



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:

Thomas U. Reutter / Thomas Werlen

## TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII  
Tagungsband 2022





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

---

Herausgeber:

Thomas U. Reutter / Thomas Werlen

## TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt

Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII  
Tagungsband 2022

EIZ  Publishing

---



*TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt*  
Copyright © by Thomas U. Reutter und Thomas Werlen is licensed under a [Creative Commons  
Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2024 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Herausgeber:** Thomas U. Reutter / Thomas Werlen – Europa Institut an der Universität Zürich

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](https://eizpublishing.ch))

**Produktion, Satz & Vertrieb:** [buchundnetz.com](https://buchundnetz.com)

**ISBN:**

978-3-03805-659-1 (Print – Softcover)

978-3-03805-660-7 (PDF)

978-3-03805-664-5 (ePub)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/eiz-659>

**Version:** 1.01 – 20240315

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/transaktionen-regulierung-krypto-klepto-neue-und-alte-phaenomene-auf-dem-kapitalmarkt/>.

# Vorwort

Die vorliegende Publikation gibt einen tiefgehenden Einblick in die aktuellen Herausforderungen und Entwicklungen auf den globalen Finanzmärkten.

Die geldpolitische Schwemme, die als Reaktion auf die Pandemie die Finanzmärkte befeuerte, führte zu einer Überprüfung bisheriger Selbstverständlichkeiten. Im Schatten globaler politischer Tendenzen und Konflikte, insbesondere des Kriegs in der Ukraine, kehrt die Realität mit aller Härte zurück.

Transaktionen sehen sich neuen Herausforderungen gegenüber. Sanktionen und politische Unsicherheiten zwingen dazu, Strukturen zu überdenken und alternative Wege zu finden. Unternehmen suchen vermehrt nach neuen Jurisdiktionen und Foren, um Kapital zu akquirieren, was zu einer Renaissance überholter Finanzinstrumente wie den Global Depository Receipts (GDRs) führt.

Der Kapitalmarkt bleibt zudem von einem unaufhaltsamen technologischen Wandel geprägt. Innovationen, insbesondere im Bereich der Blockchain-basierten Finanzmarktprodukte, setzen neue Massstäbe. Während die nationale und internationale Regulierung weniger intensiv als in den Vorjahren voranschreitet, stehen dennoch bedeutende Vorhaben in der EU und den USA an oder sind bereits in der Umsetzung. Auf nationaler Ebene sind grössere Veränderungen in der Versicherungsaufsicht geplant, deren Auswirkungen sich auf Kapitalmarkttransaktionen erstrecken werden.

Die vorliegenden Beiträge in diesem Tagungsband spiegeln die Vielfalt und Dynamik dieser Themen wider. Fachleute und Experten haben ihre Erkenntnisse zu lombardgesicherten Krediten, Margin Calls, den Auswirkungen politischer Konflikte auf Transaktionen, Blockchain-Innovationen und regulatorischen Entwicklungen.

Mit diesem Tagungsband können die Beiträge einem breiteren Publikum zugänglich gemacht werden. Petra Ginter widmete ihre Fachkompetenz der intensiven Auseinandersetzung mit der Revision des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG). Annette Weber beleuchtete in ihrem Beitrag die mögliche Wiederbelebung von Global Depository Receipts (GDRs). Jonas Hertner analysierte „Sanktionen und ihr Einfluss auf den Kapitalmarkt – von Risiken und Nebenwirkungen“. Cédric Remund und Mathias Portmann präsentierten im Beitrag „Insiderstrafrecht – Update 2.0“ eine umfassende Aktualisierung zu den neuesten Entwicklungen im Insiderstrafrecht. Philip Spoerlé widmete

sich der Analyse von gemeinsamen Absprachen im Kapitalmarktrecht. Benjamin Leisinger hat „Krypto- und Blockchain-basierte Finanzprodukte – Krypto ETPs“ tiefgründig analysiert. Lukas Roesler setzte sich eingehend mit der Restrukturierung von Bonds auseinander, beleuchtete Herausforderungen und Strategien und bot fundierte Einblicke in die rechtlichen Aspekte dieses komplexen Bereichs des Kapitalmarktrechts.

Die Tagung richtete sich wie seit nunmehr 18 Jahren an Rechtsanwälte, Unternehmensjuristen und juristisch interessierte Kapitalmarktpraktizierende. Der Fokus lag wie jedes Jahr auf der Vermittlung von praktischem Know-how und dem interaktiven Austausch.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung dieses Bandes möchten wir herzlich danken: den Referenten und Verfassern von Beiträgen, sowie dem gesamten EIZ-Team für die Organisation und Abwicklung der Tagung und dieses Tagungsbandes.

Zürich im Dezember 2023

Thomas U. Reutter / Thomas Werlen

# Inhaltsübersicht

## [Revision des VAG: Ausgewählte kapitalmarktrechtliche Aspekte](#) 9

Dr. PETRA GINTER, Rechtsanwältin, Head Legal Capital Markets Finance,  
Swiss Re, Zürich

REBECCA PAUMGARTNER-SCHORI, Rechtsanwältin, Legal Counsel, Swiss Re, Zürich

## [\(Re-\)naissance von Global Depository Receipts \(GDRs\)?](#) 27

ANNETTE WEBER, Rechtsanwältin, Partnerin bei Advestra AG, Zürich

## [Sanktionen und ihr Einfluss auf den Kapitalmarkt – von Risiken und Nebenwirkungen](#) 47

JONAS HERTNER, Associate, Quinn Emanuel Urquhart &  
Sullivan (Schweiz) GmbH, Zürich

## [Insiderstrafrecht – Update 2.0](#) 65

Dr. CÉDRIC REMUND, Rechtsanwalt, Staatsanwalt des Bundes,  
Bundesanwaltschaft (BA), Bern

Dr. MATTHIAS PORTMANN, Rechtsanwalt, LL.M., Staatsanwalt des Bundes,  
Bundesanwaltschaft (BA), Bern

MICHAEL SCHNEITTER, Rechtsanwalt und Notar, a.i. Staatsanwalt des Bundes,  
Bundesanwaltschaft (BA), Bern

## [Gemeinsame Absprachen im Kapitalmarktrecht](#) 113

Dr. PHILIP SPOERLÉ, Rechtsanwalt, Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich

## [Krypto- und Blockchain-basierte Finanzprodukte – Krypto ETPs](#) 135

Dr. BENJAMIN LEISINGER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei  
Homburger AG, Zürich

## [Restrukturierung von Bonds](#) 151

LUKAS ROESLER, Rechtsanwalt, Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich





# Revision des VAG: Ausgewählte kapitalmarktrechtliche Aspekte

Petra Ginter/Rebecca Paumgartner-Schori

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	10
1.	<a href="#">Ziel und aktueller Stand der VAG Teilrevision</a>	10
2.	<a href="#">Wichtige Neuerungen für die schweizerische Versicherungsindustrie</a>	11
II.	<a href="#">Neue Gläubigerhierarchie</a>	12
1.	<a href="#">Einführung einer neuen Gläubigerklasse für Versicherungsnehmer</a>	12
2.	<a href="#">Neue Gläubigerhierarchie im europäischen Kontext</a>	14
3.	<a href="#">Konsequenzen der neuen Gläubigerklasse</a>	14
III.	<a href="#">Anforderungen an das regulatorische Kapital</a>	15
1.	<a href="#">Regulatorisches Kapital für Versicherer und Rückversicherer</a>	15
2.	<a href="#">Änderungen bei den verschiedenen Kapitalpositionen aufgrund der Revision</a>	16
IV.	<a href="#">Risikoabsorbierende Kapitalinstrumente</a>	17
1.	<a href="#">Neue Kategorie der Tier 1 Instrumente</a>	17
2.	<a href="#">Neuregelung des Tier 2 Kapitals</a>	17
3.	<a href="#">Wichtige Neuerung bezüglich Anrechnung der Tier 2 Instrumente</a>	18
4.	<a href="#">Explizite Regelung für Emissionen innerhalb der Versicherungsgruppe</a>	19
5.	<a href="#">Das revidierte Recht im Vergleich zur Solvency II-Richtlinie</a>	20
6.	<a href="#">Praktische Relevanz der Neuregelung</a>	20
V.	<a href="#">Neues Sanierungsrecht</a>	21
1.	<a href="#">Sanierungsfähigkeit und Bail-in</a>	21
2.	<a href="#">Rangordnung von Kapitalinstrumenten in der Sanierung</a>	23
3.	<a href="#">Neues Sanierungsrecht im europäischen Kontext</a>	24
VI.	<a href="#">Ausblick und Fazit</a>	25
1.	<a href="#">Ausblick</a>	25
2.	<a href="#">Fazit</a>	25
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	26

# I. Einleitung

## 1. Ziel und aktueller Stand der VAG Teilrevision\*

Das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) wurde im September 2016 vom Bundesrat damit beauftragt, in Zusammenarbeit mit anderen Behörden sowie der Versicherungsbranche eine Revision des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG)<sup>1</sup> zu erarbeiten. Es soll unter anderem eine rechtliche Grundlage geschaffen werden, um im Insolvenzfall eine Versicherung sanieren zu können, anstatt diese in Konkurs gehen zu lassen. Weiter soll eine Kundenkategorisierung und damit verbunden eine Erleichterung von der Aufsicht eingeführt werden. Neben weiteren Revisionspunkten sollen auch die Bestimmungen zur Gruppenaufsicht und zum Versicherungsvertrieb überarbeitet werden.<sup>2</sup>

Die Botschaft zum Entwurf des teilrevidierten VAG hat der Bundesrat am 21. Oktober 2020 publiziert. Als Ziel der Teilrevision wird dabei die Schaffung eines differenzierten Regulierungs- und Aufsichtsrahmens, der gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Versicherungssektors stärkt und den Kundenschutz verbessert, genannt.<sup>3</sup>

National- und Ständerat haben am 18. März 2022 in der Schlussabstimmung der Teilrevision des VAG (E-VAG) zugestimmt. Die Referendumsfrist ist am 7. Juli 2022 verstrichen.<sup>4</sup>

Am 17. Mai 2022 hat das EFD den Entwurf zur Änderung der Versicherungsaufsichtsverordnung (AVO)<sup>5</sup> publiziert. Die Anpassungen der AVO sind primär eine Folge der Revision des VAG. Die öffentliche Konsultation zur revidierten

---

\* Stand der zitierten Materialien (abgesehen von expliziten Updates) und Literatur per 31. Juli 2023.

<sup>1</sup> Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG, SR 961.01). Die Änderungen wurden vom Parlament am 18. März 2022 genehmigt und sind in der BBl 2022, 704 publiziert.

<sup>2</sup> Abrufbar unter <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-80800.html>>.

<sup>3</sup> Botschaft des Bundesrates vom 21. Oktober 2020 zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG), BBl 2020, 8967 ff, 8970.

<sup>4</sup> Abrufbar unter <<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/dokumentation/medienmitteilungen/medienmitteilungen.msg-id-80800.html>>.

<sup>5</sup> Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005 (Aufsichtsverordnung, AVO, SR 961.011). Der Entwurf zur Teilrevision ist publiziert unter Bundesrat, Privatversicherungen: EFD eröffnet Vernehmlassung zur Änderung der Aufsichtsverordnung, 17. Mai 2022, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-88844.html>>.

AVO ist am 7. September 2022 abgelaufen.<sup>6</sup> Die finalen Fassungen der revidierten AVO (E-AVO) sowie des Erläuterungsberichtes wurden am 2. Juni 2023 publiziert und werden, zusammen mit dem E-VAG, per 1. Januar 2024 in Kraft treten.<sup>7</sup>

Die Revisionen des VAG und der AVO bedingen eine Revision der nachgelagerten Regulierungen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Es handelt sich dabei um verschiedene Rundschreiben, in welchen die FINMA ihre Aufsichtspraxis konkretisiert, sowie um bestimmte Verordnungen, soweit die FINMA die Befugnis zur Rechtssetzung vom Gesetz- oder Ordnungsgeber ausdrücklich erhalten hat. Unter Letztere fällt auch die für das neue Sanierungsrecht relevante Versicherungskonkursverordnung-FINMA.<sup>8</sup> Zum heutigen Zeitpunkt ist allerdings noch unklar, ob diese in eine spezifische Versicherungsinsolvenzverordnung-FINMA über- oder allenfalls mit der Bankeninsolvenzverordnung-FINMA zusammengeführt wird.

## 2. Wichtige Neuerungen für die schweizerische Versicherungsindustrie

Zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Versicherungsektors sehen das E-VAG und die E-AVO unter anderem Erleichterungen in der Aufsicht für kleinere Versicherungsunternehmen sowie für innovative Geschäftsmodelle<sup>9</sup> und eine liberalere Handhabung von versicherungsnahem und versicherungsfremdem Geschäft vor.<sup>10</sup> Darüber hinaus bezweckt die Revision eine Abstufung der Versicherungsaufsicht, in Abhängigkeit des Schutzbedürfnisses der Gegenpartei (sog. Kundenschutzbasierte Aufsicht). Entsprechend muss bspw. für die Versicherung mit professionellen Gegenparteien kein gebundenes Vermögen mehr bestellt werden<sup>11</sup> und ist die FINMA angehalten, die Anforderungen bei der Rückversicherung differenziert auszugestalten.<sup>12</sup>

---

<sup>6</sup> Abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-88844.html>>.

<sup>7</sup> <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-95538.html>>.

<sup>8</sup> Abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/news/2023/08/20230822-mm-anh-avo-finma/>>.

<sup>9</sup> Art. 2 Abs. 5 lit. b E-VAG; Art. 1c ff. E-AVO.

<sup>10</sup> Art. 11 E-VAG; Art. 5b f. E-AVO.

<sup>11</sup> Art. 30a ff. E-VAG; Art. 111c E-AVO.

<sup>12</sup> Art. 35 Abs. 3 E-VAG; Art. 181a E-AVO.

Weiter soll mit der Einführung eines bis dato nicht vorhandenen eigenständigen Sanierungsrechts als Alternative zum Konkurs eines Versicherungsunternehmens eine Lücke im VAG geschlossen und der Kundenschutz gestärkt werden.<sup>13</sup> Die neuen Sanierungsbestimmungen lehnen sich teilweise an die schweizerische Bankenregulierung an, enthalten aber branchenspezifische Abweichungen.<sup>14</sup>

Vgl. zu den Kernpunkten der Revision auch die Ausführungen von *Birgit Rutishauser Hernandez Ortega* in ihrem Vortrag zum Thema „Ziele und Kernpunkte der VAG / AVO Revision“ anlässlich der EIZ Tagung „VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?“<sup>15</sup>

Obschon mit der Revision ursprünglich nicht anvisiert, hat sich im Zuge der Arbeiten in den Expertengruppen ergeben, dass auch die risikoabsorbierenden Kapitalinstrumente gewissen Änderungen zu unterziehen sind.

Im Folgenden werden die neue Gläubigerhierarchie (siehe unten, [II](#)), die Anforderungen an das regulatorische Kapital (siehe unten, [III](#)), die risikoabsorbierenden Kapitalinstrumente (siehe unten, [IV](#)) sowie das neue Sanierungsrecht (siehe unten, [V](#)) als die für die Kapitalmarktaktivitäten am relevantesten erscheinenden Themengebiete der Revision näher behandelt.

## II. Neue Gläubigerhierarchie

### 1. Einführung einer neuen Gläubigerklasse für Versicherungsnehmer

Unter dem heute geltenden Versicherungsaufsichtsrecht rangieren Versicherungsforderungen als Drittklassforderungen nach Art. 219 Abs. 4 SchKG,<sup>16</sup> d.h. *pari passu* mit anderen nicht subordinierten Gläubigern (wie bspw. Gläubiger von nicht-subordinierten Anleihen (sog. *Senior Debt*)). Eine Ausnahme besteht, wenn die (Direkt-)Versicherungsforderungen mit gebundenem Vermögen gedeckt sein müssen.<sup>17</sup> Soweit das gebundene Vermögen solche Forderungen

---

<sup>13</sup> Art. 51a ff. E-VAG; vgl. hierzu auch ausführlich Mächler, *New Regulatory Regime*, 15 ff.

<sup>14</sup> Art. 48 f. der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Insolvenz von Banken und Wertpapierhäusern vom 30. August 2012 (Bankeninsolvenzverordnung-FINMA, BIV-FINMA, SR 952.05; die spezifischen Bestimmungen befinden sich derzeit ebenfalls in Revision).

<sup>15</sup> Rutishauser Hernandez Ortega, 24 ff.

<sup>16</sup> Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG, SR 281.1).

<sup>17</sup> Art. 17 und Art. 54a Abs. 2 VAG.

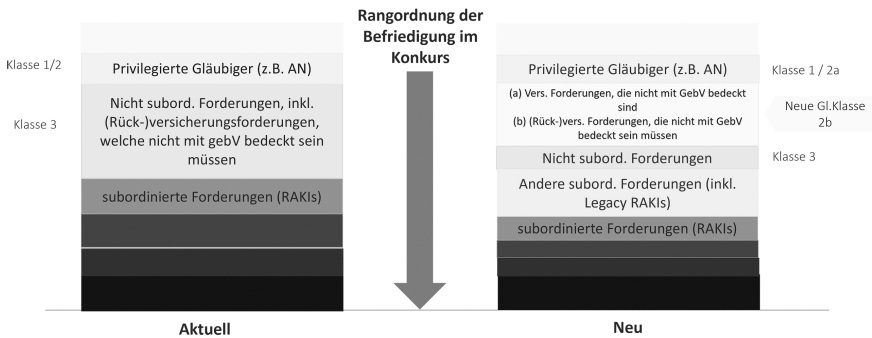
auch tatsächlich deckt, ist das gebundene Vermögen eine Art Sondervermögen und fällt nicht in die Konkursmasse.<sup>18</sup>

Mit dem E-VAG wurde die Privilegierung auf Versicherungsforderungen, für welche kein gebundenes Vermögen zu stellen ist bzw. das gebundene Vermögen zur Befriedigung der Forderungen nicht ausreicht, ausgeweitet.<sup>19</sup>

Art. 54a E-VAG regelt die Gläubigerhierarchie im Konkurs und stellt klar, dass Versicherungsforderungen aus Versicherungsverträgen der zweiten Klasse nach Art. 219 Abs. 4 SchKG zugeordnet werden, aber erst nach Erfüllung aller anderen Forderungen der zweiten Klasse aus der Konkursmasse befriedigt werden. Damit wird eine neue Gläubigerklasse 2b für Versicherungsforderungen eingeführt. In diese neue Kategorie 2b fallen auch die Rückversicherungsforderungen.<sup>20</sup>

Unter den ungedeckten Versicherungsforderungen werden zuerst diejenigen befriedigt, für welche gebundenes Vermögen nach Art. 17 VAG zu bilden ist. Somit ergibt sich die in der nachfolgenden Abbildung wiedergegebene neue Gläubigerklasse 2b.

### Gläubiger-Hierarchie – neue Gläubigerklasse(n)



<sup>18</sup> Gemäss Art. 26 Abs. 1 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über den Konkurs von Versicherungsunternehmen (Versicherungskonkursverordnung-FINMA, VKV-FINMA) werden Forderungen gemäss Art. 17 VAG, die durch gebundenes Vermögen sicherzustellen sind, vor der ersten Klasse gemäss Art. 219 Abs. 4 SchKG unter einem separaten Titel und unter Verweis auf das gebundene Vermögen gemäss Inventar kolloziert. Der ungedeckte Betrag wird in der Rangordnung gemäss Art. 219 Abs. 4 SchKG kolloziert.

<sup>19</sup> Art. 54a Abs. 1 E-VAG.

<sup>20</sup> Vgl. auch BBl 2020, 9032.

Art. 52d Abs. 4 E-VAG regelt den Wasserfall für die Forderungsreduktion bzw. Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital als eine von verschiedenen möglichen Massnahmen, welche die FINMA im Rahmen der Sanierung anordnen kann (siehe unten, [V.2.](#)). Auch in der Sanierung muss die neue Gläubigerhierarchie eingehalten werden, ansonsten die Sanierung dem Grundsatz *no creditor worse off than in liquidation* nicht standhält.<sup>21</sup> Die Reihenfolge der Forderungsreduktion bzw. Wandlung von Fremdkapital in Eigenkapital erfolgt entsprechend in entgegengesetzter Reihenfolge zum Konkurs.

## 2. Neue Gläubigerhierarchie im europäischen Kontext

Zwar verlangt die Richtlinie 2009/138/EG (Solvency II-Richtlinie) ebenfalls eine Privilegierung von Versicherungsforderungen über andere nicht subordinierte Forderungen.

Diese kann auf verschiedene Weise von den EU-Mitgliedstaaten implementiert werden:

- sowohl als absolute Privilegierung ähnlich unserem System des gebundenen Vermögens, wo bestimmte Aktiven für bestimmte Gläubiger ausgesondert werden; oder
- als relative Privilegierung über das Gesamtvermögen des Versicherers, wobei gewisse Forderungen wie Arbeitnehmer-, Sozialversicherungs- oder Steuerforderungen oder sachenrechtlich geschützte Forderungen den Versicherungsforderungen vorgehen.<sup>22</sup>

Dabei ist aber wichtig zu wissen, dass wenn die Solvency II-Richtlinie von Versicherungsforderungen spricht, Rückversicherungsforderungen nicht notwendigerweise mitumfasst werden müssen.<sup>23</sup> Diesbezüglich geht die Schweizer Lösung in der Privilegierung von Versicherungsforderungen klar weiter als die Vorgaben an die EU-Mitgliedstaaten unter der Solvency II-Richtlinie.

## 3. Konsequenzen der neuen Gläubigerklasse

Die generelle Privilegierung für Versicherungs- und Rückversicherungsforderungen dient dem Schutz der Versicherten, die im Konkurs und in der Sanierung gegenüber Drittklassegläubigern bevorzugt werden. Die Privilegierung

---

<sup>21</sup> Art. 52j Abs. 1 lit. c E-VAG.

<sup>22</sup> Art. 275 Abs. 1 der Richtlinie (EG) 2009/138 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABl L 335 vom 17. Dezember 2009, 153 ff.

<sup>23</sup> Art. 268 Abs. 1 (g) Richtlinie (EG) 2009/138.

kann auch die Sanierungsfähigkeit eines (Rück-)Versicherers erleichtern, indem zuerst in die Rechte der Drittklassgläubiger, und erst subsidiär in die Rechte der Versicherungsnehmer eingegriffen werden kann.<sup>24</sup>

Allerdings muss damit gerechnet werden, dass die neue Gläubigerhierarchie negative Auswirkungen auf das Rating von nicht-subordinierten Darlehens- oder Kapitalmarktforderungen, die neu hinter alle Versicherungsforderungen zurückfallen, haben wird. Diese Auswirkungen sind wahrscheinlich und würden höherrangiges Fremdkapital für Schweizer Rückversicherer entsprechend verteuern.<sup>25</sup> Für Schweizer Direktversicherer, welche die Forderungen aus Direktversicherungsverträgen mit gebundenem Vermögen bedecken müssen, sollte die Gesetzesänderung keine Auswirkungen auf nicht-subordinierte Darlehens- oder Kapitalmarktforderungen haben, da die Forderungen aus Direktversicherungsverträgen schon heute privilegiert sind, und nicht-subordinierte Darlehens- oder Kapitalmarktforderungen entsprechend schon heute ein tieferes Rating aufweisen.

