nicht nur die Meldepflichtigen teilweise vom Fristendruck entlastet, sondern auch bei den Emittenten den nicht zu vernachlässigenden Administrativaufwand bei der unternehmensinternen Umsetzung der Meldepflicht reduziert.

## XII. Schlusswort

Die frühzeitige Meldung und Publikation von Management-Transaktionen beugt dem *Anschein* des heimlichen Ausnutzens von Wissensvorsprüngen vor. Das fördert das Vertrauen der Anleger in die Effektenmärkte und trägt letztlich zur Sicherung der Integrität des Finanzmarktes bei. Diesen begrüssenswerten Grundgedanken hat die SWX in positive Regeln zur Offenlegung von Management-Transaktionen umgesetzt. Der Anleger sollte sich jedoch davor hüten, diesen Regeln eine darüber hinaus gehende Bedeutung beizumessen. Es ist ihm vielmehr ein vorsichtiger Umgang mit seiner neuen Informationsquelle nahe zu legen, denn die Aussagekraft von Management-Transaktionen ist stark zu relativieren. Diese können den Anlegern zwar interessante Indizien zum Zustand des Marktes liefern; sie müssen jedoch nicht unbedingt wirtschaftlich motiviert sein. Zu vielfältig sind deren Gründe, um daraus für den Markt eindeutige Signale ableiten zu können. Die Information über Handelsaktivitäten der Spitzenkräfte in Beteiligungsrechten des eigenen Unterneh-

<sup>108</sup> Art. 6 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie der Kommission zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie.

<sup>109</sup> Die Publikation selbst erfolgt «in der Regel» am gleichen Börsentag; vgl. Art. 74 Abs. 5 KR.

<sup>110</sup> Die kurzen Fristen wurden in der Vernehmlassung teilweise als nicht praktikabel kritisiert; vgl. Vernehmlassung der Zulassungsstelle zur Regelung der Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen im Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vom 14. August 2003, 39 ff.

mens stellt lediglich einen Teilaspekt neben verschiedenen weiteren Informationsmöglichkeiten dar, die den Anlageentscheid eines Investors ebenfalls beeinflussen können, so z.B. Jahres- und Zwischenberichte, Angaben zur Corporate Governance, potenziell kursrelevante Tatsachen, Analystenberichte, Berichte über den Emittenten, Ratings oder Meldungen im Rahmen der Offenlegung von Beteiligungen<sup>111</sup>.

Nachdem die Regulierungsnovelle zur Offenlegung der Eigengeschäfte von Managern in der Vernehmlassung noch auf heftige Kritik gestossen war<sup>112</sup>, scheint der Markt sie inzwischen verhältnismässig positiv aufgenommen zu haben. Dies bestätigt zumindest die ersten Erfahrungen der SWX, die eine relativ reibungslose Einführung des Meldeverfahrens feststellen durfte<sup>113</sup> und bisher kaum Regelverstösse zu vermelden hatte<sup>114</sup>.

Mit dem neuen Regulierungsakt zur Offenlegung von Management-Transaktionen hat die Schweizer Börse rechtzeitig neue Leitplanken auf der Schnellstrasse der Corporate Governance gesetzt und damit sichergestellt, dass der schweizerische Finanzmarkt nicht den Anschluss an den internationalen «Highway» verpasst. In diesem Bestreben hat sie für den Anleger ein interessantes neues Informationsinstrument geschaffen, welches durchaus eine positive Wirkung auf die Transparenz, den Investorenschutz und die Integrität des Finanzplatzes Schweiz haben dürfte. Daran ändert grundsätzlich auch die eine oder andere helvetische Bodenwelle nichts, welche das Bauvorhaben hinterlassen hat. Im internationalen Vergleich «holpern» insbesondere die allzu formelle Eingrenzung des Kreises der meldepflichtigen Personen, der willkürlich angesetzte Publizitäts-Schwellenwert und die zweckentfremdete Sammelmeldung. Immerhin können Bodenwellen – bei entsprechender Signalisation – auch eine verkehrsberuhigende Wirkung haben, was den Marktteilnehmern beim aktuellen Tempo der Corporate-Governance-Debatte durchaus entgegenkommen dürfte.

<sup>111</sup> Vgl. Rz. 1 N. 1 Kommentar RLMT; vgl. zu den kapitalmarktrechtlichen Informationsmöglichkeiten des Anlegers PETER BÖCKLI / CHRISTOPH B. BÜHLER, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 77 (2005) 101 ff., 105 ff.; CHRISTOPH B. BÜHLER (Hrsg.), Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern 2003, V; DANIEL LENGNAUER, Was brachte das Börsengesetz als Ergänzung zum Aktienrecht dem Aktionär?, ST 74 (2002) 469 ff.

<sup>112</sup> Vgl. Vernehmlassungsbericht der Zulassungsstelle der SWX zur Regelung der Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen im Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange vom 14. August 2003 sowie – statt vieler – NICOLE RÜTTI, Widerstand gegen die Offenlegungspflicht – Wirtschaft und Manager üben Kritik, NZZ Nr. 151 vom 3. Juli 2003, 25.

<sup>113</sup> Vgl. GABRIEL-SCHNEIDER, (FN 10), 27.

<sup>114</sup> In den ersten fünf Monaten wurden bereits über 800 Meldungen publiziert. Rund ein Drittel aller Meldungen wurden für Käufe von Effekten abgesetzt, zwei Drittel für Verkäufe. Der Wert der höchsten Transaktion belief sich bis dahin auf CHF 48 Mio. Über 85% aller Geschäfte betrafen Aktien, die restlichen 15% verteilten sich auf Transaktionen mit Wandel- und Erwerbsrechten; vgl. SWX Group, groupchannel, Quarterly Newsletter 12/05, 3.