### III. Anforderungen an das regulatorische Kapital

#### 1. Regulatorisches Kapital für Versicherer und Rückversicherer

Das Versicherungsaufsichtsrecht behilft sich des Mittels des Schweizerischen Solvenztests (SST), um das erforderliche Mass an regulatorischem Kapital festzulegen. Beim SST handelt es sich um ein prinzipien- und risikobasiertes ökonomisches Prüfsystem. Dabei werden verschiedene Risiken (wie Markt-, Kredit- und Underwriting-Risiken), denen der Versicherer ausgesetzt ist, quantifiziert. Das SST-Prüfsystem beruht auf einem Gesamtbilanzansatz, wonach der Versicherer sämtliche Aktiven und Passiven marktkonsistent bewerten muss. Darüber hinaus werden die möglichen Veränderungen dieser Bilanzpositionen über den Zeithorizont von einem Jahr modelliert.<sup>26</sup>

Die Kapitalisierung ist ausreichend, wenn der Versicherer seinen Verpflichtungen den Versicherten gegenüber auch unter ungünstigen Umständen mit genügend hoher Wahrscheinlichkeit nachkommen kann. Gestützt darauf kann das geforderte Kapital bzw. das Zielkapital ermittelt werden. Die Solvenzanforderung ist erfüllt, wenn das verfügbare Kapital (sog. risikotragendes Ka-

---

<sup>24</sup> Vgl. BBl 2020, 9055.

<sup>25</sup> Ginter/Bell, 95 f.

<sup>26</sup> Weitere Ausführungen abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/ueberwachung/versicherungen/spartenebergreifende-instrumente/schweizer-solvenzttest-sst/>>.

pital) grösser ist als das geforderte Kapital (Zielkapital). Das Verhältnis von risikotragendem Kapital und Zielkapital wird als SST-Ratio ausgedrückt. Der SST-Quotient sollte immer über 100% liegen.<sup>27</sup>

An diesen Grundsätzen ändert sich aufgrund der Revision nichts.

## 2. Änderungen bei den verschiedenen Kapitalpositionen aufgrund der Revision

Das risikotragende Kapital eines (Rück-)Versicherers setzt sich aus dem Kernkapital und dem ergänzenden Kapital zusammen.<sup>28</sup> Unter der bisherigen AVO besteht das Kernkapital aus den SST Nettoaktiven und dem Mindestbetrag (bekannter unter dem englischen Begriff der *Market Value Margin* (MVM)).<sup>29</sup> Die MVM entspricht dem minimalen Betrag an risikotragendem Kapital, den es benötigt, um das existierende Portfolio von Aktiven und Passiven zu liquidieren.<sup>30</sup>

Unter der E-AVO besteht das Kernkapital aus den SST-Nettoaktiven<sup>31</sup> und den Tier 1 risikoabsorbierenden Kapitalinstrumenten (Tier 1 Instrumente). Letztere können mit bis zu 20% an das Kernkapital angerechnet werden.<sup>32</sup> Die MVM wird nicht länger zum Kernkapital hinzugerechnet (aber weiterhin bei der Berechnung des marktkonsistenten Wertes der Verpflichtungen berücksichtigt).<sup>33</sup> Damit wird die Berechnung des Zielkapitals einfacher und vergleichbarer mit anderen Solvenz-Regimes, wie bspw. unter der Solvency II-Richtlinie.<sup>34</sup>

Für die Berechnung der SST-Nettoaktiven werden neue Begriffe verwendet. Unter dem alten Regime waren die SST-Nettoaktiven das Resultat der Differenz zwischen dem marktnahen Wert der Aktiven und dem marktnahen Wert der Passiven,<sup>35</sup> plus der MVM.<sup>36</sup> Neu sind die SST-Nettoaktiven das Resultat

---

<sup>27</sup> Weitere Ausführungen abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/ueberwachung/versicherungen/sparteneuebergreifende-instrumente/schweizer-solvenztest-sst/>>.

<sup>28</sup> Art. 47 Abs. 1 AVO; Art. 32 Abs. 1 E-AVO.

<sup>29</sup> Art. 48 Abs. 1 AVO; Art. 41 Abs. 3 und Anhang 3 AVO.

<sup>30</sup> Art. 41 Abs. 3 AVO.

<sup>31</sup> Art. 32 Abs. 3 E-AVO.

<sup>32</sup> Art. 32 Abs. 2 E-AVO; Art. 34 Abs. 5 E-AVO.

<sup>33</sup> Art. 30 Abs. 4 E-AVO.

<sup>34</sup> Vgl. den Erläuternden Bericht des Eidg. Finanzdepartements EFD zur Änderung der Aufsichtsverordnung („Aufsicht, Solvenz, gebundenes Vermögen, Verhaltensregeln und Versicherungsvermittlung“) vom 2. Juni 2023 („Erläuternder Bericht“), 23, abrufbar unter <<https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/79175.pdf>>.

<sup>35</sup> Anhang 3 AVO.

<sup>36</sup> Art. 48 Abs. 1 AVO.



der Differenz zwischen dem marktkonsistenten Wert der Aktiven und dem marktkonsistenten Wert der Passiven, inkl. der anrechenbaren risikoabsorbierenden Kapitalinstrumente, unter Ausschluss der eigenen Unternehmenssteuern.<sup>37</sup>

Die unterschiedliche Terminologie hat u. E. aber keine praktischen Auswirkungen. In beiden Fällen werden alle relevanten Aktiven und Passiven auf Marktwertbasis berücksichtigt.<sup>38</sup> Auch die Abzüge bleiben mehrheitlich gleich.<sup>39</sup>

## IV. Risikoabsorbierende Kapitalinstrumente

### 1. Neue Kategorie der Tier 1 Instrumente

Neu ist die eigenständige Kategorie der Tier 1 Instrumente, welche mit bis zu 20% an das Kernkapital angerechnet werden können. Diese Neuregelung lehnt sich an die Solvency II-Richtlinie an, welche diese Kategorie von Instrumenten innerhalb des Kernkapitals ebenfalls kennt.

Tier 1 Instrumente unterscheiden sich dahingehend von Tier 2 Instrumenten (siehe unten, [IV.2.](#)), als dass Tier 1 Instrumente, zusätzlich zu den Trigger-Ereignissen für Tier 2 Instrumente (siehe unten, [IV.2.](#)), in ihren vertraglichen Bedingungen unwiderruflich festlegen müssen, dass sie vollständig abgeschrieben oder in statutorisches Eigenkapital gewandelt werden, sofern die vertraglich vereinbarten Trigger-Ereignisse eintreten, jedoch mindestens, wenn der SST unter die Schwelle von 80% fällt, bei Insolvenzgefahr oder bei Entzug der (Rück-)Versicherungslizenz.<sup>40</sup>

Sowohl das alte wie auch das neue Recht erlauben dem Versicherer, das Kernkapital mit sog. ergänzendem Kapital zu komplementieren.<sup>41</sup>

### 2. Neuregelung des Tier 2 Kapitals

Unter dem neuen Recht wird das ergänzende Kapital als Tier 2 Kapital bezeichnet. Tier 2 Kapital bzw. Tier 2 risikoabsorbierende Kapitalinstrumente (Tier 2 Instrumente) geben dem Versicherer mehr Flexibilität bei der Zahlung von Zinsen bzw. der Rückzahlung der Instrumente. Tier 2 Instrumente geben dem Versicherer in ihren vertraglichen Bestimmungen das unwiderrufliche

---

<sup>37</sup> Art. 32 Abs. 3 E-AVO.

<sup>38</sup> Art. 48 Abs. 2 AVO; Art. 32 Abs. 3 E-AVO.

<sup>39</sup> Art. 48 Abs. 1 AVO; Art. 32 Abs. 4 E-AVO; vgl. auch „Erläuternder Bericht“, 23.

<sup>40</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 2 E-AVO; Erläuternder Bericht, 27 f.

<sup>41</sup> Art. 47 Abs. 2 AVO; Art. 32 Abs. 2 lit. b und Abs. 5 E-AVO.

Recht und im Falle des Eintretens eines Triggers-Ereignisses, mindestens jedoch bei Unterschreitung der Schwelle von 100% SST (und bei Insolvenzgefahr), die Pflicht, die Zahlung der Kapitalforderungen und fälliger Schuldzinsen aufzuschieben.<sup>42</sup>

Das bisherige Recht macht die Unterscheidung, dass nur bis zu 50% der Tier 2 Instrumente datiert sein müssen und der Rest ohne festen Rückzahlungstermin sein muss. Das neue Recht kennt diese Unterscheidung nicht mehr.<sup>43</sup>

### 3. Wichtige Neuerung bezüglich Anrechnung der Tier 2 Instrumente

Neu ist in Art. 51a Abs. 4 E-VAG eine zusätzliche Voraussetzung für die Anrechnung von Tier 2 Instrumenten im regulatorischen Kapital vorgesehen. Diese fand zu einem späten Zeitpunkt noch Eingang ins Gesetz. Hintergrund ist, dass die mit den AVO-Bestimmungen rund um die Solvenz beschäftigte Arbeitsgruppe, realisierte, dass die Tier 2 Instrumente unter dem bisherigen Recht bei drohender Insolvenz nicht wirklich risikoabsorbierend sind. Dies insbesondere, weil die Tier 2 Instrumente unter bisherigem Recht als Verbindlichkeiten in der Überschuldungsbilanz verbucht werden und entsprechend gerade selbst die Überschuldung herbeiführen oder beschleunigen können.

Entsprechend verlangt Art. 51a Abs. 4 E-VAG, dass Tier 2 Instrumente für ihre Anrechenbarkeit gewisse Voraussetzungen erfüllen müssen (wie die Subordination gegenüber allen anderen vorrangigen und nachrangigen Forderungen in der Liquidation, im Konkurs und in der Sanierung) mit der Folge, dass sie aus der Überschuldungsbilanz gemäss dem Schweizer Obligationenrecht (OR)<sup>44</sup> hinausgerechnet werden können.<sup>45</sup> Damit derogiert die *lex specialis* in Art. 51a Abs. 4 E-VAG mit einer Art qualifiziertem Rangrücktritt die *lex generalis* in Art. 725 Abs. 2 OR.

Schliesslich muss in den vertraglichen Bestimmungen von Tier 2 und Tier 1 Instrumenten unwiderruflich festgelegt sein, dass die FINMA den Eintritt der Trigger-Ereignisse mit einer Mitteilung an das (Rück-)Versicherungsunterneh-

---

<sup>42</sup> Art. 22a Abs. 1 lit. d AVO; Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 1 E-AVO.

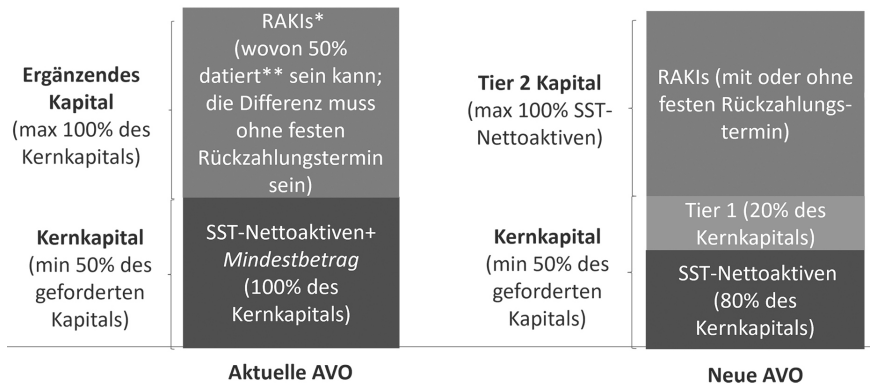
<sup>43</sup> Art. 47 Abs. 2 AVO.

<sup>44</sup> Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220).

<sup>45</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 1 E-AVO; für eine detailliertere Analyse der Änderungen zum Ergänzenden Kapital, vgl. Appenzeller/Isler; „Erläuternder Bericht“, 28 f.

men endgültig festlegen kann und die Gläubiger sich mit dieser Feststellung sowie mit allfälligen von der FINMA angeordneten Massnahmen bei Insolvenzgefahr einverstanden erklären.<sup>46</sup>

Regulatorisches Kapital – aktuelle vs. neue AVO  
*Risikotragendes Kapital*



4. Explizite Regelung für Emissionen innerhalb der Versicherungsgruppe

Innerhalb einer Schweizer Versicherungsgruppe werden risikoabsorbierende Kapitalinstrumente häufig aus einem nicht SST-pflichtigen ausländischen Emissionsvehikel heraus emittiert und von einer SST-pflichtigen, kapitalkräftigeren Schweizer Gruppengesellschaft garantiert. Diese Strukturierung von Kapitalinstrumenten wird insb. aufgrund der vom Volk abgelehnten Verrechnungssteuerreform weiterhin die vorherrschende Emissionsstruktur für Schweizer Versicherungsgruppen sein, da aus der Schweiz heraus emittierte Kapitalinstrumente weiterhin der Verrechnungssteuer unterliegen. Dies kann insb. für ausländische Investoren und Investorinnen unattraktiv und entsprechend für Schweizer Emittenten ein „no go“ sein.

Selbstverständlich muss auch die Garantie in einer solchen Struktur den Anforderungen der E-AVO genügen und entsprechend aus der Überschuldungsbilanz herausgerechnet werden. Die finale Version der E-AVO enthält eine diesbezügliche Klarstellung sowie die Anforderung, dass das Risiko allfälliger Doppelzahlungen aus Emission von risikoabsorbierenden Kapitalinstrumenten und Garantie angemessen limitiert werden muss.<sup>47</sup>

<sup>46</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 3 und 4 E-AVO.

<sup>47</sup> Art. 37 Abs. 5, 6 und 7 E-AVO.

## 5. Das revidierte Recht im Vergleich zur Solvency II-Richtlinie

Unter der E-AVO nähern sich die Bestimmungen zu den risikoabsorbierenden Kapitalinstrumenten denjenigen der Solvency II-Richtlinie an, womit eine für die Industrie hilfreiche bessere Vergleichbarkeit einhergeht.<sup>48</sup> Eine wichtige Unterscheidung zwischen den Regimes besteht in den Limiten für Tier 2 Instrumente: Unter der Solvency II-Richtlinie wird diese basierend auf dem Zielkapital berechnet, d.h. bis zu 50% des Zielkapitals bzw. erforderlichen Kapitals kann mit Tier 2 Instrumenten gedeckt werden.<sup>49</sup> Unter der E-AVO wird die Limite für Tier 2 Instrumente demgegenüber auf den SST-Nettoaktiven berechnet, d.h. bis zu 100% der SST-Nettoaktiven können mit Tier 2 Instrumenten geöffnet werden.<sup>50</sup>

Die Voraussetzungen für Tier 1 Instrumente sind unter der Solvency II-Richtlinie und der E-AVO weitgehend identisch. Eine wesentliche Unterscheidung besteht allerdings in der Bestimmung des Triggers für die Verlustabsorbierung: Unter der Solvency II-Richtlinie muss dies geschehen, wenn der Versicherer (1) 75% der Solvenzkapitalanforderung SCR unterschreitet (2) die Mindestkapitalanforderung (MCR) verletzt, oder (3) für länger als drei Monate unter einem SCR von 100 % liegt.<sup>51</sup> Die E-AVO setzt den Triggerpunkt bei der Unterschreitung von 80% SST fest.<sup>52</sup> Unter beiden Regimes muss die Verlustabsorbierung mittels automatischer Abschreibung oder Wandel in statutorisches Eigenkapital erreicht werden.

## 6. Praktische Relevanz der Neuregelung

Es ist fraglich, ob die neue Kategorie von Tier 1 Instrumenten zu einer Welle von Emissionen dieses Instrumentes führen wird. Anders als die Banken kennen die (Rück-)Versicherer kein Tier 1 Kapitalerfordernis. Versicherer haben lediglich ein Gesamtkapitalerfordernis (*Total Capital Requirement*) und können dieses statt mit teuren Tier 1 Instrumenten mit günstigeren Tier 2 Instrumenten decken. Entsprechend ist derzeit keine Flut von Neuemissionen von Tier 1 Instrumenten zu erwarten. Dies könnte sich allerdings ändern, wenn Rating-

---

<sup>48</sup> Richtlinie (EG) 2009/138.

<sup>49</sup> Art. 98 der Richtlinie (EG) 2009/138.

<sup>50</sup> Art. 34 Abs. 6 E-AVO.

<sup>51</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2015/35 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II) (Delegierte Verordnung (EU) 2015/35), ABl 12 vom 17. Januar 2015, 1 ff., Art. 71 Ziff. 8.

<sup>52</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 2 E-AVO.

agenturen (insb. S&P) einen höheren Kapitalkredit für Tier 1 Instrumente als für Tier 2 Instrumente geben würden, wie das Moody's und Fitch bereits machen.

## V. Neues Sanierungsrecht

### 1. Sanierungsfähigkeit und *Bail-in*

Die neue Gläubigerhierarchie hat auch Auswirkungen auf die Sanierungsfähigkeit eines (Rück-)Versicherers und insbesondere auf das Instrument des *Bail-in* bzw. der Abschreibung oder der Wandlung von Fremdkapital in statutorisches Eigenkapital.

Einer der Hauptpunkte des E-VAG ist, wie eingangs erwähnt, die Einführung eines Sanierungsrechts, welches das Versicherungsaufsichtsrecht – anders als das Bankenaufsichtsrecht – bis dato nicht kennt. Das geltende VAG zwingt die FINMA, den Konkurs eines (Rück-)Versicherers anzuordnen, sobald dieser überschuldet ist oder ernsthafte Liquiditätsprobleme hat.<sup>53</sup> Aus Sicht der Versicherten wäre eine Sanierung hingegen oft zu bevorzugen, da diese üblicherweise an der Weiterführung ihrer Versicherungsverträge interessiert sind; insbesondere dort, wo der Ersatz durch einen anderen Versicherer nicht ohne weiteres gegeben ist.<sup>54</sup>

Mit der Sanierung wird eine Alternative zur Eröffnung des Konkurses geschaffen mit denselben Triggern wie beim Konkurs, d.h. bei begründeter Besorgnis, dass ein (Rück-)Versicherer überschuldet ist oder ernsthafte Liquiditätsprobleme hat.<sup>55</sup> Die FINMA kann gemäss Art. 52a Abs. 1 E-VAG bei begründeter Aussicht auf Sanierung des (Rück-)Versicherers oder auf Weiterführung einzelner Versicherungsdienstleistungen ein Sanierungsverfahren einleiten.<sup>56</sup>

Der *Bail-in* stellt eine mögliche Sanierungsmassnahme dar, die dem Regulator zur Verfügung stehen wird, um den Versicherer zu sanieren.<sup>57</sup>

---

<sup>53</sup> Ausserhalb dieser Trigger-Ereignisse, sowie in Ergänzung zu den Sanierungsmassnahmen im Rahmen einer Sanierung, kann die FINMA weiterhin die Schutzmassnahmen nach Art. 51 Abs. 2 E-VAG ergreifen. Dafür müssen selbstverständlich die in Art. 51 Abs. 1 E-VAG genannten Voraussetzungen erfüllt sein.

<sup>54</sup> Vgl. BBl 2020, 8973 ff.

<sup>55</sup> Art. 51a Abs. 1 lit. b und Art. 52a E-VAG; vgl. hierzu Hsu, 125.

<sup>56</sup> Für die materiellen und formellen Anforderungen der Sanierung, vgl. den Abschnitt 2a „Sanierung“ im E-VAG.

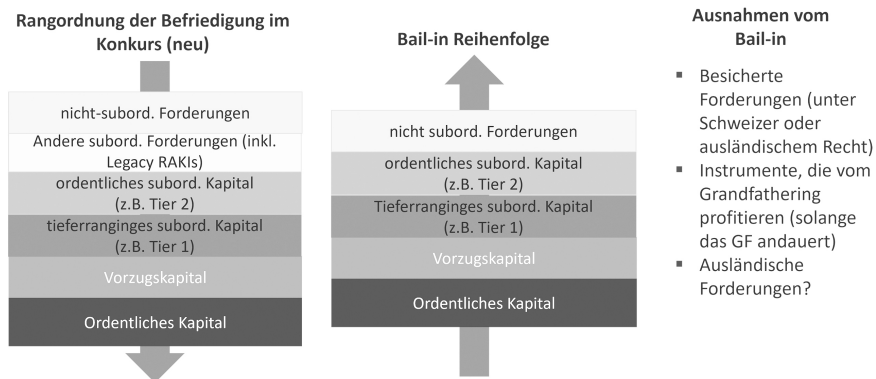
<sup>57</sup> Art. 51a Abs. 1 lit. b E-VAG.

Gewisse Forderungen sind gegenüber dem (Rück-)Versicherer vom *Bail-in* ausgeschlossen. So z.B. Forderungen, die mit gebundenem Vermögen sicherstellt werden müssen oder kollateralisiert sind.<sup>58</sup>

Die Regelung der *Bail-in* Kompetenz der FINMA unterscheidet nicht, ob es sich bei den Forderungen, in welche eingegriffen werden soll, um solche unter schweizerischem Recht mit Schweizer Gerichtsstand oder solche unter ausländischem Recht mit ausländischem Gerichtsstand handelt. Letztere sind entsprechend vermutungsweise auch mitumfasst. Es stellt sich allerdings die Frage, ob ein Eingriff durch die FINMA von einem ausländischen Gericht oder einem ausländischen Regulator akzeptiert würde. Entsprechend wird von Gläubigern für nach Inkrafttreten der Revision emittierte risikoabsorbierende Kapitalinstrumente eine ausdrückliche vertragliche Anerkennung der *Bail-in* Kompetenz der FINMA verlangt.<sup>59</sup>

Abgesehen davon muss der *Bail-in* in entgegengesetzter Reihenfolge zur Befriedigung im Konkurs erfolgen, da in der Sanierung das bekannte Prinzip des *no creditor worse off than in liquidation* gilt.<sup>60</sup>

### Einführung statutorisches *Bail-in* Regime



<sup>58</sup> Art. 52d Abs. 2 lit. a, b und c E-VAG.

<sup>59</sup> Art. 37 Abs. 1 lit. c Ziff. 3 und 4 E-AVO.

<sup>60</sup> Art. 52j Abs. 1 lit. c und lit. d E-VAG.

## 2. Rangordnung von Kapitalinstrumenten in der Sanierung

Art. 52d Abs. 2, Abs. 3 und Abs. 4 E-VAG befassen sich mit den Ausnahmen, der vorgängigen Abschreibung bzw. Wandlung von Forderungen und der Reihenfolge der Abschreibung bzw. Wandlung von Forderungen im Rahmen des *Bail-in*.

Abs. 2 stellt klar, dass (i) verrechenbare und gesicherte Forderungen, (ii) Forderungen aus Verbindlichkeiten, welche das Versicherungsunternehmen während der Dauer der Massnahmen nach Art. 51 Abs. 2 Bst. a, b, c, e und i E-VAG oder während eines Sanierungsverfahrens mit der Genehmigung der FINMA oder eines von ihr eingesetzten Untersuchungs- oder Sanierungsbeauftragten eingehen durfte sowie (iii) Forderungen aus Versicherungsverträgen, für die ein gebundenes Vermögen nach Art. 17 E-VAG vorgeschrieben ist, soweit dieses zur Sicherstellung der Ansprüche ausreicht, von der Wandlung und der Forderungsreduktion ausgenommen sind.

Bevor mit dem eigentlichen *Bail-in* begonnen werden kann, müssen gemäss Abs. 3 vorweg (i) das Gesellschaftskapital vollständig herabgesetzt sowie (ii) die risikoabsorbierenden Kapitalinstrumente, die bei Eintritt vertraglich definierter Trigger eine Wandlung in Eigenkapital oder eine Forderungsreduktion vorsehen, vollständig herabgesetzt bzw. in Eigenkapital gewandelt worden sein. Unter Letztere fallen die oben unter [IV.1.](#) erläuterten Tier 1 Kapitalinstrumente.

Schliesslich erläutert Abs. 4 die Reihenfolge der Abschreibung bzw. Wandlung der verbleibenden Forderungen im *Bail-in*. Zuerst müssen dabei die Kapitalforderung und Zinszahlungen von Fremdkapitalinstrumenten, die von der FINMA als risikoabsorbierende Kapitalinstrumente zur Anrechnung an das risikotragende Kapital oder zur Berücksichtigung im Zielkapital genehmigt sind, vollständig abgeschrieben oder in Eigenkapital gewandelt werden. Darunter fallen die oben unter [IV.2.](#) und [IV.3.](#) beschriebenen, unter der E-AVO emittierten Tier 2 Kapitalinstrumente, soweit diese die Anforderungen an die Anrechnung erfüllen. Danach kommen die weiteren subordinierten Forderungen an die Reihe, welche die Anforderungen an die Anrechnung nicht erfüllen. Die Reihenfolge innerhalb der Kategorie der subordinierten Forderungen ergibt sich aus der vertraglichen Ausgestaltung dieser Forderungen.

Mit der Regelung der Absätze 2, 3 und 4 von Art. 52d E-VAG ist die für Investoren und Investorinnen so wichtige Rechtssicherheit geschaffen, dass die FINMA im Rahmen der Sanierung nicht in die gesetzlich verankerte Gläubi-

gerhierarchie eingreifen kann.<sup>61</sup> Da die FINMA die im E-VAG vorgesehen Sanierungsmassnahmen auch kombinieren kann, muss die Gläubigerhierarchie selbstverständlich nicht nur in Bezug auf eine einzelne Massnahme, sondern im Rahmen des Sanierungsplans für die Gesamtheit der Gläubiger beachtet werden.

### 3. Neues Sanierungsrecht im europäischen Kontext

Die Europäische Kommission hat am 22. September 2021 im Rahmen der Überarbeitung der Solvency II-Richtlinie einen Vorschlag für eine *Richtlinie zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen* publiziert.<sup>62</sup> Gemäss Pressemitteilung vom 14. Dezember 2023 haben der Rat und das Parlament eine vorläufige Einigung über die IRRD erzielt. Die vorläufige Einigung wird zur Zeit abschliessend überarbeitet und den Vertretern der Mitgliedstaaten und dem Europäischen Parlament zur Billigung vorgelegt.<sup>63</sup>

Der Entwurf IRRD hat zum Ziel, ein harmonisiertes *Recovery und Resolution Regime* zu schaffen, welches für in der EU domizilierte (Rück-)Versicherer und Holdinggesellschaften Geltung hätte. Auch der Entwurf IRRD sieht den *Bail-in* vor.<sup>64</sup> Interessanterweise schliesst die aktuelle Fassung den *Bail-in* für Versicherungsforderungen jedoch generell aus.<sup>65</sup> Wie gezeigt, sind demgegenüber im E-VAG nur Versicherungsforderungen, welche mit gebundenem Vermögen sichergestellt sein müssen (und dieses auch ausreichend ist), vom *Bail-in* befreit.<sup>66</sup>

---

<sup>61</sup> Siehe dazu auch ausdrücklich Art. 52j Abs. 1 lit. c und d E-VAG.

<sup>62</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen und zur Änderung der Richtlinien 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2009/138/EG, (EU) 2017/1132 und der Verordnungen (EU) Nr. 1094/2010 und (EU) Nr. 648/2012 vom 22. September 2021, COM (2021) 582 final, (zit. Entwurf IRRD).

<sup>63</sup> Abrufbar unter <<https://consilium.europa.eu/de/press/press-releases/agree-on-new-rules-for-the-insurance-sector/>>.

<sup>64</sup> Vgl. Abschnitt 4 (Das Instrument der Herabschreibung oder Umwandlung) des Entwurfs IRRD.

<sup>65</sup> Art. 34 Abs. 5 (b) des Entwurfs IRRD.

<sup>66</sup> Art. 52d Abs. 2 lit. d E-VAG.



## VI. Ausblick und Fazit

### 1. Ausblick

Inkrafttreten des E-VAG und der E-AVO wurde, wie gesagt, auf den 1. Januar 2024 festgesetzt. Verschiedene Folgeregulierungen, insb. die Versicherungsaufsichtsverordnung-FINMA (AVO-FINMA) und verschiedene FINMA-Rundschreiben, wurden der Öffentlichkeit zur Kommentierung bis zum 22. November 2023 unterbreitet (siehe oben, Fn. 8).

Unter dem alten Recht emittierte Tier 2 Instrumente unterstehen bis zu ihrer Maturität, längstens aber für maximal 10 Jahre nach Inkrafttreten der Revision, dem sog. *Grandfathering*. D.h. sie sind, auch wenn sie die neuen Anforderungen an Tier 2 Instrumente nicht erfüllen, als ergänzendes Kapital anerkannt und anrechenbar.<sup>67</sup> Dieses Prinzip, bzw. dass nicht nachträglich in die Bedingungen von Kapitalinstrumenten eingegriffen wird, ist aus Sicht der Investoren und Investorinnen dieser Instrumente essentiell und es ist begrüßenswert, dass es in der E-AVO ausdrücklich verankert wurde.

### 2. Fazit

Mit der Teilrevision des VAG und der AVO sollen u.a. die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Versicherungssektors und die Innovations- und Zukunftsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz gestärkt werden. Dies ist generell zu begrüßen. Der Rechtssicherheit kommt dabei eine wesentliche Rolle zu. Insb. mit der Einführung des auf (Rück-)Versicherungen zugeschnittenen Sanierungsrechts und von Tier 1 Instrumenten sowie der Klarstellung der Gläubigerhierarchie im Versicherungsbereich soll u.a. auch das Vertrauen von Anlegern gefestigt und damit die Kapitalmarktfähigkeit von Versicherungen gefördert werden. An dieser Stelle sei mit Nachdruck unterstrichen, dass das Geschäftsmodell von Versicherungen und Banken sich fundamental unterscheiden. Ein drastisch steigender Vertrauensverlust mit unmittelbarem Effekt auf die Liquidität (d.h. Bank Run) ist unter dem traditionellen Versicherungsgeschäftsmodell nicht denkbar. Die zwecks Abwendung einer solchen Notlage in jüngerer Vergangenheit im Grossbankenbereich kraft Notrechts (und damit Tangierung der Rechtssicherheit) erfolgten staatlichen Massnahmen und regulatorischen Interventionen im Bereich risikoabsorbierender Kapitalinstrumente sind geschäftsmodellbedingt für Versicherungen entsprechend auch nicht denkbar. Wünschenswert wäre, dass diese Auffassung von

---

<sup>67</sup> Art. 216c Abs. 1 E-AVO.

offizieller Seite bestätigt würde, um das Vertrauen von Investoren und Investorinnen bezüglich des schweizerischen Kapitalmarktes, welches jüngst gelitten hat, zu festigen.

Neben dem nach wie vor andauernden Solvency-II-Review, welcher wichtige Anpassungen der Solvency II-Richtlinie nach sich ziehen wird, sind Reformbestrebungen rund um den Globus (z.B. in Australien, China, Grossbritannien, Japan und den USA) im Gange.<sup>68</sup> Die in der Schweiz bisher angestossenen Reformen sind damit u.E. eher eine logische Konsequenz der Entwicklungen auf internationaler Ebene, um die nationale Versicherungsregulierung entsprechend auf den aktuellen Stand zu bringen. Die Rolle einer Vorreiterin hat die Schweiz in diesem Zusammenhang bisher leider noch nicht eingenommen.

## Literaturverzeichnis

- Appenzeller Hansjürg/Isler Vanessa, Risk-Absorbing Capital Instruments under the Revised Insurance Regulations, Caplaw 22, 2 ff.
- Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Ziele und Kernpunkte der VAG/AVO Revision, in: Hansjürg Appenzeller/Monica Mächler (Hrsg.), VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?, Tagungsband 2022, Europa Institut an der Universität Zürich, 24 ff.
- Petra Ginter/Dan Bell, Capital Resources (Kapitalausstattung), in: Hansjürg Appenzeller/Monica Mächler (Hrsg.), VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?, Tagungsband 2022, Europa Institut an der Universität Zürich, 95 ff.
- Monica Mächler, VAG/AVO-Reform im internationalen Kontext, in: Hansjürg Appenzeller/Monica Mächler (Hrsg.), VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?, Tagungsband 2022, Europa Institut an der Universität Zürich, 9 ff. (zit. Mächler, VAG/AVO-Reform im internationalen Kontext).
- Monica Mächler, New Regulatory Regime for Financially Distressed Insurance Companies, Caplaw 2021, 15 ff. (zit. Mächler, New Regulatory Regime).
- Peter Ch. Hsu, Sanierung – eine Einordnung, in: Hansjürg Appenzeller/Monica Mächler (Hrsg.), VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?, Tagungsband 2022, Europa Institut an der Universität Zürich, 125 ff.

---

<sup>68</sup> Mächler, VAG/AVO-Reform im internationalen Kontext, 11.

# (Re-)naissance von Global Depository Receipts (GDRs)?

Annette Weber

## Inhaltsverzeichnis

I.	<a href="#">Einleitung</a>	28
1.	<a href="#">Historie</a>	28
2.	<a href="#">Hauptcharakteristika des neuen Regelwerks</a>	29
II.	<a href="#">Definition</a>	29
III.	<a href="#">Ausgabe von GDRs</a>	30
1.	<a href="#">Zeitplan</a>	30
2.	<a href="#">Rechtliche Struktur</a>	32
3.	<a href="#">Terms and Conditions (Bedingungen)</a>	33
IV.	<a href="#">Rechtliche Einordnung von GDRs</a>	34
1.	<a href="#">Finanzmarktinfrastrukturgesetz</a>	34
a)	<a href="#">Offenlegungspflichten</a>	34
b)	<a href="#">Übernahmerecht</a>	35
c)	<a href="#">Insiderhandel</a>	36
d)	<a href="#">Marktmanipulation</a>	38
2.	<a href="#">Finanzdienstleistungsgesetz / -verordnung</a>	38
3.	<a href="#">Kotierungsreglement</a>	39
4.	<a href="#">Bestimmungen über übermäßige Vergütungen (ehemals VegüV)</a>	39
V.	<a href="#">Kotierungsvoraussetzungen</a>	40
1.	<a href="#">Zusätzliche Anforderungen</a>	40
2.	<a href="#">Abweichende Voraussetzungen</a>	41
3.	<a href="#">Klarstellungen</a>	41
VI.	<a href="#">Aufrechterhaltungspflichten</a>	42
VII.	<a href="#">Strukturierungsüberlegungen</a>	42
1.	<a href="#">Angebot / Prospekt</a>	42
2.	<a href="#">Kotierung von zusätzlichen GDRs</a>	43
3.	<a href="#">Over-Allotment Option</a>	44
VIII.	<a href="#">Fazit und Ausblick</a>	45
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	45

## I. Einleitung

Am 28. Juli 2022 wurden das erste Mal Hinterlegungsscheine (*global depositary receipts*; „GDRs“) an der SIX Swiss Exchange gehandelt. Gleich vier chinesische Emittenten feierten an diesem Tag den ersten Handelstag ihrer GDRs. Diese und die darauffolgenden Kotierungen von GDRs bilden den Anlass, die börsenrechtlichen Aspekte von GDRs zu beleuchten sowie einen Überblick über die wichtigsten Problemfelder zu geben. Dieser Artikel geht nicht näher auf allfällige steuerrechtliche, vollzugstechnische oder politische Fragestellungen ein.

Um die (rechtlichen) Charakteristika von GDRs, die an der SIX Swiss Exchange kotiert werden, zu verstehen, ist es hilfreich, die Entstehungsgeschichte zu kennen, weil diese in vielerlei Hinsicht eine Rolle spielt. Sie soll jedoch lediglich für diesen Zweck und folglich auch summarisch dargestellt werden.

### i. Historie

Nachdem bereits mehrere Jahre verstrichen waren, unterschrieben die SIX Swiss Exchange sowie die zwei chinesischen Börsen, Shanghai Stock Exchange und Shenzhen Stock Exchange 2019 ein *Memorandum of Understanding* im Hinblick auf ein Stock Connect Programm zwischen der SIX Swiss Exchange und den beiden chinesischen Börsen, das damit das Fundament für die Ausgabe und Kotierung von GDRs legte, nicht nur an der SIX Swiss Exchange durch chinesische Emittenten, deren Aktien an der Shanghai Stock Exchange oder Shenzhen Stock Exchange kotiert sind, sondern auch umgekehrt. Die SIX Swiss Exchange war die zweite Börse in Europa nach der London Stock Exchange, an der bereits GDRs von chinesisch kotierten Gesellschaften kotiert waren, die ein solches *Cross Listing* anstrebte.

Bis die technischen Fragen geklärt waren und die rechtlichen Grundlagen geschaffen wurden, vergingen aber knapp drei Jahre bis anfangs 2022, als es in die Schlussphase der Ausarbeitung der revidierten Regularien und der Umsetzung von den technischen Einzelheiten ging. Rein rechtlich gesehen wäre zwar eine Revision der Regularien der SIX Exchange Regulation nicht notwendig gewesen, denn die Regularien enthielten bereits Regeln für Hinterlegungsscheine. Allerdings sahen diese gewisse Erleichterungen vor, die insbesondere nicht für GDRs an der London Stock Exchange galten. Um zu verhindern, dass Gesellschaften die SIX Swiss Exchange alleine deswegen wählen, um dem strengeren Regime der London Stock Exchange zu entgehen, wurden die Regularien dahingehend angepasst, dass diese weitestgehend den Anforderungen der London Stock Exchange entsprachen. Auch im Rahmen der technischen Abwicklung wurde das Londoner System weitgehend kopiert: GDRs

werden nicht im SIX SIS-System geschaffen, sondern in Euroclear/Clearstream (bzw. DTC für 144A GDRs) von Depositären, die diese Rolle bereits im Rahmen des Stock Connect Programms der London Stock Exchange innehaben.

Aufgrund von Art. 27 Abs. 4 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraG“, SR 958.1) ist die SIX Exchange Regulation verpflichtet, ihre Regularien von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA (FINMA) genehmigen zu lassen. Folglich war die Genehmigung der FINMA auch für diese revidierten Regularien erforderlich. Die FINMA erteilte die Genehmigung in der zweiten Juhälfte 2022. Aufgrund des Zeitdrucks (ursprünglich war nämlich vorgesehen, dass die GDRs im ersten Halbjahr 2022 lanciert werden würden) traten die Regularien bereits am 25. Juli 2022 in Kraft, obwohl sie erst am 22. Juli 2022 veröffentlicht wurden. Nur wenige Tage später, am 28. Juli 2022 war der erste Handelstag der ersten vier GDR-Emittenten.

## 2. Hauptcharakteristika des neuen Regelwerks

Im Gegensatz zu den bisherigen Regularien für Hinterlegungsscheine, die bis im Juli 2022 in Kraft waren, sind die neuen Regeln spezifisch auf chinesische Emittenten im Rahmen des Stock Connect Programms ausgerichtet. Das zeigt sich nicht nur darin, dass die SIX Exchange Regulation auf ein *Level Playing Field* mit der London Stock Exchange bedacht war und für die Schaffung der GDRs auf ein bestehendes Verfahren zurückgegriffen hat, sondern auch daran, dass die Handelszeiten auf 15.00 – 17.40 Uhr verkürzt wurden, um chinesischen Emittenten zu ermöglichen, nach Handelsschluss in China und vor Börseneröffnung an der SIX Swiss Exchange eine Ad hoc-Mitteilung absetzen zu können. Die Schaffung der GDRs in Euroclear/Clearstream (und DTC für 144A GDRs) hatte zudem den Vorteil, dass keine neuen technischen Prozesse innert kürzester Zeit aufgegleist werden mussten, weil bis anhin noch keine GDRs im SIX SIS-System geschaffen worden sind.

## II. Definition

Bevor einzelne Rechtsfrage erörtert werden, soll zunächst auf die Definition für GDRs (Hinterlegungsscheine) eingegangen werden.

Art. 90 Abs. 1 des Kotierungsreglements der SIX Exchange Regulation vom 3. November 2022 („KR“) definiert Hinterlegungsscheine wie folgt:

*„Hinterlegungsscheine bzw. Global Depository Receipts (GDR) im Sinne des Kotierungsreglements sind handelbare Zertifikate, die stellvertretend für hinterlegte Beteiligungsrechte ausgegeben werden und die (indirekte) Ausübung der Mitgliedschafts- und Vermögensrechte der hinterlegten Beteiligungsrechte ermöglichen.“*

Aufgrund dieser Definition sind folgende zwei Hauptcharakteristika von GDRs, welche auch im Nachfolgenden eine Rolle spielen werden, hervorzuheben:

- (i) Die Hinterlegung von Beteiligungsrechten (i.d.R. Aktien; bei GDRs sog. A-Aktien) zur Ausgabe von GDRs; und
- (ii) Inhaber von GDRs haben keine (direkten) Mitglieds- oder Vermögensrechte, sondern diese werden indirekt über den Depositär gewährt.

Diese Struktur hat die Zweitkotierung von Beteiligungsrechten zum Zweck, indem Beteiligungsrechte indirekt auf einem weiteren Handelsplatz kotiert werden. Im Gegensatz zu einer reinen Zweitkotierung ist die Ausgabe von GDRs technisch wesentlich einfacher, weil die Basisaktien hinterlegt werden und im selben Settlement System bleiben, während bei einer klassischen Zweitkotierung die Aktien vom Settlement System der Primärbörse zum Settlement System der Sekundärbörse transferiert werden können müssen, was in der Praxis oftmals schwer zu bewerkstelligen ist, da die Settlement-Systeme regelmässig nicht aufeinander abgestimmt sind.

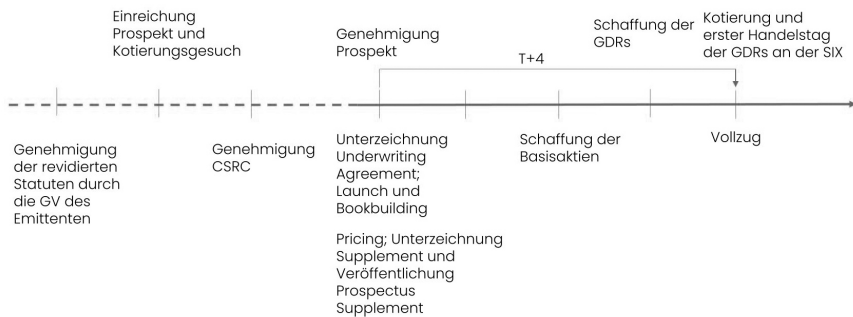
### III. Ausgabe von GDRs

#### i. Zeitplan

Bevor wir zur rechtlichen Analyse der Ausgabe von GDRs schreiten, soll an dieser Stelle eine Übersicht über deren Abwicklung gegeben werden, damit klar ist, wie die Ausgabe von GDRs von statten geht. Die nachfolgende Darstellung ist als Beispiel zu verstehen, weshalb damit nicht ausgeschlossen werden soll, dass die Ausgabe zeitlich auch anders erfolgen kann. Der Ablauf bleibt im Grundsatz allerdings derselbe.

Die nachfolgenden Ausführungen sind der Übersichtlichkeit halber stark vereinfacht.

Die Ausgabe kann graphisch wie folgt dargestellt werden:



Die Zeitabfolge im Rahmen des gestrichelten Pfeils kann stark variieren und ist primär von der chinesischen Seite getrieben. Unter dem Regime, das bis im Mai 2023 galt, genehmigt zunächst die Generalversammlung der Aktionäre der chinesischen Gesellschaft revidierte Statuten, welche die Schaffung von GDRs vorsehen. Auf der Schweizer Seite erfolgt die Einreichung des Kotierungsgesuchs bei der SIX Exchange Regulation sowie des Prospekts bei der Prüfstelle der SIX Exchange Regulation. Die Einreichung dieser Dokumente erfolgt zeitlich eng zusammen mit dem Gesuch an die *China Securities Regulatory Commission* („CSRC“). Genehmigungen für die Kotierung und des Prospekts<sup>1</sup> erfolgen vor der Genehmigung der CSRC, die dafür länger als die SIX Exchange Regulation benötigt. Wurden alle Genehmigungen erhalten und stimmt das Marktumfeld, kommt die sog. *Execution Phase*, die mit dem *Launch* der Transaktion beginnt. Dabei wird der genaue Zeitpunkt des *Launch* vorab mit der Prüfstelle vereinbart, so dass diese rechtzeitig die Genehmigung für die Prüfung des Prospekts ausstellen kann, die i.d.R. am frühen Vormittag (Schweizer Zeit) erfolgt. Nach Erhalt der Genehmigung erfolgt die Unterzeichnung des *Underwriting Agreement*, gefolgt von einer öffentlichen Ankündigung des *Launch* mit dem Start des *Bookbuilding*. Am Nachmittag oder Abend desselben Tags erfolgt das *Pricing*, das mit der Unterzeichnung des *Pricing Supplement* zum *Underwriting Agreement* und der Veröffentlichung des *Prospectus Supplement* formalisiert wird. Das *Prospectus Supplement* muss nicht vorab der Prüfstelle zur Genehmigung unterbreitet werden, da dieses lediglich die finale Anzahl GDRs und den finalen Ausgabepreis festhält (vgl. Art. 56 Abs. 4 des Bundesgesetzes über Finanzdienstleistungen („FIDLEG“, SR 950.1) i.V.m. Art. 63

<sup>1</sup> Im Rahmen der Prospektprüfung erfolgt die formelle Genehmigung mit einer Verfügung erst beim *Launch*, vorab teilt die Prüfstelle jedoch mit, dass sie keine Kommentare mehr hat und den Prospekt genehmigen kann.

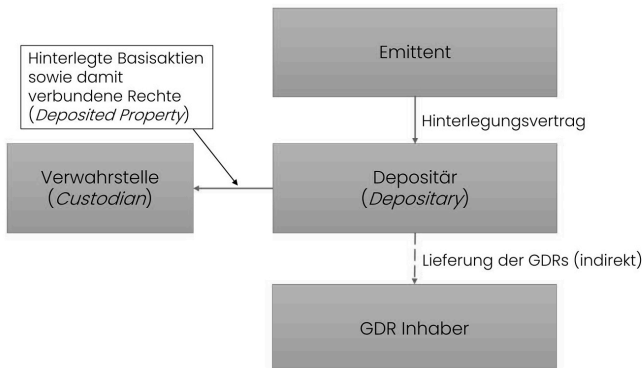
Abs. 2 der Verordnung über Finanzdienstleistungen („FIDLEV“, SR 950.11) sowie die Liste der Prüfstelle der SIX Exchange Regulation für Tatsachen Nachträge ohne Genehmigung vom 1. Juni 2020).

Erst nach dem Pricing erfolgt die Schaffung der GDRs: Als Voraussetzung für die Ausgabe der GDRs müssen zunächst die zugrundeliegenden Basisaktien (bei chinesischen Emittenten sog. A-Aktien) geschaffen werden. Dazu werden i.d.R. zwei Handelstage benötigt. Sobald die Schaffung der A-Aktien abgeschlossen ist, kann die eigentliche Schaffung der GDRs beginnen. Dazu müssen die A-Aktien bei der Verwahrstelle (*Custodian*) vom Depositär verwahrt werden. Erst danach können bzw. dürfen die GDRs geschaffen werden. Die Hinterlegung der A-Aktien ist dabei zwingende Voraussetzung, nicht nur für die Ausgabe, sondern für die gesamte Dauer der Existenz der entsprechenden Anzahl GDRs.<sup>2</sup> Aufgrund der Zeitdifferenz zwischen China, der Schweiz und den Vereinigten Staaten (die zurzeit aktiven Depositäre haben ihren Sitz in den Vereinigten Staaten) werden regelmässig zwei Börsentage einberechnet, um sicherzugehen, dass die GDRs rechtzeitig vor Handelseröffnung geschaffen sind.

Mit der Schaffung kann der Vollzug erfolgen, der mit dem ersten Handelstag zusammenfällt und regelmässig vier Börsentage nach dem Pricing stattfindet.

## 2. Rechtliche Struktur

Stark vereinfacht kann die Struktur aus rechtlicher Sicht wie folgt dargestellt werden:



*Ausgeblendet sind die abwicklungstechnischen Abläufe und die darin involvierten Parteien*

---

<sup>2</sup> Vgl. dazu oben, [II](#).



Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass die abwicklungstechnischen Abläufe oben ausgeblendet sind, da diese für die rechtlichen Überlegungen keinen direkten Einfluss haben.

### 3. Terms and Conditions (Bedingungen)

Obwohl wirtschaftlich einem Beteiligungspapier nachgestaltet, sind GDRs rechtlich ein Derivat, weshalb Bedingungen (*Terms and Conditions* oder kurz „Ts&Cs“), ähnlich wie bei Anleihen oder anderen Fremdkapitalinstrumenten, im Rahmen der Ausgabe erstellt werden. Diese sind, vorbehaltlich weniger Ausnahmen, weitestgehend standardisiert. Als Vorlage dienen auch hier die Vorgängertransaktionen der London Stock Exchange. Diese Herangehensweise hat unter anderem zur Folge, dass die Bedingungen englischem Recht unterstellt sind.

Im Wesentlichen regeln die Bedingungen von GDRs die folgenden Punkte:

- *Hinterlegung der Basisaktien*: Diese Bedingungen beschreiben die Hinterlegung der Aktien bei der Verwahrstelle und die Ausgabe von GDRs, wobei dafür auch auf das *Deposit Agreement* (Hinterlegungsvertrag) verwiesen wird.
- *Ausgabe und Rücknahme von GDRs*: Sowohl die Ausgabe als auch die Rücknahme sind eng mit den unterliegenden Basisaktien verknüpft. Im Rahmen einer Rücknahme verlangt ein Inhaber von GDRs die entsprechende Anzahl Basisaktien. Hervorzuheben sind jedoch zwei gewichtige Restriktionen: Erstens darf in den ersten 120 Tagen keine Rücknahme erfolgen. Zweitens dürfen nicht-chinesische Inhaber keine A-Aktien (Aktien von chinesischen Unternehmen, die an der Shanghai oder Shenzhen Börsen gehandelt werden) halten; lediglich chinesische Investoren dürfen A-Aktien kaufen, verkaufen oder halten. Ausländer können Aktien von chinesischen Emittenten nur über die Hong Kong Stock Exchange erwerben.
- *Übertragung und Halten von GDRs*: Dieser Abschnitt regelt insbesondere den Eigentumserwerb von GDRs. Dieser erfolgt mittels Registrierung der GDRs mit dem Depositär.
- *Ausschüttungen*: Zusammen mit der Ausübung der Stimmrechte bildet dieser Abschnitt ein zentrales Element der Bedingungen ab, da beide Rechte die Rechte von Aktionären synthetisch nachbilden. Insbesondere regeln die Bedingungen, wie der Depositär bei Sachdividenden vorzugehen hat.
- *Ausübung der Stimmrechte*: Ein zentrales Element, um den Charakter eines Beteiligungspapiers nachbilden zu können, ist die Ausübung von Stimm-

rechten. Der Depositär muss sicherstellen, dass Inhaber von GDRs ihre Stimmrechte in Bezug auf die darunterliegenden Basisaktien wahrnehmen können.

- *Gebühren*: Für die jeweiligen Handlungen, die der Depositär für einen Inhaber von GDRs vornehmen muss (Ausgabe, Rücknahme, Ausschüttungen etc.), erhebt der Depositär Gebühren, die in den Bedingungen abschliessend aufgelistet sind.
- *Beendigung des Deposit Agreement (Hinterlegungsvertrag)*: Zuletzt seien noch die Regelungen über die Kündigung des *Deposit Agreement* oder aber der Auswechslung des Depositärs zu erwähnen.

## IV. Rechtliche Einordnung von GDRs

### I. Finanzmarktinfrastrukturgesetz

#### a) Offenlegungspflichten

Die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen gemäss Art. 120–124 FinfraG sind anwendbar auf Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, oder Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind (vgl. Art. 120 Abs. 1 FinfraG). Die SIX Swiss Exchange qualifiziert als Börse mit Sitz in der Schweiz (vgl. Art. 26 lit. b FinfraG).<sup>3</sup> Es stellt sich allerdings die Frage, ob (i) GDRs als „Beteiligungspapiere“ und (ii) als „hauptkotiert“ i.S.d. FinfraG qualifizieren.

*Beteiligungspapiere*: Das FinfraG hält keine gesetzliche Definition von Beteiligungspapieren griffbereit. Es enthält aber in Art. 2 lit. i FinfraG im Rahmen der Definition von öffentlichen Kaufangeboten einen Hinweis, was das Gesetz unter Beteiligungspapieren versteht, indem es auf Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder „andere Beteiligungspapiere“ verweist. Beteiligungspapiere weisen einen Eigenkapitalcharakter auf im Gegensatz zu Fremdkapitalinstrumenten, wie Obligationen (sofern sie keine Eigenkapitalkomponente aufweisen, wie dies bei Wandelinstrumenten und Optionsrechten der Fall ist). Zwar gewähren GDRs keinen gesellschaftsrechtlichen Anspruch auf vermögensrechtliche und Mitwirkungsrechte wie dies Aktionären vorbehalten ist, doch sollen sie wirtschaftlich Aktionären gleichgestellt werden, indem diese

---

<sup>3</sup> Zur Qualifikation der SIX Swiss Exchange als Börse, vgl. Botschaft des Bundesrates vom 3. September 2014 zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), BBl 2014, 7483 ff., 7634.

Rechte aufgrund des *Deposit Agreement* zwischen dem Depositär und dem Emittenten den GDR-Inhabern in Bezug auf die hinterlegten A-Aktien indirekt gewährt werden. Aufgrund dieser Eigenschaften sind GDRs als „Beteiligungspapiere“ i.S.d. FinfraG zu qualifizieren.<sup>4</sup>

*Hauptkotierung*: Art. 120 FinfraG i.V.m. Art. 115 Abs. 2 der Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraV“, SR 958.11) räumt den Schweizer Börsen die Kompetenz ein, zu bestimmen, welche ausländischen Gesellschaften als in der Schweiz hauptkотиert gelten. Die GDRs werden an der SIX Swiss Exchange nicht nur zum Handel zugelassen, sondern auch kotiert (vgl. Art. 90 ff. KR).<sup>5</sup> Die SIX Swiss Exchange hält auf ihrer Website explizit fest, dass GDRs, welche an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, nicht als hauptkотиert i.S.d. FinfraG gelten.<sup>6</sup>

Mangels Hauptkotierung ist das Offenlegungsrecht auf Gesellschaften, die GDRs an der SIX Swiss Exchange kotiert haben, nicht anwendbar. Dies ist zu begrüssen, würde eine Offenlegungspflicht in der Praxis doch zu grossen Schwierigkeiten führen, da sich die Offenlegungspflicht jeweils auf alle Beteiligungspapiere bezieht. Das hätte zur Konsequenz, dass Beteiligungen an Aktien, die 3% übersteigen, von chinesischen Aktionären der Gesellschaft und der Offenlegungsstelle der SIX Exchange Regulation gemeldet werden müssten. Die wenigsten chinesischen Investoren dürften von dieser zusätzlichen Pflicht realistischerweise Kenntnis nehmen können, so dass Verstösse vorprogrammiert wären. Da das chinesische Recht die Meldeschwelle erst bei 5% ansetzt, könnte der Emittent Aktionäre auch nicht proaktiv über deren Pflicht informieren.

## b) *Übernahmerecht*

Die Anwendbarkeit des Übernahmerechts folgt demjenigen des Offenlegungsrechts, indem es bestimmt, dass das Übernahmerecht auf Zielgesellschaften anwendbar ist, die ihren Sitz in der Schweiz oder ihren Sitz im Ausland haben,

---

<sup>4</sup> Vgl. dazu auch die Praxis der Übernahmekommission, die *American Depositary Receipts* und *Egyptian Depositary Receipts* als Beteiligungspapiere qualifiziert (Day Software Holding AG, Verfügung 450/01 der UEK vom 20. August 2010, E. 2.2, Rz. 4 f.; Tag Heuer International SA, Empfehlungen 0049/02 der UEK vom 4. Oktober 1999; Compagnie Financière Richemont SA, Empfehlungen 0169/01 der UEK vom 7. Juli 2003; Orascom Development Holding AG, Verfügung 649/01 der UEK vom 17. Januar 2017, E. 2, Rz. 3 f.). Ferner BSK FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 2 lit. i, N 6.

<sup>5</sup> Zum Begriff der Kotierung vgl. SK-Jutzi/Schären, Art. 120, N 88.

<sup>6</sup> Vgl. <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/ipo/gdr.html>> (zuletzt besucht am 15. Januar 2024).

deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz hauptkotiert sind (Art. 125 Abs. 1 FinfraG). Art. 116 FinfraV verweist denn auch auf Art. 115 FinfraV betreffend die Hauptkotierung. Insofern kann diesbezüglich auf die Ausführungen im vorhergehenden Kapitel über das Offenlegungsrecht verwiesen werden.<sup>7</sup> Übernahmerecht ist folglich ebenfalls nicht auf Gesellschaften, die GDRs an der SIX Swiss Exchange kotiert haben, anwendbar.

c) *Insiderhandel*

Insiderhandel ist im FinfraG mittels zwei Bestimmungen verpönt: Art. 142 FinfraG ist als aufsichtsrechtliche Bestimmung konzipiert, während Art. 154 FinfraG Insiderhandel strafrechtlich verfolgt.

Sowohl die aufsichtsrechtliche als auch die strafrechtliche Bestimmung knüpfen an die Handelszulassung an, indem sie vorsehen, dass die relevanten Effekten an einem Handelsplatz mit Sitz in der Schweiz gehandelt werden müssen, um in den Anwendungsbereich zu fallen (vgl. Art. 142 Abs. 1 und Art. 154 Abs. 1 FinfraG). Im Gegensatz zum Offenlegungs- und Übernahmerecht ist im Insiderhandel die Handelszulassung und nicht die Kotierung bzw. Hauptkotierung massgeblich.

*Handelsplatz mit Sitz in der Schweiz:* Art. 26 lit. a FinfraG umschreibt einen Handelsplatz als eine Börse oder ein multilaterales Handelssystem. Die SIX Swiss Exchange ist als grösste Schweizer Börse ein Handelsplatz, die ihren Sitz in Zürich hat.

*Effekten:* Effekten sind vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte sowie Derivate und Bucheffekten (vgl. Art. 2 lit. b FinfraG). GDRs sind in Form einer oder mehreren Globalurkunden verbrieft und zum massenweisen Handel geeignet.

Somit fallen GDRs unter den Anwendungsbereich des aufsichts- und strafrechtlichen Insiderrechts. Eine Definition von Insiderinformation findet sich in Art. 2 lit. j FinfraG, wonach eine vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz oder einem DLT-Handelssystem mit Sitz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.

Die beiden Bestimmungen sind fast, aber nicht ganz deckungsgleich im Anwendungsbereich: Die aufsichtsrechtliche Bestimmung erklärt das Ausnützen von Insiderinformation, von der eine Person weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist, oder eine Empfehlung, von der diese Person weiss

---

<sup>7</sup> Vgl. auch Tschäni/Diem/Gaberthüel, N 29.

oder wissen muss, dass sie auf einer Insiderinformation beruht, (a) dazu ausnützt, (im vorliegenden Fall) GDRs zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Derivate einzusetzen, (b) einem anderen mitteilt, oder (c) dazu ausnützt, einem anderen eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von (im vorliegenden Fall) GDRs oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Derivaten abzugeben, als unzulässig (vgl. Art. 142 Abs. 1 FinfraG).<sup>8</sup> Die strafrechtliche Bestimmung (Art. 154 FinfraG) nimmt unter dem Kreis der tauglichen Täter verschiedene Abstufungen vor und unterscheidet zwischen sog. Primär-, Sekundär und Tertiärinsider. Als Primärinsider werden Personen bezeichnet, die als Organ oder Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans einer Gesellschaft oder einer den Gesellschaften beherrschenden oder von einer solchen Person beherrschten Gesellschaft oder als Personen, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben (vgl. Art. 154 Abs. 1 FinfraG). Für Primärinsider gelten das Handels-, Mitteilungs- und Empfehlungsverbot, das bestraft wird, sofern der betreffenden Person oder einer anderen Person ein vermögensmässiger Vorteil zugegangen ist. Für Sekundärinsider und Tertiärinsider (auch Zufallsinsider genannt) gilt nur ein Handelsverbot, wobei auch hier ein Vermögensvorteil erforderlich ist (Art. 154 Abs. 3 und 4 FinfraG).<sup>9</sup>

Subjektiv wird verlangt, dass der Insider Kenntnis von der Information hatte. Während die Strafbestimmung bedingter Vorsatz verlangt,<sup>10</sup> setzt die aufsichtsrechtliche Bestimmung lediglich voraus, dass der Insider weiss oder wissen muss, dass es sich um eine Insiderinformation handelt. Bei Letzterem soll gemäss Botschaft ein objektiver Massstab angewendet und gefragt werden, ob bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit hätte erkannt werden können, dass es sich um Insiderinformationen handelt.<sup>11</sup> Die Lehre fordert allerdings, dass die persönlichen Verhältnisse der betreffenden Person berücksichtigt werden sollen.<sup>12</sup> Aus dem Vorhergehenden ergibt sich, dass der aufsichtsrechtliche Tatbestand erfüllt sein kann, während der strafrechtliche Tatbestand es nicht ist, weil Letzterer höhere Anforderungen stellt.

---

<sup>8</sup> Im Nachfolgenden wird nicht im Einzelnen auf die aufsichtsrechtliche Bestimmung eingegangen, sondern auf die bestehende Literatur verwiesen; anstatt vieler: BSK FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 142 und SK FinfraG-Sethe/Fährlander, Art. 142.

<sup>9</sup> Vgl. zum strafrechtlichen Insiderhandel anstatt vieler: BSK FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 und SK FinfraG-Sethe/Fährlander, Art. 154.

<sup>10</sup> BSK FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154, N 67.

<sup>11</sup> Botschaft des Bundesrates vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011, 6873 ff., 6901 f.

<sup>12</sup> Vgl. BSK FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 142, N 53 mit weiteren Hinweisen.

#### d) Marktmanipulation

Konzeptionell hat der Gesetzgeber die Bestimmungen über Marktmanipulation gleich wie diejenigen des Insiderhandels ausgestaltet: Es gibt eine aufsichtsrechtliche und eine strafrechtliche Bestimmung (vgl. Art. 143 respektive Art. 155 FinfraG).

Wie der Insiderhandel knüpft auch die Marktmanipulation an eine Handelszulassung an einem Handelsplatz oder DLT-Handelssystem mit Sitz in der Schweiz an.<sup>13</sup>

Die aufsichtsrechtliche Bestimmung erklärt (a) die öffentliche Verbreitung von Informationen, von denen die Person weiss oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von (im vorliegenden Fall) GDRs sowie (b) das Vornehmen von Geschäften oder Kauf- oder Verkaufsaufträgen, von denen die Person weiss oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von (im vorliegenden Fall) GDRs geben, als unzulässig (Art. 143 Abs. 1 FinfraG).

Die strafrechtliche Bestimmung setzt (i) die Verbreitung von falschen oder irreführenden Informationen wider besseres Wissen sowie (ii) das Tätigen von Käufen und Verkäufen von solchen Effekten, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen wider besseres Wissens erfolgen, unter Strafe, sofern diese mit der Absicht erfolgt, den Kurs von GDRs erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen (Art. 155 Abs. 1 FinfraG).

#### 2. Finanzdienstleistungsgesetz / -verordnung

Das FIDLEG hält fest, dass für öffentliche Platzierungen und Kotierungen von Effekten grds. ein Prospekt erforderlich ist (vgl. Art. 35 FIDLEG). Auch wenn die GDRs in der Schweiz i.d.R.<sup>14</sup> nicht öffentlich angeboten werden, entsteht eine Prospektspflicht aufgrund der Zulassung zum Handel an der SIX Swiss Exchange. Da die Ausnahmen von Art. 37 f. FIDLEG nicht einschlägig sind, kommt einer der Anhänge des FIDLEVs zum Zuge.

Ähnlich wie beim FinfraG wird nicht ein formaljuristischer Ansatz gewählt, indem die GDRs als Derivate klassifiziert werden, sondern eine wirtschaftliche Betrachtungsweise gewählt. Indem Anhang 1 (Beteiligungspapiere) zur Anwen-

---

<sup>13</sup> Vgl. diesbezüglich oben, [IV.1.c](#).

<sup>14</sup> Vgl. unten, [VII.1](#).

zung gelangt, stützt sich ein GDR-Prospekt auf denselben Anhang wie für die Offenlegung von Prospektinformationen von Aktien. Obwohl Art. 35 Abs. 2bis FinfraG explizit festhält, dass sich der Prospektinhalt nach Art. 35-38 FinfraG zu richten hat, sieht Art. 95 Abs. 2 KR vor, dass im Prospekt (oder einem anderen Informationsdokument, sofern kein Prospekt nach FIDLEG zu erstellen ist) zusätzlich Informationen über den Depositär, die Hinterlegungsscheine und den Hinterlegungsvertrag offenzulegen sind. Dabei müssen insbesondere auf die Rechte der Investoren gemäss Hinterlegungsvertrag, den Insolvenzschutz und die mit den GDRs verbundenen Risiken hingewiesen werden. Damit wollte die SIX Exchange Regulation sicherstellen, dass die GDR spezifischen Eigenheiten adäquat dargestellt werden, weil sich diese keinen Niederschlag im Anhang 1 der FIDLEV gefunden haben. Diesen Anforderungen kommen Emittenten nach, indem sie i.d.R. einen kurzen Abschnitt über die Rechte der Investoren abbilden. Im ausführlichen Abschnitt über Risikofaktoren werden zudem die Risiken bei einer Investition in GDRs erläutert.

### 3. Kotierungsreglement

Nicht ganz einfach zu beantworten ist die Frage, ob Emittenten von GDRs als primär kotierte Gesellschaften gelten. Es könnte argumentiert werden, dass solche Emittenten als sekundär kotierte Gesellschaften gelten sollten, weil GDRs wirtschaftlich die A-Aktien von chinesischen Emittenten nachbilden sollen, weshalb wirtschaftlich gesehen eine Sekundärkotierung vorliegt. Diese wirtschaftliche Betrachtungsweise haben wir bereits im Rahmen des FinfraG gesehen.

Die SIX Exchange Regulation geht in dieser Frage allerdings einen anderen Weg, indem sie Emittenten von GDRs als primär kotierte Gesellschaften einstuft. Dies hat zur Rechtsfolge, dass Emittenten von GDRs den Ad hoc-Pflichten unterliegen, und diese über Connexor absetzen müssen. Im Rahmen der Aufrechterhaltungspflichten wird näher darauf eingegangen.<sup>15</sup>

### 4. Bestimmungen über übermässige Vergütungen (ehemals VegüV)

Die Bestimmungen über übermässige Vergütungen von börsenkotierten Gesellschaften, ehemals in der VegüV (Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften) geregelt, nun im Obligationenrecht unter Art. 732-735d, sind nur auf Schweizer kotierte Gesellschaften anwendbar und folglich ausserhalb des Anwendungsbereichs für chinesische Emittenten. Mangels Anwendbarkeit der Richtlinie Corporate Governance der

---

<sup>15</sup> Vgl. dazu unten, [VI](#).

SIX Exchange Regulation müssen chinesische Emittenten keine schweizerrechtliche oder spezifische Regeln der SIX Exchange Regulation zur Offenlegung von Gehältern an den Verwaltungsrat oder die Geschäftsleitung offenlegen.<sup>16</sup>

## V. Kotierungsvoraussetzungen

### I. Zusätzliche Anforderungen

Für die Kotierung von GDRs sieht das KR grds. dieselben Kotierungsvoraussetzungen wie für Aktien oder andere Beteiligungspapiere vor, jedoch enthält der Abschnitt VIII. (Art. 90-104 KR) eine Reihe von zusätzlichen Anforderungen, welche Emittenten von GDRs bzw. GDRs erfüllen müssen, damit sie an der SIX Swiss Exchange zum Handel zugelassen und kotiert werden. Dabei gilt als Emittent, wer Emittent der A-Aktien ist, mithin die chinesische Gesellschaft und nicht der Depositär, der die GDRs schafft.

Die Voraussetzungen sollen im Nachfolgenden kurz erläutert werden.

1. *Depositär*: muss dem schweizerischen Bankengesetz (BankG, SR 952.0) oder als Wertpapierhaus dem Finanzinstitutsgesetz (FINIG, SR 954.1) oder einer vergleichbaren ausländischen Aufsicht unterstellt sein. Zurzeit sind zwei Banken, Citibank und Deutsche Bank (jeweils mit einer Einheit deren Sitz sich in den Vereinigten Staaten befindet) als Depositäre aktiv. Die SIX Exchange Regulation qualifiziert die Aufsicht durch die United States Office of the Comptroller of the Currency als eine vergleichbare ausländische Aufsicht. Der Nachweis wird jeweils mit einem kurzen Bestätigungsschreiben mit Lizenz und Certificate of Corporate Existence erbracht.
2. *Treuhänderisches Halten der Basisaktien*: Der Hinterlegungsvertrag (*Deposit Agreement*) muss Folgendes regeln:
  - Die Basisaktien werden vom Depositär treuhänderisch (oder über ähnliche Vereinbarungen gemäss dem anwendbaren Recht) gehalten;
  - Die Basisaktien können im Nachlass- oder Konkursfall des Depositärs zu Gunsten der Investoren separiert und abgesondert werden;
  - Der Depositär nimmt im Interesse der GDR-Investoren sämtliche mit den Basisaktien verbundenen Vermögens- und Mitgliedschaftsrechte wahr.

---

<sup>16</sup> Vgl. dazu unten, [VI](#).



3. *Informationspflicht*: Der Hinterlegungsvertrag muss eine Informationspflicht betr. Informationen zu den GDRs ggü. der SIX Exchange Regulation oder dem Regulatory Board vorsehen.
4. *Dokumentation*: Folgende zusätzlichen Dokumente müssen der SIX Exchange Regulation eingereicht werden:
  - Hinterlegungsvertrag (*Deposit Agreement*);
  - Kopien der letzten zwei Geschäftsberichte des Depositärs, wobei die SIX Exchange Regulation die Einreichung der Gruppengeschäftsberichte für Citigroup und Deutsche Bank erlaubt;
  - Die Einreichung einer Legal Opinion einer lokalen chinesischen Anwaltskanzlei, die bestätigt, dass (i) der Emittent gültig besteht und (ii) die neuen Basisaktien gültig geschaffen worden sind; und
  - Die Einreichung der Bestätigung des Depositärs, dass die GDRs gültig geschaffen worden sind.

## 2. Abweichende Voraussetzungen

SIX Exchange Regulation hat gewisse Voraussetzungen für die Zulassung zum Handel und die Kotierung modifiziert und den Gegebenheiten der GDRs angepasst. Dazu gehören folgende:

1. *Äquivalenz für den Handelsregisterauszug*: Anstelle eines Handelsregisterauszugs kann eine *Business Licence* eingereicht werden, die bestätigt, dass die Gesellschaft ihre Tätigkeit gemäss Zweck ausüben darf. Sowohl die *Business License* als auch die Statuten müssen auf Englisch übersetzt und in beglaubigter Form (mit Apostille) eingereicht werden.
2. *Kein Swiss Paying Agent* (Art. 24 Abs. 1 KR): Solange die GDRs im System von Euroclear oder Clearstream geschaffen werden, ist die Ernennung einer Schweizer Zahlstelle (*Swiss Paying Agent*) nicht erforderlich.

## 3. Klarstellungen

Der Vollständigkeit halber sei an dieser Stelle angemerkt, dass die Revisionsstelle von chinesischen GDR-Emittenten der chinesischen Aufsichtsbehörde CSRC unterstellt sein muss. Dies ergibt sich aus Art. 13 KR i.V.m. Art. 7 und 8 des Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (SR 221.302) und Art. 10 der Verordnung über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren (SR 221.302.3; Anhang 2). Dazu ist ein Bestätigungsschreiben der Revisionsstelle im Rahmen des Kotierungsgesuchs erforderlich.

Die SIX Exchange Regulation anerkennt PRC GAAP (Art. 51 Abs. 2 FIDLEV i.V.m. der Liste der anerkannten Rechnungslegungsstandards der SIX Exchange Regulation).

## VI. Aufrechterhaltungspflichten

Grds. unterliegen chinesische GDR-Emittenten denselben Aufrechterhaltungspflichten wie kotierte Gesellschaften, die ihre Beteiligungspapiere an der SIX Swiss Exchange primär kotiert haben. Dazu gehören namentlich die Ad hoc-Pflicht, die Publikation des Geschäfts- und Halbjahresberichts (i.d.R. auf Englisch) und von Management Transaktionen. Da diese nicht auf eine andere Weise zu interpretieren und anzuwenden sind, wie für „gewöhnliche“ Emittenten von primär kotierten Aktien, wird an dieser Stelle nicht weiter auf diese Pflichten eingegangen.

Das KR stellt auch zusätzliche bzw. modifizierte Pflichten für Emittenten von GDRs auf, die kurz vorgestellt werden sollen:

- Zusätzlich verlangt das KR (i) eine Notifizierungspflicht bei Änderungen im *Deposit Agreement* (Hinterlegungsvertrag) (Art. 104) und (ii) die jährliche Meldung der Anzahl ausstehender GDRs.
- Das KR verlangt in Art. 101 hingegen nicht die Einhaltung der Corporate Governance-Regeln (vgl. Richtlinie Corporate Governance), sondern lediglich eine Bestätigung des Emittenten, dass die Corporate Governance-Regeln des Heimmarkts eingehalten werden. Diese Bestätigung ist sowohl im Prospekt gemäss FIDLEG im Hinblick auf die Handelszulassung als auch jährlich im Geschäftsbericht abzugeben.

## VII. Strukturierungsüberlegungen

### i. Angebot / Prospekt

Wie bereits oben in Kapitel IV2 erwähnt, werden die GDRs gewöhnlicherweise in der Schweiz mittels einer Privatplatzierung an professionelle Kunden i.S.d. FIDLEG platziert. Das hat zur Folge, dass kein öffentliches Angebot in der Schweiz besteht, das eine Prospektspflicht gemäss Art. 35 FIDLEG hervorrufen würde. Hingegen löst die Zulassung zum Handel an der SIX Swiss Exchange eine Prospektspflicht aus. Obwohl damit kein Prospekt aus Angebotssicht erforderlich ist, wird der Prospekt nicht nur als ein Prospekt im Hinblick auf die Zulassung zum Handel, sondern auch als *Private Placement Memorandum* im Hinblick auf das Angebot ausgestaltet. Von der Form und vom Aufbau her un-

terscheidet sich deshalb der Prospekt nicht von einem „normalen“ IPO-Prospekt für ein öffentliches Angebot in der Schweiz. Weil der Prospekt auch für den Investorenentscheid als massgebliches Dokument erklärt wurde, wird der Prospekt vor Lancierung des Angebots veröffentlicht, damit die Investoren die Möglichkeit haben, den Prospekt zu konsultieren. Ein *Supplement* (Nachtrag) zum Prospekt wird jeweils beim *Pricing* publiziert, um die definitive Anzahl GDRs und den Kaufpreis für die GDRs zu veröffentlichen. Weil der Prospekt die definitive Anzahl der GDRs nicht beinhaltet, ist ein *Supplement* rechtlich erforderlich. Es ist jedoch nicht genehmigungspflichtig.<sup>17</sup>

Die Ausgestaltung als Privatplatzierung hat u.a. den Vorteil, dass das Angebot keine sechs Arbeitstage dauern muss, wie das Art. 64 Abs. 2 FIDLEG für öffentliche Angebote von Beteiligungspapieren, die das erste Mal zum Handel auf einem Handelsplatz zugelassen werden sollen, verlangt.<sup>18</sup> Tatsächlich werden die GDRs innerhalb von ein paar Stunden (ähnlich wie bei einem *Accelerated Bookbuilding*) platziert. Müsste das Angebot länger offen gehalten werden, hätte das den gewichtigen Nachteil, dass der Aktienkurs der A-Aktien des Emittenten stark unter Druck geraten würde, weil der Kaufpreis der GDRs umgerechnet auf die A-Aktien im Zeitpunkt des *Pricing* keinen höheren Abschlag als 10% des volumengewichteten Durchschnittspreis der letzten 20 Börsentagen erfahren darf, was im Markt bekannt ist. Investoren hätten demnach ein grosses Interesse, dass der Aktienkurs der A-Aktien während des Angebots möglichst zu drücken.

## 2. Kotierung von zusätzlichen GDRs

Für die Kotierung von zusätzlichen GDRs musste eine gesonderte Regelung getroffen werden. Denn anders als bei anderen Beteiligungspapieren besteht theoretisch die Möglichkeit, dass zusätzliche GDRs durch den Depositär bei einer entsprechenden Nachfrage geschaffen werden, ohne dass der Emittent

---

<sup>17</sup> Vgl. 56 Abs. 4 des Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1) i.V.m. der Liste der Tatsachen Nachträge ohne Genehmigung der SIX Exchange Regulation.

<sup>18</sup> Aufgrund der Entstehungsgeschichte, insbesondere aufgrund von Art. 21(1) der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl L 168/12 vom 14. Juni 2017, 12 ff. die als Vorbild diente, sowie der Botschaft des Bundesrates vom 4. November 2015 zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG), BBl 2015, 8901 ff., 8989 f., welche die Bestimmung im Zusammenhang mit einem öffentlichen Angebot nennt, wird die Meinung hier vertreten, dass sich Art. 64 Abs. 2 FIDLEG nur auf öffentliche Angebote bezieht.

darauf einen Einfluss hätte bzw. zeitlich genügend vorab informiert werden würde. Die Schaffung von zusätzlichen GDRs birgt nämlich auf der zeitlichen Achse das Problem, dass vorab kein Kotierungsgesuch gestellt werden kann und der Emittent damit das KR verletzt. Steht keine Ausnahme zur Veröffentlichung eines Prospekts gemäss Art. 37 f. FIDLEG zur Verfügung, so verletzt der Emittent zusätzlich schweizerisches Prospektrecht. Um dieses Problem zu umgehen, werden im Rahmen der erstmaligen Kotierung zusätzliche GDRs, die zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht bestehen, kotiert. Solange zusätzliche GDRs geschaffen werden, deren Anzahl kleiner oder gleich gross ist wie diejenige der noch nicht existierenden GDRs im Rahmen der Erstkotierung, löst die Schaffung solcher zusätzlichen GDRs keine Pflicht zur Einreichung eines Kotierungsgesuchs aus. Typischerweise entspricht die Obergrenze aller zu kotierenden GDRs der maximalen Anzahl GDRs, welche die CSRC genehmigt hat (muss aber nicht).

Die Kotierung von zusätzlichen noch nicht existierenden GDRs ist vom Prinzip her zwar ähnlich wie die formelle Kotierung von bedingtem Kapital ausgestaltet. Sie wird jedoch nicht als formelle Kotierung behandelt, sondern gilt als Kotierung. Auf der Website der SIX Swiss Exchange werden diese nicht existierenden GDRs unter der Rubrik „genehmigtes Kapital“ aufgeführt.

### 3. Over-Allotment Option

Insbesondere die ersten GDR-Emissionen enthielten eine sogenannte *Over-Allotment Option* (Mehrzuteilungsoption oder auch „*Greenshoe*“ genannt). Bei einer *Over-Allotment Option* werden von einem oder mehreren Grossaktionären Aktien ausgeliehen und im Markt platziert. Spätestens nach der Stabilisierungsperiode von 30 Tagen übt das Bankensyndikat entweder die *Over-Allotment Option* aus, indem sie die Aktien von dem oder den Grossaktionär(en) abkauft oder verlangt von der Gesellschaft die Durchführung einer Kapitalerhöhung, welche die notwendige Anzahl Aktien schafft, die dem oder den besagten Grossaktionär(en) zurückgegeben werden können. Übt das Bankensyndikat die *Over-Allotment Option* nicht aus, so gibt sie die Aktien dem oder den Grossaktionär(en) zurück. Eine teilweise Ausübung der *Over-Allotment Option* ist natürlich auch möglich.

Dieser Mechanismus funktioniert bei der erstmaligen Platzierung von GDRs nicht, da es noch gar keine bestehenden Investoren gibt, welche vor der Platzierung GDRs halten. Um eine *Over-Allotment Option* abzubilden, wird deshalb auf die Lösung eines sog. *Deferred Settlement* zurückgegriffen: Investoren, die eine grössere Anzahl GDRs kaufen, stimmen einer späteren Lieferung (der Lieferung nach Ausübung der *Over-Allotment Option* bzw. nach Ablauf der

30-tägigen Frist) zu. Diese GDRs sind damit zwar bereits platziert und verkauft, müssen aber noch nicht geliefert werden. Je nach Ausgang der Stabilisierung können solche GDRs entweder geliefert werden oder, falls keine GDRs zurückgekauft worden sind, kann der *Stabilization Agent* vom Emittenten die Schaffung von zusätzlichen GDRs verlangen.

Das Risiko dieser Variante besteht darin, dass keine Investoren gefunden werden, welche einem *Deferred Settlement* zustimmen. In einem solchen Fall kann keine *Over-Allotment Option* angeboten werden. Bis anhin gab es zwar GDR-Angebote, die anfangs eine Möglichkeit einer *Over-Allotment Option* vorsahen, doch wurden schlussendlich bei keinem dieser Angebote im Rahmen des *Pricing* eine *Over-Allotment Option* geschaffen.

## VIII. Fazit und Ausblick

Zum Zeitpunkt dieser Publikation sind bereits mehr als ein Dutzend Emittenten mit GDRs an der SIX Swiss Exchange kotiert. Das ist eine beachtliche Anzahl angesichts der Marktverhältnisse. Jedoch kann (noch) nicht gesagt werden, dass damit bereits ein Ökosystem geschaffen worden ist. Dazu bräuchte es wohl nicht nur mehr Emittenten, sondern auch ein grösseres Handelsvolumen. GDRs werden bis anhin (fast) nicht gehandelt und nach der 120-Tagesfrist wird ein Grossteil der GDRs wieder in A-Aktien umgewandelt. Ein weiteres Problem stellt die mangelnde Visibilität von chinesischen Emittenten unter den hiesigen Investoren dar. Viele Emittenten sind zwar grosse Players in ihrem Heimmarkt, sind aber hierzulande nicht bekannt. Folglich müsste m.E. eine grössere Aufklärung (mittels *Roadshows*) betrieben werden, damit diese Emittenten auch beim heimischen Publikum auf dem Radar erscheinen.

Mit der Einführung eines neuen Regimes für GDRs im Mai 2023 in China gab es eine Zäsur: Da die neuen Regeln strikter sind, ist zu erwarten, dass sich weniger chinesische Emittenten für das Stock Connect Programm entscheiden werden. Das könnte allerdings auch den Vorteil haben, dass solche Emittenten besonders gut qualifiziert sind und ein grösseres Interesse am heimischen Schweizer Markt bekunden. Das letzte Kapitel von GDRs dürfte deshalb noch nicht geschrieben worden sein.

## Literaturverzeichnis

Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), 3. A., Basel 2018 (zit. BSK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Schulthess Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, in: Sethe Rolf et al. (Hrsg.), Zürich 2017 (zit. SK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich 2020.

# Sanktionen und ihr Einfluss auf den Kapitalmarkt – von Risiken und Nebenwirkungen

Jonas Hertner\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Übersicht</a>	48
II.	<a href="#">Die Rechtsnatur von Sanktionen</a>	49
III.	<a href="#">Berührungspunkte mit dem Kapitalmarkt</a>	51
1.	<a href="#">Sanktionsmassnahmen im Einzelnen – Fokus „Ukraine-Verordnung“</a>	51
a)	<a href="#">Vermögenssperren (Art. 15) und Meldepflichten (Art. 16)</a>	52
b)	<a href="#">Verbot der Ausgabe und Einschränkungen des Handels mit Effekten, Geldmarktinstrumenten oder Darlehen (Art. 18, 19 und 23) sowie der Erbringung gewisser Dienstleistungen für Zentralverwahrer (Art. 22)</a>	54
c)	<a href="#">Allgemeine Einschränkung des Tätigens von Geschäften mit staatlichen russischen Unternehmen (Art. 24a) und Verbot der „Kofinanzierung“ mit dem „Russian Direkt Investment Fund“ (Art. 26)</a>	55
d)	<a href="#">Verbot der Entgegennahme von Einlagen und kryptobasierten Vermögenswerten (Art 20) und Meldepflicht für bestehende Einlagen (Art. 21)</a>	55
e)	<a href="#">SWIFT-Ausschluss und Begleitmassnahme der Schweiz (Art. 27)</a>	56
f)	<a href="#">Verbot von Transaktionen mit der russischen Zentralbank (Art. 24)</a>	56
g)	<a href="#">Verbot von Unternehmensdienstleistungen (Art. 28a und Art. 28e)</a>	56
2.	<a href="#">Praktische Auswirkungen</a>	57
IV.	<a href="#">Einzelfragen</a>	58
1.	<a href="#">Regelungskonflikte und Pflichtenkollisionen</a>	58
a)	<a href="#">Gegenmassnahmen</a>	58
b)	<a href="#">Auswirkungen auf Verträge</a>	59
c)	<a href="#">Rechtsrisiken gestützt auf ausländisches Recht als Aspekt der bankenrechtlichen Gewährspflicht</a>	59
2.	<a href="#">„De-Risking“</a>	60
3.	<a href="#">„Secondary Sanctions“ der Vereinigten Staaten und extraterritoriale Anwendung des US-Sanktionsregimes</a>	60
4.	<a href="#">Rechtsschutz für sanktionierte Personen</a>	61

---

\* Der Autor dankt den Organisatoren der Tagung vom 22. November 2022, Prof. Dr. Thomas Werlen und Dr. Thomas Reutter, sowie den weiteren Referenten für die anregenden Diskussionen.

## I. Übersicht

Im vorliegenden Referat sind mit dem Begriff Sanktionen Wirtschaftssanktionen gemeint, und insbesondere jene, welche ein Grossteil der internationalen Staatengemeinschaft im Zusammenhang mit dem Krieg Russlands gegen die Ukraine in Kraft gesetzt hat und welche laufend an die Entwicklungen angepasst werden.

In der Schweiz ist die gesetzliche Grundlage für solche Sanktionen das Bundesgesetz vom 22. März 2002 über die Durchsetzung von internationalen Sanktionen (Embargogesetz oder EmbG). Das EmbG ist am 1. Januar 2003 in Kraft getreten mit dem Zweck, einen Rahmen zu schaffen für die Durchsetzung von Sanktionen, „die von der Organisation der Vereinten Nationen, der Organisation für Sicherheit und Zusammenarbeit in Europa oder von den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz beschlossen worden sind und die der Einhaltung des Völkerrechts, namentlich der Respektierung der Menschenrechte, dienen.“<sup>1</sup>

Vor dem Inkrafttreten des EmbG stützte der Bundesrat die Sanktionsmassnahmen der Schweiz direkt auf Art. 184 Abs. 3 der Bundesverfassung ab. Auch heute behält Art. 1 Abs. 2 EmbG die Kompetenz des Bundesrates vor, Massnahmen zur Wahrung der Landesinteressen direkt gestützt auf die Bundesverfassung zu erlassen.

Sanktionsmassnahmen sind Werkzeuge der Aussen- und der Sicherheitspolitik, die typischerweise in der Kompetenz der Exekutive liegen. Im Entwurf der ausserpolitischen Strategie 2024–2027 schreibt der Bundesrat:<sup>2</sup>

Im Bereich der Sanktionen ist die Schweiz eine verlässliche Partnerin. Sanktionen sind ein wichtiges Instrument zur Durchsetzung des Völkerrechts, so auch im Zusammenhang mit dem Krieg gegen die Ukraine. Die Schweiz setzt sich für eine wirksame Umsetzung der Sanktionen ein und arbeitet dafür mit anderen Staaten und insbesondere der EU zusammen.

---

<sup>1</sup> Art. 1 Abs. 1 des Bundesgesetz über die Durchsetzung von internationalen Sanktionen vom 22. März 2002 (Embargogesetz, EmbG, SR 946.231).

<sup>2</sup> Entwurf des Bundesrates vom 29. September 2023 über die ausserpolitische Strategie 2023–2027, abrufbar unter <<https://www.eda.admin.ch/eda/de/home/aussenpolitik/strategien/aussenpolitischestrategie.html>>.



In der UNO tritt sie dafür ein, dass bei der Verhängung und Umsetzung von Sanktionen die Rechtsstaatlichkeit, die Menschenrechte und das humanitäre Völkerrecht geachtet werden. Die negativen Auswirkungen von Sanktionen auf die Bevölkerung sind möglichst gering zu halten.

Diese im Vergleich mit anderen Akteuren, insbesondere den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union, reaktive Herangehensweise mit einem Fokus auf die Durchsetzung des Völkerrechts erklärt sich mit dem Selbstverständnis der Schweiz als neutraler Staat. Dies soll indes nicht über die Tatsache hinwegtäuschen, dass auch in der Schweiz aussen- und sicherheitspolitische Erwägungen bei der Umsetzung von Sanktionsmassnahmen an erster Stelle stehen.

Sanktionsmassnahmen stehen regelmässig in der Kritik, sowohl was ihre tatsächliche Wirksamkeit betrifft, wie auch in Bezug auf ihre rechtliche Ausgestaltung und insbesondere auch den Rechtsschutz betroffener Personen.

Die tatsächliche Wirksamkeit – und auch Fragen zu Risiken und Nebenwirkungen – sind schwierig zu beurteilen, da kaum aussagekräftige und verlässliche internationale Daten zugänglich sind. Ein Land, welches sich mit erheblichen Sanktionen konfrontiert sieht, liefert in der Regel nicht Datenmaterial, das eine eingehende Untersuchung der Auswirkungen von Sanktionsmassnahmen zulässt. Zudem stehen die Sanktionsmassnahmen in einem dynamischen Kontext, in dem einzelne Massnahmen nicht isoliert betrachtet werden können.

Die rechtliche Ausgestaltung von Sanktionsmassnahmen wird sodann regelmässig in Frage gestellt, weil die Massnahmen typischerweise von der Exekutive auf dem Verordnungsweg und nach Massgabe politischer Erwägungen umgesetzt werden. Dies erschwert in vielen Fällen den Zugang zum Recht für den einzelnen Betroffenen, da auch die Aufhebung von Sanktionsmassnahmen denselben politischen Unwägbarkeiten unterliegt.

Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich vor diesem Hintergrund mit ausgewählten Fragen im Zusammenhang mit Sanktionen, mit einem Fokus auf Berührungspunkte mit dem Kapitalmarkt.

## **II. Die Rechtsnatur von Sanktionen**

In der Schweiz kommen einzig den vom Bundesrat via Verordnung umgesetzten Sanktionsmassnahmen eine direkte Wirkung zu, d.h. nur solche Massnahmen binden Akteure in der Schweiz unmittelbar.

Diese Massnahmen stützen sich entweder auf das EmbG oder direkt auf Art. 184 Abs. 3 der Bundesverfassung. In jedem Fall erlässt der Bundesrat die konkreten Massnahmen auf dem Verordnungsweg. In der Praxis erlässt der Bundesrat dabei pro Sanktionsthema typischerweise eine Verordnung, welche laufend und je nach Kontext den Entwicklungen angepasst wird – so etwa die sog. Ukraine-Verordnung.<sup>3</sup>

Mit Caroni können Sanktionen wie folgt definiert werden:<sup>4</sup>

Die Sanktion (...) ist die hoheitliche Massnahme eines Völkerrechtssubjekts, mit dem dieses auf eine Völkerrechtsverletzung eines andern Völkerrechtssubjekts (Adressat) reagiert, um den Adressaten mittels der Zuzufügung von Nachteilen zur Einhaltung des Völkerrechts zu bewegen.

Aus Schweizer Sicht trifft diese Definition in einem weiten Sinne zu, wobei die Abwägung verschiedener aussen- und neutralitätspolitischer Erwägungen eine erhebliche Rolle spielt. Dabei geht es der Schweiz nicht zuletzt auch darum, ihre wichtigsten Handelspartner dazu zu bewegen, der Schweiz ihre Neutralitätsansprüche nicht negativ als Untätigkeit und damit Billigung von Völkerrechtsverletzungen vorzuhalten.<sup>5</sup>

Eine Pflicht zur Umsetzung von Sanktionen ergibt sich für die Schweiz einzig aufgrund ihrer Mitgliedschaft in den Vereinten Nationen. So ist die Schweiz verpflichtet, die zwingenden Massnahmen des UN-Sicherheitsrates nach Kapitel VII der UNO-Charta zu übernehmen.

Komplizierter gestaltet sich die Einordnung ausländischer Sanktionen, welche aufgrund der internationalen Verknüpfung des Handels und des Personenverkehrs auch in der Schweiz eine Wirkung entfalten. Diese Sanktionsmassnahmen werden vom nationalen Recht nicht direkt erfasst. Etwa mit Blick auf gesetzliche Sorgfaltspflichten, Vorschriften zur Geldwäschereibekämpfung oder das bankenrechtliche Gewährserfordernis sind ausländische Sanktionen gleichwohl relevant und stellen für Akteure in der Schweiz auch Rechtsrisiken dar.

---

<sup>3</sup> Verordnung vom 4. März 2022 über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine (Ukraine-Verordnung, SR 946.231.176.72). Soweit keine andere gesetzliche Grundlage genannt wird, beziehen sich die Verweise auf Bestimmungen der Ukraine-Verordnung.

<sup>4</sup> Caroni, 17.

<sup>5</sup> Dieses Thema ist bei den Sanktionen im Zusammenhang mit dem russischen Krieg besonders brisant. So hielt der Bundesrat zuletzt im September 2022 eine „Aussprache“ zur Neutralität, in Erfüllung eines Postulats der Aussenpolitischen Kommissionen (Postulat 22.3385 vom 16. Juni 2022 zur Klarheit und Orientierung in der Neutralitätspolitik).

### III. Berührungspunkte mit dem Kapitalmarkt

Sanktionsmassnahmen sind für den grenzüberschreitenden Kapitalmarkt zu einem wichtigen Thema geworden. Insbesondere die Massnahmen, welche die Vereinigten Staaten und die EU als Reaktion auf den abermaligen russischen Einmarsch in die Ukraine in Kraft gesetzt haben, wirken sich erheblich auf den Kapitalmarkt aus, soweit dieser Berührungspunkte zu Personen, Regionen oder Handelsgüter hat, die von den entsprechenden Massnahmen betroffen sind.

Das vorliegende Kapitel geht summarisch auf einige dieser Massnahmen ein und hebt besondere Punkte hervor.

#### I. Sanktionsmassnahmen im Einzelnen – Fokus „Ukraine-Verordnung“

Insbesondere Finanzsanktionen sind aus kapitalmarktrechtlicher Sicht interessant. Dabei sind der Kreativität der Behörden nicht viele Grenzen gesetzt. Typischerweise zielen solche Sanktionen auf die Schwächung sowohl der Volkswirtschaft wie auch auf einzelne Personen und Unternehmen oder auch auf bestimmte Wirtschaftssektoren und geografische Regionen ab.

Im Folgenden werden einige Massnahmen beschrieben, welche die Schweiz aktuell im Zusammenhang mit Russland umgesetzt hat, namentlich im dritten Abschnitt der Ukraine-Verordnung („Finanzielle Beschränkungen“). Keine besondere Berücksichtigung finden dabei Gütermassnahmen, mit welchen eine Schwächung Russlands im Verteidigungs- und Sicherheitssektors sowie in den Bereichen Luft-, Raum- und Seeschifffahrt sowie Energie, Eisen und Stahl und Luxusgüter bezweckt wird.

Die hier beschriebenen Massnahmen bilden ausgewählte Teile der sogenannten Ukraine-Verordnung des Bundesrates ab, welche laufend an die Entwicklungen – insbesondere an die von der EU eingeführten Sanktionsmassnahmen – angepasst werden. Die jeweiligen Beschreibungen beziehen sich auf die wesentlichen Punkte. Für aktuell geltende Bestimmungen und insbesondere die jeweiligen Ausnahmen ist die geltende Fassung der Verordnung in der Rechtssammlung des Bundes zu konsultieren.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Ukraine-Verordnung in der geltenden Fassung: <<https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2022/151/de>>.

a) Vermögenssperren (Art. 15) und Meldepflichten (Art. 16)

Art. 15 der Ukraine-Verordnung sieht die Sperrung von Geldern und wirtschaftlichen Ressourcen vor, die sich im Eigentum oder unter der Kontrolle sanktionierter natürlichen Personen, Unternehmen und Organisationen befinden. Betroffen sind die Personen, Unternehmen und Organisationen gemäss Anhang 8 der Ukraine-Verordnung, welcher der Sanktionsliste der EU entspricht.

Art. 16 der Ukraine-Verordnung sieht zur Umsetzung der Vermögenssperren eine Meldepflicht vor für Personen und Institutionen, die Gelder halten oder verwalten oder von wirtschaftlichen Ressourcen wissen, von denen anzunehmen ist, dass sie unter die Vermögenssperre fallen.

Die Begriffe „Gelder“ und „wirtschaftliche Ressourcen“ sind in der Ukraine-Verordnung breit definiert. Der Begriff „Gelder“ umfasst neben Bargeld und anderen Zahlungsmitteln auch Schulden und Schuldverpflichtungen, finanzielle Zusagen sowie Finanzressourcen und Finanzierungsinstrumente für Exporte, aber auch „kryptobasierte“ Vermögenswerte.<sup>7</sup> Der Begriff „wirtschaftliche Ressourcen“ umfasst sodann die übrigen Vermögenswerte, unabhängig davon, ob sie materiell oder immateriell, beweglich oder unbeweglich sind.<sup>8</sup> Die Sperrung wird erreicht durch das Verbot von Handlungen, welche die Verwaltung oder Nutzung von Geldern bzw. die Verwendung der wirtschaftlichen Ressourcen ermöglichen.

Nicht ausdrücklich geregelt ist in der Ukraine-Verordnung, wann Gelder und wirtschaftliche Ressourcen „unter der Kontrolle“ einer sanktionierten Person stehen. Auch das EmbG enthält keine besondere Regelung dafür. Zwischen-

---

<sup>7</sup> Art. 1 lit. a Ukraine-Verordnung: „Gelder: finanzielle Vermögenswerte, einschliesslich Bargeld, Schecks, Geldforderungen, Wechsel, Geldanweisungen oder anderer Zahlungsmittel, Guthaben, Schulden und Schuldverpflichtungen, Wertpapieren und Schuldtiteln, Wertpapierzertifikaten, Obligationen, Schuldscheinen, Optionsscheinen, Pfandbriefen, Derivaten; Zinserträge, Dividenden oder andere Einkünfte oder Wertzuwächse aus Vermögenswerten; Kredite, Rechte auf Verrechnung, Bürgschaften, Vertragserfüllungsgarantien oder andere finanzielle Zusagen; Wertrechte; kryptobasierte Vermögenswerte; Akkreditive, Konnossemente, Sicherungsübereignungen, Dokumente zur Verbriefung von Anteilen an Fondsvermögen oder anderen Finanzressourcen und jedes andere Finanzierungsinstrument für Exporte“.

<sup>8</sup> Art. 1 lit. c Ukraine-Verordnung: „wirtschaftliche Ressourcen: Vermögenswerte jeder Art, unabhängig davon, ob sie materiell oder immateriell, beweglich oder unbeweglich sind, insbesondere Immobilien und Luxusgüter, mit Ausnahme von Geldern nach Buchstabe a“.

zeitlich hat das SECO eine „Auslegungshilfe“ publiziert,<sup>9</sup> welche sich mit einigen Begriffen, darunter dem Begriff der Kontrolle auseinandersetzt. Darin schreibt das SECO in Bezug auf Fragen zu Stiftungen und Trusts, dass der Begriff der Kontrolle von Fall zu Fall zu beurteilen sei. Dabei sei entscheidend, ob eine juristische Person „unter der effektiven Kontrolle“ einer von den Sanktionen erfassten Personen steht.<sup>10</sup> Die Praxis orientiert sich bei der Auslegung an den EU-Leitlinien, welche zwischen Eigentum (50 Prozent-Regel) und Kontrolle unterscheiden, wobei aufgrund einzelfallgerechter Kriterien bestimmt wird, wann eine Kontrolle tatsächlich erfolgt oder erfolgen kann.<sup>11</sup>

Zusätzlich zur Vermögenssperre verbietet die Ukraine-Verordnung, sanktionierten Personen Gelder zu überweisen oder ihnen Gelder und wirtschaftliche Ressourcen direkt oder indirekt zur Verfügung zu stellen (sog. Bereitstellungsverbot). Dieses Bereitstellungsverbot hat aufgrund der breiten Definition der Begriffe „Gelder“ und „wirtschaftliche Ressourcen“ weitreichende Auswirkungen. So fallen unter das Bereitstellungsverbot grundsätzlich sämtliche Zahlungs-, Waren- oder Dienstleistungsströme, von denen sanktionierte Personen direkt oder indirekt profitieren können.

---

<sup>9</sup> Auslegungshilfe des SECO für Sanktionsmassnahmen vom 15. September 2023, abrufbar unter [https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik\\_Wirtschaftliche\\_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/faq\\_rusland\\_ukraine.html](https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/faq_rusland_ukraine.html).

<sup>10</sup> Mit Verweis auf Art. 28d Abs. 1 lit. a–e der Ukraine-Verordnung.

<sup>11</sup> Sanktionsleitlinien – Aktualisierung vom 4. Mai 2018 des Rates der Europäischen Union, abrufbar unter <https://www.consilium.europa.eu/de/policies/sanctions/>.

- b) *Verbot der Ausgabe und Einschränkungen des Handels mit Effekten, Geldmarktinstrumenten oder Darlehen (Art. 18, 19 und 23) sowie der Erbringung gewisser Dienstleistungen für Zentralverwahrer (Art. 22)*

Art. 18 der Ukraine-Verordnung sieht ein Verbot der Ausgabe und des Handels von Effekten<sup>12</sup> und Geldmarktinstrumenten<sup>13</sup> durch sanktionierte Banken oder andere Unternehmen mit Sitz in Russland vor, einschliesslich Unternehmen, welche durch sanktionierte Personen über 50 Prozent beherrscht werden oder in deren Namen oder auf deren Anweisung handeln.

Art. 19 der Ukraine-Verordnung verbietet die direkte und indirekte Gewährung von Darlehen mit einer Laufzeit von mehr als dreissig Tagen an sanktionierte Banken oder andere Unternehmen mit Sitz in Russland.

Art. 23 der Ukraine-Verordnung verbietet den Verkauf von auf Schweizerfranken oder auf eine amtliche Währung eines Mitgliedstaates der Europäischen Union lautenden Effekten, die nach dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, von auf eine andere Währung lautenden Effekten, die nach dem 6. August 2023 ausgegeben wurden, oder von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen, die in diesen Effekten investiert sind, an russische Staatsangehörige, in Russland ansässige natürliche Personen oder an in Russland niedergelassene Banken, Unternehmen oder Organisationen. Ferner sieht Art. 22 der Ukraine-Verordnung ein Verbot für Zentralverwahrer vor, ihre Dienstleistungen für Effekten zu erbringen, die nach dem 12. April 2022 an russische Staatsangehörige, in Russland ansässige natürliche Personen oder dort niedergelassene Banken, Unternehmen oder Organisationen ausgegeben wurden.

Beide Verbote – Art. 22 und 23 – gelten indes nicht für Schweizer Staatsangehörige, Staatsangehörige eines EWR-Mitgliedstaats oder des Vereinigten Königreichs und natürliche Personen, die über einen befristeten oder unbe-

---

<sup>12</sup> Art. 1 lit. g Ukraine-Verordnung: „*Effekten*: folgende Gattungen von Wertpapieren, Wertrechten (insbesondere einfache Wertrechte und Registerwertrechte), Derivaten und Bucheffekten, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten: 1. Aktien und andere Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten, die Aktien oder Anteilen an Gesellschaften, Personengesellschaften oder anderen Rechtspersonlichkeiten gleichzustellen sind, sowie Aktienzertifikate; 2. Schuldverschreibungen oder andere verbrieftete Schuldtitel, einschliesslich Aktienzertifikate, für solche Wertpapiere; 3. sonstige Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten, die zum Kauf oder Verkauf solcher Effekten berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von Effekten bestimmt wird“.

<sup>13</sup> Art. 1 lit. h Ukraine-Verordnung: „*Geldmarktinstrumente*: üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelte Gattungen von Instrumenten, wie Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und Commercial Papers, mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten“.

fristeten Aufenthaltstitel der Schweiz, eines EWR-Mitgliedstaats oder des Vereinigten Königreichs verfügen.

Im Übrigen verbietet Art. 28 den Verkauf, die Lieferung, die Ausfuhr und die Durchfuhr von auf Schweizerfranken oder eine amtliche Währung eines Mitgliedsstaates der Europäischen Union lautenden Banknoten an Russland oder an natürliche oder juristische Personen, Organisationen oder Unternehmen in Russland, einschliesslich der Regierung und der russischen Zentralbank, oder zur Verwendung in Russland. Davon ausgenommen sind persönliche Verwendungen für Reisen nach Russland, oder für die Erfüllung amtlicher Tätigkeiten diplomatischer oder konsularischer Vertretungen oder internationaler Organisationen in Russland.

- c) *Allgemeine Einschränkung des Tätigens von Geschäften mit staatlichen russischen Unternehmen (Art. 24a) und Verbot der „Kofinanzierung“ mit dem „Russian Direkt Investment Fund“ (Art. 26)*

Art. 24a der Ukraine-Verordnung verbietet das Tätigen von unmittelbaren oder mittelbaren Geschäften mit sanktionierten Banken, Unternehmen oder Organisationen mit Sitz in Russland oder Unternehmen mit Sitz ausserhalb der Schweiz oder eines EWR-Mitgliedstaats, die von sanktionierten Unternehmen zu über 50 Prozent beherrscht werden oder in deren Namen oder auf deren Anweisung handeln.

Auch die Ausübung einer Leitungsfunktion in solchen Unternehmen ist verboten.

Sodann sind nach Art. 26 der Ukraine-Verordnung auch Investitionen in Projekte verboten, die aus dem Russian Direct Investment Fund finanziert werden. Das Verbot gilt für jegliche Beteiligung oder anderweitige Beiträge an solchen Projekten.

- d) *Verbot der Entgegennahme von Einlagen und kryptobasierten Vermögenswerten (Art 20) und Meldepflicht für bestehende Einlagen (Art. 21)*

Art. 20 der Ukraine-Verordnung verbietet es Personen und Einrichtungen, die gewerbsmässig Einlagen entgegennehmen und Kredite gewähren, von sanktionierten Personen, Organisationen oder Einrichtungen Einlagen entgegenzunehmen, sofern der Gesamtwert der Einlagen pro Person, Organisation oder Einrichtung 100'000 Franken übersteigt. Ebenfalls verboten ist die Bereitstellung gewerbsmässiger Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kryptowallets, Kryptokonten oder der Verwahrung von kryptobasierten Vermögenswerten.

Ergänzend zum Verbot sieht Art. 21 der Ukraine-Verordnung eine Meldepflicht für bestehende Einlagen für Banken und nach Art. 1b BankG bewilligte Personen vor. Diese müssen dem SECO eine Liste der bestehenden Einlagen von über 100'000 Franken übermitteln und alle zwölf Monate aktuelle Informationen über die Höhe dieser Einlagen vorlegen.

*e) SWIFT-Ausschluss und Begleitmassnahme der Schweiz (Art. 27)*

Nach dem Ausschluss von Russland bzw. einiger russischer SWIFT-Teilnehmer aus dem SWIFT-System soll Art. 27 der Ukraine-Verordnung eine Umgehung dieses Ausschlusses verhindern, indem die Bestimmung die Bereitstellung spezialisierter Nachrichtenübermittlungsdienste für den Zahlungsverkehr, die für den Austausch von Finanzdaten verwendet werden, für sanktionierte Banken, Unternehmen oder Organisationen verbietet.

Zwar befindet sich eines der SWIFT-Rechenzentren in der Schweiz. Da die SWIFT ihren Hauptsitz aber in Belgien hat, ist SWIFT direkt an EU-Sanktionen gebunden, und die Schweiz hat bisher verzichtet, direkten Einfluss zu nehmen.

*f) Verbot von Transaktionen mit der russischen Zentralbank (Art. 24)*

Nach Art. 24 der Ukraine-Verordnung sind Transaktionen im Zusammenhang mit der Verwaltung von Reserven und Vermögenswerten der russischen Zentralbank verboten; dies schliesst Transaktionen mit Banken, Unternehmen und Organisationen ein, die im Namen oder auf Anweisung der russischen Zentralbank handeln, wie der russische Staatsfonds National Wealth Fund.

Für bestehende Reserven und Vermögenswerte gilt – auch für Gegenparteien, namentlich die Schweizerische Nationalbank, Unternehmen der Finanzbranche, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, Zentralverwahrer und zentrale Gegenparteien – eine quartalsweise Meldepflicht.

*g) Verbot von Unternehmensdienstleistungen (Art. 28a und Art. 28e)*

Art. 28a der Ukraine-Verordnung verbietet namentlich die Erbringung von Ratingdiensten und die Gewährung des Zugangs zu Abonnementsdiensten im Zusammenhang mit Ratingdiensten für oder in Bezug auf russische Staatsangehörige, in Russland ansässige natürliche Personen oder in Russland niedergelassene Banken, Unternehmen oder Organisationen.

Art. 28e der Ukraine-Verordnung verbietet zudem unter anderem die direkte und indirekte Erbringung von Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, einschliesslich Abschlussprüfung, Buchführung und Steuerberatung,



sowie Unternehmens- und Public-Relations-Beratung für die russische Regierung oder in Russland niedergelassene juristische Personen, Unternehmen oder Organisationen. Ebenfalls verboten ist die direkte und indirekte Erbringung von Dienstleistungen in den Bereichen Architektur und Ingenieurwesen, Rechtsberatung und IT-Beratung sowie die direkte und indirekte Erbringung von Dienstleistungen in den Bereichen Markt- und Meinungsforschung, technische physikalische und chemische Untersuchung sowie Werbung (mit jeweils diversen Ausnahmen).

## 2. Praktische Auswirkungen

Die internationale Vernetzung des Handels und die Rolle der Schweiz als wichtiges Finanzzentrum, insbesondere in der globalen Vermögensverwaltung, führt dazu, dass sich Akteure in der Schweiz nicht nur über inländische Sanktionsregeln Gedanken machen müssen. Regelmässig genauso wichtig ist die Beachtung der Sanktionsmassnahmen der Vereinigten Staaten und der EU. Dabei stellen sich diverse Einzelfragen, welche in Kapitel IV diskutiert werden.

Verallgemeinert lässt sich feststellen, dass aufgrund der umfassenden Sanktionen gegen Russland der Zugang von Russland zum internationalen (westlichen) Kapitalmarkt faktisch abgeschnitten ist. Dies führt unter anderem dazu, dass enorme Vermögenswerte in Depots westlicher Banken liegen, welche sanktionierten russischen Personen und Unternehmen nicht zugänglich sind, und welchen unter Umständen eine strafrechtliche Einziehung und Verwertung droht. Zudem haben ausländische Investoren erhebliche „stranded assets“ in Russland, welche neben den wirtschaftlichen Schwierigkeiten auch rechtliche Kopfschmerzen bereiten.

Ausserhalb Russlands – und ausserhalb des Energiesektors, in dem Russland eine wichtige Rolle spielt – sind die Kapitalmärkte von den Sanktionen im Allgemeinen *in rechtlicher Hinsicht* kaum betroffen.

Eine Beurteilung der tatsächlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Sanktionen entzieht sich den vorliegenden Betrachtungen aus verschiedenen Gründen – eine eingehende Analyse ist aufgrund der dynamischen Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Massnahmen und Entwicklungen und aufgrund des fehlenden ökonomischen Datenmaterials allerdings auch nur schwer oder gar nicht möglich.

Eine Ausnahme ist in Bezug auf die gesteigerten Sorgfaltpflichten – *due diligence* und *Know-Your-Client* – zu beobachten, welche sich sowohl im privatrechtlichen wie auch im aufsichtsrechtlichen Kontext auswirken und sich entsprechend auch im Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer niederschlägt (siehe auch unten, [IV.1](#), [IV.2](#) und [IV.3](#)).

## IV. Einzelfragen

Das Sanktionsthema bietet Stoff für zahlreiche Einzelfragen. Eine systematische Betrachtung der Sanktionsmassnahmen insgesamt wird erschwert durch die Diversität der verschiedenen Massnahmen, welche spezifische und verschiedene Ziele verfolgen. Dennoch lassen sich aus der bisherigen Praxis und Rechtsprechung einige relevante Erkenntnisse gewinnen, die für Teilnehmer der Kapitalmärkte, aber auch darüber hinaus von Interesse sind.

### 1. Regelungskonflikte und Pflichtenkollisionen

Konflikte können sich ergeben zwischen Sanktionsregelungen und Gegenmassnahmen (sog. *Blocking-Gesetzen*) wie auch zwischen Sanktionsregelungen und privat-/vertragsrechtlichen Pflichten sowie ausländischen (aber auch inländischen) Sanktionsmassnahmen und lokalem Recht. So führen die zunehmenden und zunehmend diversen und komplexen Sanktionsmassnahmen für die grenzüberschreitend tätigen Marktakteure verstärkt zu potenziellen Pflichtenkollisionen.

#### a) Gegenmassnahmen

Verschiedene Staaten haben auf Sanktionen anderer Staaten, welche ihren Interessen zuwiderlaufen, mit Gegenmassnahmen reagiert. So hat zum Beispiel 1996 die EU Gegenmassnahmen gegen US-Sanktionen erlassen, mit welchen die Vereinigten Staaten den Handel mit Kuba einschränken wollten. Dies weil die US-Sanktionen extraterritorial anwendbar sind und so auch EU-Unternehmen erfassen, die nicht in den Vereinigten Staaten tätig sind. Seit 2018 gelten ähnliche Gegenmassnahmen (die sog. EU-Blocking-Verordnung) auch in Bezug auf bestimmte US-Sanktionen gegen Iran. Diese Massnahmen sind auch für in der EU domizilierte Tochtergesellschaften Schweizer Unternehmen relevant.

Ferner haben auch China sowie Russland selbst jüngst Gegenmassnahmen in Kraft gesetzt. Die chinesischen Massnahmen ähneln der EU-Blocking-Verordnung. Die russischen Massnahmen zielen auf die Abwehr von und Retaliation gegen Sanktionsmassnahmen insb. der Vereinigten Staaten und der EU ab.

Der Umgang mit solchen Gegenmassnahmen ausländischer Staaten ist für Schweizer Akteure nicht einfach und können gar Anlass sein, ausländische Geschäftsstrategien oder Strukturen anzupassen, um das rechtliche Risiko in Schach zu halten.

Die Schweiz selbst hat bisher keine solchen Gegenmassnahmen erlassen, und wird dies voraussichtlich auch nicht tun.

*b) Auswirkungen auf Verträge*

Es kommt vor, dass ein geschlossener Vertrag die Vornahme einer Leistung vorsieht, welche nachträglich als sanktionswidrig eingestuft werden muss. Im Bereich des Kapitalmarkts bildet sich hier eine Praxis standardisierter „Sanktionsklauseln“ heraus, welche vorsehen, dass vertragliche Pflichten, die mit internationalen Sanktionen kollidieren, unverbindlich werden.

Aus Schweizer Sicht sind solche Klauseln nicht unproblematisch und es ist im Einzelfall zu prüfen, ob diese den hiesigen Rechtsgrundsätzen genügen, insbesondere im Lichte der Ungewöhnlichkeitsregel, dem Grundsatz von Treu und Glauben, dem Rechtsmissbrauchsverbot, aber auch den zwingenden gesetzlichen Bestimmungen des jeweiligen Vertragstyps.

Kritisch betrachtet werden muss das Argument der „Unzumutbarkeit“, wie dies in mehreren Fällen Schweizer Finanzinstituten (darunter auch die PostFinance mit ihrem gesetzlichen Grundauftrag zur Bereitstellung von Zahlungsverkehrsdienstleistungen)<sup>14</sup> angeführt haben, welches für die Gegenparteien zu einer erheblichen (ggf. auch „unzumutbaren“) Unsicherheit führen kann.

*c) Rechtsrisiken gestützt auf ausländisches Recht als Aspekt der bankenrechtlichen Gewährspflicht*

Eine weitere mögliche Pflichtenkollision kann sich ergeben, falls Gewährsträger eines beaufsichtigten Finanzinstituts Risiken abwägen müssen, die sich aus ausländischen Sanktionsmassnahmen ergeben,<sup>15</sup> und welche potenziell mit vertraglichen Leistungspflichten des Finanzinstitutes kollidieren (siehe dazu unten, [IV.2](#) zum „De-Risking“).

---

<sup>14</sup> Vgl. Urteil des Bundesgerichts 4A\_84/2021 vom 2. Februar 2022 im Fall Vekselberg.

<sup>15</sup> Siehe dazu das Rundschreiben 2023/1 der FINMA zu operationellen Risiken und Resilienz – Banken vom 7. Dezember 2022, Rz. 97 f.

Vergleichbare Gewährserfordernisse bestehen auch für andere beaufsichtigte Institute und Personen wie Versicherungsunternehmen, Finanzintermediäre, Kollektive Kapitalanlagen und weitere, sowie (ggf. indirekt) auch Vermögensverwalter oder Trustees. Für alle beaufsichtigten Institute und Personen empfiehlt sich ein sorgfältiges Risikomanagement mit Blick auf in- und ausländische Sanktionsmassnahmen.

## 2. „De-Risking“

Eine besondere Form von Nebenwirkung von Sanktionen ist das als „De-Risking“ (oder auch „Overcompliance“) bekannt gewordene Phänomen, wonach sich insbesondere Finanzinstitute potenziell problematischer Kundenbeziehungen und Verträge auf pauschale Weise entledigen zu versuchen, mit dem Verweis auf erhebliche, aber zum Teil diffuse Rechtsrisiken aufgrund in- oder ausländischer Sanktionsmassnahmen, oftmals im Zusammenspiel mit Rechtsrisiken, die sich aus der Geldwäschereibekämpfungsgesetzgebung ergeben sollen.

De-Risking führt dazu, dass Marktakteure Transaktionen pauschal nicht eingehen oder beenden, obwohl eine solche Transaktion in der Einzelbetrachtung zulässig wäre. In einem solchen Fall zieht der Akteur es vor, ein Geschäft willkürlich zu verweigern, statt ein geeignetes Risikoassessment vorzunehmen.

Das Phänomen führt nicht nur zu einem weniger effizient funktionierenden Markt, sondern auch dazu, dass Akteure zunehmend auf Transaktionskanäle ausweichen, welche nicht der staatlichen Aufsicht unterstehen. Aus letzterem Grund hat jüngst das US-Treasury Department eine De-Risking-Strategie publiziert welche Massnahmen vorsieht, um dem Phänomen entgegenzutreten.<sup>16</sup>

## 3. „Secondary Sanctions“ der Vereinigten Staaten und extraterritoriale Anwendung des US-Sanktionsregimes

Ein weiteres besonderes Thema von Sanktionen – und regelmässig Auslöser für De-Risking – sind die sogenannten *Secondary Sanctions* oder Sekundär-sanktionen der Vereinigten Staaten. Dabei handelt es sich um Sanktionsmassnahmen, welche Sachverhalte erfassen, die sich zwar extraterritorial abspielen, aber einen bestimmten Bezug zu einer US-Sanktionsmassnahme

---

<sup>16</sup> De-risking Strategy des US Treasury Department, April 2023, abrufbar unter <[https://home.treasury.gov/system/files/136/Treasury\\_AMLA\\_23\\_508.pdf](https://home.treasury.gov/system/files/136/Treasury_AMLA_23_508.pdf)>.

aufweisen. Insbesondere sollen Sekundärsanktionen die Umgehung von Primärsanktionen verhindern. Sekundärsanktionen können in Form von Vermögenssperren, Lizenzentzug, Einreiseverweigerungen, etc. ergehen.

In Bezug auf die Sanktionen gegen Russland sieht das US-Sanktionsregime die Möglichkeit zur Verhängung von Sekundärsanktionen vor, gegen Nicht-US-Personen, die erhebliche Unterstützung („material assistance“) an sanktionierte Personen leisten.<sup>17</sup>

Aus diesen Voraussetzungen ergibt sich denn auch die erhebliche Unsicherheit in Bezug auf Sekundärsanktionen, denn die US-Behörden haben ein weites Ermessen in der Beurteilung, ob ein bestimmtes Verhalten einer solchen erheblichen Unterstützung gleichkommt.

Zu unterscheiden von US-Sekundärsanktionen ist die potenzielle Eröffnung der US-Gerichtbarkeit durch die Verwendung von US-Dollar als Transaktionswährung. Dadurch ergibt sich nämlich eine Zuständigkeit der US-Behörden auch in Bezug auf sogenannte Primärsanktionen, also auf die Sanktionsmassnahmen, welche grundsätzlich nur US-Personen – d.h. US-Bürger, Personen mit US-Aufenthaltsberechtigung, oder Unternehmen, die nach US-Recht organisiert sind – verpflichten. So können die US-Behörden zusätzlich zu US-Personen auch Massnahmen gegen Parteien ergreifen, welche Geschäfte in US-Dollar abwickeln und dabei US-Gesetze verletzen.

#### 4. Rechtsschutz für sanktionierte Personen

Während sich die Schweiz auf internationaler Ebene und insbesondere im Rahmen der Vereinten Nationen für einen wirksameren Rechtsschutz für Personen, die von Sanktionsmassnahmen betroffen sind, einsetzt, behandelt das EmbG und die nationale Gesetzgebung diese Frage stiefmütterlich.

Gemäss Art. 8 EmbG richtet sich das Rechtsschutzverfahren „nach den allgemeinen Bestimmungen über die Bundesrechtspflege“. Da es im Zusammenhang mit Sanktionen um Fragen der Aussen- und Sicherheitspolitik geht, ist der Bundesrat letzte Beschwerdeinstanz (Art. 72 VwVG).

---

<sup>17</sup> FAQ 980 (FAQs on Russian Harmful Foreign Activities Sanctions) des OFAC, abrufbar unter <<https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/faqs/980>>; vgl. auch Executive Order 14024 vom 15. April 2021, Blocking Property With Respect To Specified Harmful Foreign Activities of the Government of the Russian Federation, Federal Register Vol. 86, No. 73, Sec. 4.

In der Praxis wird das Gesuch einer von der Schweiz sanktionierten Person zunächst vom Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung WBF bzw. vom Staatssekretariat für Wirtschaft SECO geprüft. Im Falle eines negativen Entscheids stellt das WBF eine anfechtbare Verfügung aus, welche vor Bundesverwaltungsgericht und ggf. vor Bundesgericht angefochten werden kann. Die Grundlage für dieses Vorgehen ist nicht eindeutig und wurde m.W. bisher nicht gerichtlich geprüft. Sollte das WBF hingegen beabsichtigten, ein Delisting-Gesuch gutzuheissen, so übergibt das WBF die Angelegenheit dem Bundesrat zum Entscheid.

Besonders kompliziert gestaltet sich indes die Situation für in der Schweiz domizilierte Personen oder Unternehmen, welche von ausländischen Behörden sanktioniert sind, aber nicht von der Schweiz. Diese laufen Gefahr, zwischen Stuhl und Bank zu fallen, da der Rechtsschutz des EmbG mangels Schweizer Sanktion nicht greift, aber die wirtschaftliche Handlungsfreiheit aufgrund von De-Risking durch Finanzinstituten tatsächlich eingeschränkt ist. In einer solchen Situation bleibt den betroffenen Personen und Unternehmen nur der Weg über ein Delisting-Gesuch bei den entsprechenden ausländischen Behörden, was typischerweise mit einem erheblichen Aufwand verbunden ist, und wofür unter Umständen zusätzlich eine Bewilligung wiederum der Schweizer Behörden gestützt auf Art. 271 StGB einzuholen ist, um die ausländischen Behörden mit den für das Delisting-Verfahren erforderlichen Unterlagen dokumentieren zu können.<sup>18</sup>

## V. Konklusion

Der Erlass von Sanktionsmassnahmen hat in der jüngsten Zeit stetig zugenommen, immer mit dem Ziel, aussen- und sicherheitspolitische Anliegen international durchzusetzen. Die Wirkung dieser Sanktionsmassnahmen ist umstritten und die Nebenwirkungen sind vielfältig. Eine Überprüfung, ob die beabsichtigten Zwecke erreicht werden, ist kaum möglich. Dies führt zu Kritik,

---

<sup>18</sup> Da sich bei den Bundesbehörden eine Praxis entwickelt hat, wonach die freiwillige Einreichung von eigenen Unterlagen, die sich in der Schweiz befinden, an eine ausländische Behörde als Parteivorkehr in einem Verfahren in eigenem Interesse qualifiziert, ist unter Umständen – sofern die Interessen der Schweiz an ihrer Gebietshoheit und Souveränität nicht tangiert sind – eine Bewilligung nach Art. 271 des schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0) immerhin nicht nötig. Zudem ist die schweizerische Gesetzgebung zu beachten; in der Praxis insbesondere auch Bestimmungen über den Datenschutz, Geschäftsgeheimnisse usw.

gerade bei Finanzsanktionen. So ist nicht leicht ersichtlich, weshalb es der Bevölkerung und Unternehmen eines „feindlichen“ Staates verwehrt oder erschwert sein werden soll, Investitionen und Vermögen ins Ausland zu bringen.

Für die Marktteilnehmer führt die wachsende Zahl an Sanktionsmassnahmen zu einer zunehmenden Regelungsdichte, welche die Komplexität grenzüberschreitender Geschäfte spürbar erhöhen. Soweit die Geschäfte keinen offensichtlichen oder direkten Sanktionskonnex aufweisen, ist dennoch jedenfalls eine gesteigerte Sorgfalt und ein sorgfältiges Risikomanagement verlangt.

Aus Schweizerischer Sicht trägt die Übernahme von Massnahmen der EU nicht zur einfachen Verständlichkeit und zu einer nutzerfreundlichen Gesetzgebung bei. So umfasst etwa Art. 15 der Ukraine-Verordnung, welcher die Sperrung von Geldern und wirtschaftlichen Ressourcen regelt, allein dreiundzwanzig relativ ausführliche Absätze mit diversen weiteren Unterabsätzen, Verschachtelungen, Ausnahmen und Querverweisen. Dazu kommen unterschiedliche Rechtsbegriffe und Auslegungen in den verschiedenen Rechtssystemen und -kulturen, welche trotz gleichlautender Formulierungen zu Unklarheiten führen können.

Die Unsicherheit, welche aus der Komplexität der verschiedenen Sanktionsregelungen entsteht, wird im Zusammenhang mit Sanktionen zusätzlich verstärkt durch die Unberechenbarkeit der behördlichen Anordnungen und den Unwägbarkeiten der Politik in Bezug auf Sanktionsentscheide.

## **Literaturverzeichnis**

Caroni Andrea, Finanzsanktionen der Schweiz im Staats- und Völkerrecht – Dargestellt am Beispiel der Sperrung von Geldern, Diss., Zürich 2008.





# Insiderstrafrecht – Update 2.0

Cédric Remund/Matthias Portmann/Michael Schneitter\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	66
II.	<a href="#">Enforcement – Wo stehen wir international?</a>	66
III.	<a href="#">Der territoriale Anwendungsbereich der Insiderstrafnorm</a>	68
IV.	<a href="#">Erkenntnisse und Bemerkungen zum Straftatbestand</a>	70
1.	<a href="#">Der Täterkreis</a>	70
a)	<a href="#">Der Primärinsider: ein weiter Anwendungsbereich</a>	71
b)	<a href="#">Der Sekundärinsider: Tippempfänger und Deliktsinsider</a>	73
c)	<a href="#">Tertiärinsider als Auffangtatbestand mit 7-jähriger Verjährungsfrist</a>	76
d)	<a href="#">Juristische Personen: Ebenfalls im Fokus des Insiderstrafrechts?</a>	77
2.	<a href="#">Tatobjekt: Neu auch Insiderstraftaten auf kryptobasierten Werten und auf Global Depository Receipts an chinesischen Unternehmen?</a>	78
a)	<a href="#">Kryptobasierte Werte und Insiderstraftaten</a>	79
b)	<a href="#">Global Depository Receipts an chinesischen Effekten und Insiderstraftaten</a>	81
3.	<a href="#">Die kurserhebliche Insiderinformation</a>	81
a)	<a href="#">Die Kenntnis einer Insiderinformation</a>	81
b)	<a href="#">Vertraulichkeit</a>	82
c)	<a href="#">Kurserheblichkeit</a>	86
aa)	<a href="#">Kursrelevanz ex ante und ex post</a>	86
bb)	<a href="#">Erheblichkeit nach der Garch-t-Methode</a>	87
4.	<a href="#">Tathandlung: Ausnutzung durch Transaktion oder Mitteilung der Insiderinformation resp. -empfehlung</a>	89
5.	<a href="#">Taterfolg – Wie ist der unrechtmässige Vermögensvorteil zu berechnen?</a>	93
6.	<a href="#">Subjektives Tatbestandsmerkmal: Reicht Eventualvorsatz aus?</a>	95
7.	<a href="#">Der Schutz der Safe Harbor als Rechtfertigungsgrund</a>	96
8.	<a href="#">Schuld: Der Verbotsirrtum als Schuldausschluss- bzw. Schuld minderungsgrund?</a>	98
9.	<a href="#">Der qualifizierte Tatbestand als Vortat zur Geldwäscherei</a>	99
V.	<a href="#">Erkenntnisse zum Enforcement des Insiderverbots in der Schweiz</a>	99
1.	<a href="#">Identifizierung von Insiderstraftaten</a>	99

---

\* Der Artikel gibt ausschliesslich die persönliche Meinung der Autoren und nicht diejenige der Bundesanwaltschaft wieder. Die Autoren bedanken sich bei Werner Pfister, Staatsanwalt des Bundes, Simone Beckers, Staatsanwältin des Bundes sowie bei Patrick Fahrni und Patrick Etter, beide *Forensic Financial Analysts*, für die wertvolle Mitarbeit.

2.	<a href="#">Enforcement-Verfahren</a>	101
3.	<a href="#">Ermittlungsinstrumente</a>	102
4.	<a href="#">Kein Privatkläger im Insiderverfahren</a>	102
5.	<a href="#">Insiderfälle sind Indizienprozesse</a>	103
VI.	<a href="#">Fazit</a>	104
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	107

## I. Einleitung

Seit mehr als zehn Jahren ist die Bundesanwaltschaft für die Strafverfolgung im Bereich des Insiderstrafrechts ausschliesslich zuständig.<sup>1</sup> Ziel dieses Beitrages ist es, ergänzend zur Publikation Update 1.0<sup>2</sup> einige Erkenntnisse und Erfahrungen aus dieser Zeit aufzuzeigen. Dabei soll der Aufbau des Insiderstrafatbestands als roter Faden dienen; einzelne Aspekte, die in der Praxis der Bundesanwaltschaft in den vergangenen Jahren immer wieder zu Fragen resp. ersten Antworten geführt haben, werden vertieft. Sofern möglich, werden die Thematiken anhand konkreter Fallbeispiele illustriert.

Erstens befasst sich der Beitrag mit der Frage, wo das schweizerische strafrechtliche *Enforcement* im *internationalen Vergleich* steht; ein solcher Vergleich fällt zwar angesichts der unterschiedlichen Rechtsordnungen schwer, ergibt dennoch interessante Erkenntnisse (vgl. unten, [II](#)). Zweitens wird der *territoriale Anwendungsbereich* des schweizerischen Insiderstrafatbestands vertieft, da dieser im Zeitalter der globalisierten Finanzmärkte zentral ist (vgl. unten, [III](#)). Drittens befasst sich der Beitrag eingehend mit den *einzelnen Straftatbestandsmerkmalen* von Art. 154 FinfraG; seit 2013 konnte die Rechtsprechung einige Punkte klären, wobei einige Fragen weiterhin offen bleiben (vgl. unten, [IV](#)). Viertens gibt der Beitrag verschiedene Erkenntnisse zum *Enforcement des Insiderverbots* wieder (vgl. unten, [V](#)).

## II. Enforcement – Wo stehen wir international?

Im Jahr 2013 erweiterte eine Gesetzesrevision den schweizerischen Insiderstrafatbestand massgeblich. Diese Erweiterung führte zu einer substantiellen Erhöhung der Anzahl Verurteilungen. Absolut betrachtet mag die *Anzahl Ver-*

---

<sup>1</sup> Vgl. Art. 44 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, BEHG, SR 954.1) und Art. 156 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1).

<sup>2</sup> Thormann/Portmann, 99 ff.

urteilungen in der Schweiz bei einem Durchschnitt von rund 1.5 Verurteilungen pro Jahr weiterhin bescheiden erscheinen.<sup>3</sup> Auf internationaler Ebene ist diese Anzahl Verurteilungen im Verhältnis zu Kenngrössen wie Gesamtmarktkapitalisierung oder Bevölkerung jedoch vergleichbar mit anderen Jurisdiktionen.<sup>4</sup> Mit einer fast 40-mal grösseren Bevölkerung und einer beinahe 20-mal höheren Börsenkapitalisierung<sup>5</sup> hatten die USA im Zeitraum von 2010 bis 2016 durchschnittlich zirka 25 Verurteilungen pro Jahr.<sup>6</sup> Mit einer fast zehnmal zahlreicheren Bevölkerung und einer um mehr als 30% höheren Gesamtkapitalisierung<sup>7</sup> als die Schweiz gab es in Deutschland im Zeitraum von 2010 bis 2021 durchschnittlich etwa 3.3 Strafverurteilungen pro Jahr.<sup>8</sup>

Was die *Strafzumessung* betrifft, ist die Schweiz im internationalen Vergleich milder: Hierzulande beträgt die Durchschnittsstrafe 4.6 Monate (in Form von bedingten Geldstrafen),<sup>9</sup> wohingegen in den USA durchschnittlich über 16 Monate Haft verhängt werden.<sup>10</sup> Insbesondere die Maximalstrafe von CHF 10'000

---

<sup>3</sup> Insb. kritisch zu dieser Bilanz: Miller.

<sup>4</sup> Zu beachten ist jedoch, dass ein solcher Vergleich schwerfällt: In den USA werden Insiderstraftaten durch mehrere parallel anwendbaren Straftatbestände erfasst, welche teils nicht als Bestandteil des Insiderverbots *stricto sensu* gelten. In Bezug auf Deutschland werden gewisse Fälle durch das verwaltungsrechtliche Verbot erfasst, wobei zu beachten ist, dass dieses Verbot Sanktionen mit einem offensichtlichen strafrechtlichen Charakter vorsieht.

<sup>5</sup> „Market capitalization of listed domestic companies“ für 2017: USD 32'120'702'650'000 für die USA und USD 1'686'497'070'000 für die Schweiz, abrufbar unter <<https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd?view=map>>.

<sup>6</sup> 179 Verurteilungen insgesamt. Vgl. die in Hoogs/Mayer/Sadeghi, 116 ff. enthaltene Tabelle der Verurteilungen.

<sup>7</sup> „Market capitalization of listed domestic companies“ für 2017: USD 2'262'222'570'000 für Deutschland und USD 1'686'497'070'000 für die Schweiz, abrufbar unter <<https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd?view=map>>.

<sup>8</sup> Dabei muss beachtet werden, dass zudem auch verwaltungsrechtliche Sanktionen auferlegt werden, vgl. BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2013, 171; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, 235; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2018, 136; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2019, 96; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2020, 90; BaFin, Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2021, 64.

<sup>9</sup> Rechtskräftige Urteile und Strafbefehle in der Zeitspanne Mai 2013 bis Januar 2024, wobei Insiderübertretungen in Bezug auf Tertiärsinsider ausgeschlossen werden, da für diese höchstens eine Busse droht.

<sup>10</sup> Für die Zeitspanne zwischen 2010 und 2016 gemäss der Tabelle in Hoogs/Mayer/Sadeghi, 116 ff.; Raymond bezieht sich auf Durchschnittsstrafen über 17.3 Monate (2009 bis 2013) und 13.1 Monate (2004 bis 2008); Miller erwähnt Durchschnittsstrafen von 2.5 Jahren (2013 bis 2018).

sowie die im Durchschnitt verhängten CHF 6'300<sup>11</sup> Busse für Tertiärinsider scheinen im internationalen Vergleich gering; so drohen in der EU für sämtliche Insiderarten Bussen in Millionenhöhe sowie Gefängnisstrafen. Hinzu kommt, dass in der Schweiz Bussen unter CHF 5'000 nicht ins Strafregister eingetragen werden.<sup>12</sup>

In Bezug auf den unrechtmässigen Gewinn konnten seit Mai 2013 CHF 6.3 Mio. abgeschöpft und der Staatskasse zugeführt werden (ca. CHF 315'000 pro Fall (Mittelwert), wobei der Medianwert bei ca. CHF 60'000 liegt).<sup>13</sup> Hinzu kommt der durch die FINMA erfasste Vermögensvorteil von über CHF 2 Mio. in verwaltungsrechtlichen Verfahren.<sup>14</sup>

### III. Der territoriale Anwendungsbereich der Insiderstrafnorm

Damit der Insiderstraftatbestand zur Anwendung kommt, müssen zwei *kumulative Bedingungen* erfüllt sein: Erstens muss die Insiderinformation in Verbindung zu einer Effekte, die an einem Handelsplatz oder DLT-Handelssystem mit Sitz in der Schweiz zum Handel zugelassen ist, stehen. Oft geht in der Praxis vergessen, dass ein solcher Konnex zum schweizerischen Finanzmarkt *per se* jedoch nicht genügt. Zweitens muss das schweizerische Strafrecht – hier: Art. 154 FinfraG – auch *territorial* anwendbar sein.<sup>15</sup> Der Straftatbestand von Art. 154 FinfraG ist Bestandteil des Nebenstrafrechts.<sup>16</sup> Der *territoriale Anwendungsbereich* der Norm bestimmt sich daher nach Art. 3 ff. StGB.<sup>17</sup>

---

<sup>11</sup> Rechtskräftige Urteile und Strafbefehle mit einer Vermögensabschöpfung in der Zeitspanne zwischen Mai 2013 und Januar 2024.

<sup>12</sup> Im Schweizerischen Strafregister sind Personen aufgeführt, die in der Schweiz rechtskräftig verurteilt worden sind sowie Schweizer, die im Ausland rechtskräftig verurteilt worden sind. Ins Strafregister aufgenommen werden Urteile wegen Verbrechen oder Vergehen, sofern eine Sanktion ausgesprochen wurde sowie Urteile wegen Übertretungen, sofern insbesondere eine Busse von mehr als 5000 Franken oder gemeinnützige Arbeit von mehr als 180 Stunden verhängt worden ist; vgl. dazu im Detail Art. 18 ff. des Bundesgesetzes über das Strafregister-Informationssystem VOSTRA vom 17. Juni 2016 (Strafregistergesetz, StReG, SR 330).

<sup>13</sup> Rechtskräftige Urteile, Strafbefehle und Einstellungen mit einer Vermögensabschöpfung in der Zeitspanne zwischen Mai 2013 und Januar 2024.

<sup>14</sup> Vgl. Schürpf und Gallarotti.

<sup>15</sup> In Bezug auf den territorialen Anwendungsbereich der verwaltungsrechtlichen Norm gemäss Art. 142 FinfraG, vgl. Remund, 488 f. m.w.H.

<sup>16</sup> Fahrländer, Insiderstraftatbestand, Rz. 30; Remund, 250.

<sup>17</sup> Vgl. Art. 333 des Schweizerischen Strafgesetzbuches vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0).

In Bezug auf Art. 154 FinfraG sind in dieser Hinsicht in erster Linie (i) das Territorialitätsprinzip sowie (ii) das aktive Personalitätsprinzip resp. das Substitutionsprinzip (dies in Konstellationen, in denen sich der Täter während der Untersuchung in der Schweiz befindet) relevant. Eine Anknüpfung über das passive Personalitätsprinzip (d.h. eine Anknüpfung angesichts einer Schädigung in der Schweiz) kommt nicht in Frage, da die Insiderstrafnorm keinen Individualschutz gewährt.<sup>18</sup>

Das *Territorialitätsprinzip* (Art. 8 StGB) sieht zwei Anknüpfungspunkte vor:

*Erstens* ist das schweizerische Strafrecht auf Straftaten anwendbar, die in der Schweiz begangen worden sind, d.h. bei welchen der Täter in der Schweiz gehandelt hat (*Begehungsort*). Eine Insiderstraftat gilt in der Schweiz als begangen, wenn der Täter die Information in der Schweiz ausgenutzt hat, indem er entweder die Insidertransaktion durchgeführt oder die Insiderinformation (resp. eine Insiderempfehlung) weitergegeben hat. Konkret findet eine Anknüpfung statt, sobald der Insider in der Schweiz einen E-Banking-Auftrag erteilt, eine E-Mail verschickt oder einen Telefonanruf tätigt.<sup>19</sup> Sobald ein solcher Konnex gegeben ist, ist es unerheblich, ob die Insidertransaktion über einen Handelsplatz oder OTC resp. im Ausland durchgeführt wurde (sofern ein Konnex zu einer Effekte, die an einem Handelsplatz oder DLT-Handelssystem mit Sitz in der Schweiz zum Handel zugelassen ist, vorhanden ist).<sup>20</sup> Andererseits wird der Begehungsort auch den Ort umfassen, an dem ein vorsatzloser Tatmittler vom mittelbaren Täter als handelndes Werkzeug zur Begehung der Straftat benutzt wurde. Eine Anknüpfung an Art. 154 FinfraG sollte daher gegeben sein, wenn die Insidertransaktion über (i) einen Handelsplatz oder ein DLT-Handelssystem,<sup>21</sup> (ii) ein Wertpapierhaus oder (iii) eine Bank in der Schweiz ausgeführt worden ist.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> Gegen eine Anwendbarkeit des passiven Persönlichkeitsprinzips in Bezug auf die Insiderstrafnorm: Remund, 256; Schmid, 160 N 320; Strebel, 43 f.; für eine solche Anwendung, allerdings unter der Geltung von Art. 161 aStGB: Peter, Insiderstrafnorm, 43 ff.

<sup>19</sup> Koenig, 222 f.; Hürlimann, 114 f.; Remund, 252; Schmid, 160 N 318; Wohlers, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht, 457 N 69; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 13.

<sup>20</sup> Koenig, 223; Nobel, 317 f. N 177; Remund, 252; Schmid, 162 f. N 323 ff.

<sup>21</sup> Eine Anknüpfung am Handelsplatz in der Schweiz befürwortend: Jean-Richard-Dit-Bressel, 42 ff. insb. 45; Koenig, 223; BSK StGB 2013-Peter, Art. 161, N 28; Nobel, 317 ff. N 177; Remund, 252 f.; u.U. auch: Wohlers, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht, 458 N 69; unklar, aber wohl in dieselbe Richtung: Tewlin, 54 ff.; 74; *contra*: BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 13.

<sup>22</sup> Jean-Richard-Dit-Bressel, 39 ff.; Koenig, 223; Schmid, 163 N 327; Remund, 252 f.; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 13.

Zweitens erfasst das Territorialitätsprinzip auch Straftaten, deren Erfolg in der Schweiz eingetreten ist (*Erfolgsort*). Bei der Insiderstraftat gilt der Vermögensvorteil als Erfolg. So fallen Insiderstraftaten territorial unter Art. 154 FinfraG, falls (i) das Depot mit den entsprechenden Finanzinstrumenten<sup>23</sup> oder (ii) das Bankkonto, auf welches der Erlös des Verkaufs der Insiderinformation/-empfehlung verbucht worden ist,<sup>24</sup> sich in der Schweiz befinden. Ein nachgelagerter Transfer der Vermögenswerte aus der Insiderstraftat in die Schweiz reicht nicht aus, um eine territoriale Anknüpfung an die schweizerische Insiderstrafnorm zu begründen;<sup>25</sup> ein solcher Transfer kann jedoch den Tatbestand der Geldwäscherei erfüllen, sofern die Gelder aus einer qualifizierten Insiderstraftat stammen.<sup>26</sup>

Nebst dem Territorialitätsprinzip können auch das *aktive Personalitätsprinzip* (in Bezug auf schweizerische Staatsbürger; Art. 7 Abs. 1 StGB) resp. das *Substitutionsprinzip* (in Bezug auf ausländische Staatsbürger; Art. 7 Abs. 2 StGB) eine Anknüpfung an die schweizerische Strafrechtshoheit begründen. Diese Grundsätze setzen das Prinzip „*aut dedere aut iudicare*“ um. Entsprechend begründen sie grob zusammengefasst eine schweizerische territoriale Zuständigkeit für Straftaten im Ausland, falls sich der Täter in der Schweiz befindet und nicht ausgeliefert werden kann.<sup>27</sup>

## IV. Erkenntnisse und Bemerkungen zum Straftatbestand

### i. Der Täterkreis

Die strafrechtliche Insiderstrafnorm sieht *drei Täterkategorien* vor, welche kaskadenartig Anwendung finden. Der Primärinsider hat aufgrund einer besonderen Stellung einen direkten und privilegierten Zugang zu Insiderinformationen (vgl. unten, [IV.1.a](#)). Der Sekundärinsider erhält die Informationen von einem anderen Insider oder durch eine Straftat (vgl. unten, [IV.1.b](#)). Die Kategorie des Tertiärinsiders gilt als Auffangtatbestand (vgl. unten, [IV.1.c](#)).

Die Unterscheidung zwischen den Insiderarten ist *in dreierlei Hinsicht entscheidend*. *Erstens* ist es lediglich dem Primärinsider *strafrechtlich* untersagt,

---

<sup>23</sup> BSK StGB 2013-Peter, Art. 161 N 24 und 28; Koenig, 223; Nobel, 317 ff. N 177; Schmid, 165 N 332; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlens/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 14.

<sup>24</sup> Koenig, 223; BSK StGB 2013-Peter, Art. 161, N 28; Schmid, 165 N 333.

<sup>25</sup> Nobel, 317 f. N 177; Remund, 253.

<sup>26</sup> Remund, 253. Zur qualifizierten Insiderstraftat, vgl. unten, [IV.9](#).

<sup>27</sup> Ausführlicher, m.w.H.: Remund, 254 ff. Vgl. auch bereits: Schmid, 161 N 321.

eine Insiderinformation (resp. -empfehlung) weiterzugeben.<sup>28</sup> Zweitens sieht Art. 154 FinfraG eine abgestufte Strafandrohung vor – die Strafandrohung für den Primärinsider ist am höchsten (bis zu fünf Jahren Haft). Dem Tertiärinsider droht lediglich eine Busse von max. CHF 10'000.00. Drittens kann nur der Primärinsider eine qualifizierte Insiderstraftat gemäss Art. 154 Abs. 2 FinfraG (Verbrechen) begehen; daher stellt die Insiderstraftat nur in Bezug auf einen Primärinsider eine Vortat zur Geldwäscherei dar.

Im Rahmen einer geplanten Gesetzesrevision wird eine *Abschaffung dieser drei Täterkategorien* in Bezug auf das Strafrecht vorgeschlagen.<sup>29</sup>

a) *Der Primärinsider: ein weiter Anwendungsbereich*

Stand heute erfolgten über die Hälfte der *Verurteilungen* in der Schweiz als Primärinsider. Dies ist mutmasslich auf zwei Ursachen zurückzuführen: *Zum einen* hat der Primärinsider *per definitionem* Zugang zu Insiderinformationen und ist vermutlich am ehesten der Versuchung von Insidertransaktionen ausgesetzt. *Zum anderen* ist beim Primärinsider der Nachweis der Kenntnis der Information für die Strafverfolgungsbehörde am einfachsten zu erbringen.

Konzeptuell sind Primärinsider Personen, die der *Informationsquelle am nächsten stehen*; aufgrund ihrer besonderen Stellung (i) haben sie direkten Zugang zu Insiderinformationen oder (ii) sind in der Lage, solche Informationen selbst zu schaffen.<sup>30</sup> Eine solche besondere Stellung kann sich (i) aus einer Funktion als Organ (Organinsider), (ii) aus einer Tätigkeit (Tätigkeitsinsider) oder (iii) aus einer Beteiligung am Eigenkapital (Beteiligungsinsider) ergeben.

Die Information muss (i) aufgrund dieser Stellung und (ii) bestimmungsgemäss erlangt worden sein. Massgebend ist somit im Ergebnis der *funktional bedingte Zugang* zur Insiderinformation.<sup>31</sup> Insbesondere in Bezug auf den sog. *Tätigkeitsinsider* ist umstritten, wie stark ausgeprägt dieser funktionale Zusammenhang sein muss:

- gemäss herrschender Meinung muss der Zugang zur Information *notwendig* sein, um die Tätigkeit auszuführen;<sup>32</sup>

---

<sup>28</sup> Die Weitergabe von Insiderinformationen/-empfehlungen ist jedoch gemäss dem verwaltungsrechtlichen Verbot (Art. 142 FinfraG) sämtlichen Insidern untersagt.

<sup>29</sup> EFD/SIF, Bericht des EFD, Evaluation des Finanzmarktinfrastukturgesetzes – FinfraG-Review vom 30. September 2022, 28.

<sup>30</sup> So insb. Remund, 261 m.w.H.

<sup>31</sup> Thormann/Portmann, 101 m.w.H.

<sup>32</sup> Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2017.3 vom 8. Juni 2017 E. 3.1: „Die konkrete Tätigkeit der fraglichen Person muss notwendig damit einhergehen, dass sie die Insiderinformation er-

- gemäss hier vertretener Meinung genügt, dass der Zugang zur Insiderinformation angesichts der ausgeübten Tätigkeit *vorhersehbar, üblich oder nützlich war*.<sup>33</sup> Das Erfordernis des funktionalen Zusammenhangs dient dazu, Fälle abzugrenzen, in welchen die Information zwar *im Rahmen* der Tätigkeit erlangt worden ist, *diese jedoch nicht im Vordergrund* steht. In einer solchen Konstellation verfügt der Insider nicht angesichts seiner Stellung über einen bevorzugten Zugang zur Information gegenüber den anderen Marktteilnehmern, sondern es sind andere Gründe ausschlaggebend, wie z.B. Zufall oder eine besondere persönliche Beziehung zu einem Arbeitskollegen.<sup>34</sup>

In der Praxis wurde ein breites Spektrum an Tätigkeitsinsidern bejaht, so z.B.: Mitglied des Verwaltungsrats,<sup>35</sup> CEO, Mitglied der Geschäftsleitung, *Chief Scientific Officer* im Biotech-Bereich, *Senior Project Manager* auf einer M&A-Transaktion, *Tax Director* oder Partner in einem Revisionsunternehmen.<sup>36</sup>

Zentral ist dabei, dass der Tätigkeitsinsider *nicht zwingend für den Emittenten* tätig sein muss. So können z.B. Mitarbeiter eines Zulieferers oder eines Kunden des Emittenten, oder aber auch Journalisten, welche im Rahmen ihrer Recherchen eine Insiderinformation über den Emittenten erlangen, erfasst werden.<sup>37</sup>

---

fährt. Dies kann darauf zurückzuführen sein, dass die Information zur ordnungsgemässen Erledigung der Tätigkeit benötigt wird oder dass die fragliche Person bei dem Sachverhalt mitwirkt, auf den sich die Information bezieht“; Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 194 ff.; Krämer, 76; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 154, N 10; Sethe/Fahrländer, 503; Weber Martin, 88 f.; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 22; Wohlers, Neue Insiderstrafnorm, 349. In diesem Sinne in Bezug auf das alte deutsche Recht, nach dem sich das Schweizer Recht in dieser Hinsicht richtet: Kölner Kommentar zum WpHG-Altenhain, § 38 N 66 ff.; Wohlers/Muehlbauer, 41 ff.

<sup>33</sup> CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 33. Ähnlich: Leuenberger/Thormann, 217 f. Fn. 46. Ausführlicher: Remund, 262 ff. („prévisible, usuel ou même nécessaire au vu des tâches exercées et des responsabilités endossées“). In diesem Sinne in Bezug auf das alte deutsche Recht, nach dem sich das Schweizer Recht in dieser Hinsicht richtet: Eichele, insb. 507, sowie die Hinweise im Kölner Kommentar zum WpHG-Altenhain, § 38 N 66 ff.

<sup>34</sup> Gl. M.: Remund, 263.

<sup>35</sup> Gemäss herrschender Lehre qualifizieren Organinsider gleichzeitig auch als Tätigkeitsinsider, vgl. dazu statt vieler: SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 154, N 48.

<sup>36</sup> Für eine Übersicht der Verurteilungen in der Schweiz seit 2013 (Stand: Mitte 2021) und weitere Hinweise: Remund, 507 ff.

<sup>37</sup> Ausführlicher dazu, m.w.H.: Remund, 271 f. (Beamte), 272 f. (*Short Sellers*), 273 f. (Gläubiger), 274 ff. (Journalisten und Analysten), 278 (Marktteilnehmer), 278 ff. (Ärzte).



## Praxisbeispiel

*Revisor der übernehmenden Gesellschaft mit Transaktionen betreffend die Zielgesellschaft*

D.S. war Revisor und Mitglied der Geschäftsleitung eines grossen Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsunternehmens. Im Rahmen des Audits einer Bank erlangte D.S. die Information, wonach die Kundin (eine Bank) die Übernahme einer kleineren Bank vorhatte. Darauf basierend erwarb er Aktien der Zielgesellschaft und erzielte einen Gewinn über rund CHF 29'000.-. D.S. wurde als Primärinsider verurteilt, obwohl er auf Aktien der Zielgesellschaft (und nicht der Kundin) gehandelt hatte.<sup>38</sup>

Als Primärinsider gelten auch sog. „Meinungsmacher“ (wie z.B. Finanzanalysten, Mitarbeiter von Rating-Agenturen oder Journalisten), deren Meinung für den Markt relevant ist und die entsprechend kurserheblich sein kann.<sup>39</sup> Insb. *Short Sellers* sind regelmässig solche Meinungsmacher. Im Gegensatz zum US-Recht kann die Ausnutzung der Veröffentlichung eines *Short Seller*-Berichts vom Insiderstrafatbestand erfasst sein, auch wenn der Bericht *per se* keine vertraulichen Informationen veröffentlicht.<sup>40</sup>

### b) *Der Sekundärinsider: Tippempfänger und Deliktsinsider*

Als Sekundärinsider (Art. 154 Abs. 3 FinfraG) gilt erstens der sog. *Tippempfänger*.

Der Tippempfänger muss zunächst (i) die Insiderinformation *aktiv, direkt und gezielt* von einem anderen Insider erhalten haben; erfolgt die Übermittlung nicht „aktiv, direkt und gezielt“ (so z.B. irrtümlich oder zufällig) fällt der Empfänger der Insiderinformation in die Kategorie der Tertiärinsider – sofern er nicht als Primärinsider qualifiziert.

## Praxisbeispiel

*Tertiärinsider mangels „aktiv, direkt und gezielter“ Übergabe der Information durch die Quelle – Strafbefehl der Bundesanwaltschaft vom 3. Februar 2023*

Kurz vor der offiziellen Bekanntgabe eines Übernahmeprojekts investierte der Beschuldigte in Aktien der Zielgesellschaft. Dadurch erwirtschaftete

---

<sup>38</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.4.1 S. 421 f.; Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2018.26 vom 9. August 2018, so insb. E. 3.2. (in Anwendung von Art. 161 aStGB).

<sup>39</sup> Ausführlicher dazu: Remund, 276 ff.

<sup>40</sup> Ausser eben die Meinung des *Short Sellers*, vgl. dazu ausführlicher: Remund, 474 ff.; gl. M.: Paredes, 1109.

er sich einen unrechtmässigen Vermögensvorteil von insgesamt rund CHF 32'000.00. Der Beschuldigte wurde als Tertiär- und nicht als Sekundärinsider verurteilt: Die Insiderinformation hatte der Insider nämlich zufällig „aufgeschnappt“, ohne dass dies dem „Tippgeber“ bewusst war. Konkret war der Beschuldigte zu Besuch in der Wohnung des „Tippgebers“ als dieser telefonisch über die Übernahme informiert wurde.<sup>41</sup>

Zudem muss (ii) die Insiderinformation *ursprünglich von einem Primärinsider stammen*. Eine Verurteilung des Primärinsiders ist dabei nicht erforderlich.<sup>42</sup> Nicht erforderlich ist zudem, dass die Insiderinformation *unmittelbar* von einem Primärinsider stammt, so dass eine *Kette von Sekundärinsidern* möglich ist, was insbesondere bei sog. *Insiderrings* relevant ist. Immerhin muss das erste Glied der Kette ein Primärinsider gewesen sein; bei jeder weiteren Weitergabe qualifiziert der Empfänger der Information (oder Empfehlung) als Sekundärinsider, wenn die Weitergabe aktiv, direkt und gezielt erfolgte.<sup>43</sup> In der Praxis ist es meist nahezu unmöglich die Insiderkette bis zur Primärquelle zu rekonstruieren, zumal das schweizerische Strafrecht keine wirksamen Anreize zur Kooperation kennt. Laut Rechtsprechung kann ein solcher Beweis zwar indirekt, durch Indizien, erbracht werden;<sup>44</sup> dieser Indizienbeweis muss jedoch – mit ausreichender Sicherheit nach Art. 10 Abs. 2 und 3 StPO<sup>45</sup> – ausschliessen, dass die Information auf anderem Weg erlangt wurde (z.B. durch Zufall),<sup>46</sup>

---

<sup>41</sup> Strafbefehl der Bundesanwaltschaft vom 3. Februar 2023 im Verfahren SV.21.0535.

<sup>42</sup> Urteil des Bundesstrafgerichts CA.2021.13 vom 21. Januar 2022 E. 1.3.2.1; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 74.

<sup>43</sup> Urteil des Bundesgerichts 1C\_196/2021 vom 28. Mai 2021 E. 2.4 (Rechtshilfe) in Bezug auf das Urteil des Bundesstrafgerichts RR.2021.24 vom 7. April 2021 E. 3.3.1 und 3.4.1; Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2017.19 vom 19. Dezember 2017 E. 3.2.2. Gl. M.: Remund, 287 ff.; CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 43; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 73; Leu, 266; Weber Martin, 90; Wohlers, Neue Insiderstrafnorm, 349 f. Contra: Fahrländer, Insiderstraftatbestand, Rz. 213; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 66; Krämer, 80.

<sup>44</sup> BStGer SK.2017.19 E. 3.3; Urteil des Obergerichts des Kantons Zürich vom 29. September 1992, in: ZR 1991/1992, 124 f. (in Anwendung von Art. 161 aStGB).

<sup>45</sup> Schweizerische Strafprozessordnung vom 5. Oktober 2007 (Strafprozessordnung, StPO, SR 312.0).

<sup>46</sup> BStGer SK.2017.19 E. 3.3 f., so insb.: „Sein Kaufverhalten indiziert, dass ihn jemand mit Insiderinformationen versorgt hat. Dieser Umstand allein erbringt jedoch keinen rechtsgenügenden Nachweis dafür, dass es sich beim eventuellen Tippgeber um eine Person mit Primärinsiderstellung gehandelt hat“. In diesem Sinne auch: Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2020.36 vom 22. Juni 2021 E. 2.4.3.4; OGer ZH, in: ZR 1991/1992, 124 f. (in Anwendung von Art. 161 aStGB).

was in der Regel beinahe unmöglich ist. Wenn die Primärquelle nicht mit ausreichender Sicherheit nachgewiesen werden kann, fällt der Insider unter den Auffangtatbestand des Tertiärinsiders.<sup>47</sup>

Zweitens qualifiziert auch der sog. *Deliktsinsider* als Sekundärinsider. Der Deliktsinsider hat sich die Insiderinformation (-empfehlung) durch ein Verbrechen oder ein Vergehen verschafft (Art. 154 Abs. 3 FinfraG). In der Praxis kam es diesbezüglich noch zu keinen Verurteilungen. Auch wird die Qualifizierung als Deliktsinsider in manchen Konstellationen durch eine Erfassung als Primärinsider verdrängt, (i) falls die Straftat selber die Insiderinformation darstellt oder (ii) falls das Begehen der Straftat als Geschäftsmodell das Erlangen von Insiderinformationen bezweckt und analog zu einer beruflichen Tätigkeit ausgeführt wird.<sup>48</sup>

### Praxisbeispiele

#### *Terroristischer Anschlag auf den BVB-Mannschaftsbus*

Im Jahr 2017 hat ein Attentäter einen Sprengstoffanschlag auf den Mannschaftsbus des Fussballvereins *Borussia Dortmund* verübt. Ziel des Anschlages war, dank *put*-Optionen vom sinkenden Aktienkurs des Vereins einen Gewinn zu erwirtschaften.<sup>49</sup> Wird der Fall in die Schweiz übertragen, würde der Attentäter gemäss gewissen Lehrmeinungen als Deliktsinsider gelten.<sup>50</sup> Gemäss dem vorliegenden Beitrag kann die Begehung einer solchen Straftat (welche die Insiderinformation darstellt) eine Tätigkeit darstellen, da der Insider die Information selbst schafft, so dass der Attentäter als Primärinsider gelten würde.<sup>51</sup>

#### *Hacking von Insiderinformationen*

Im Jahr 2015 haben US-Behörden ein Insidernetzwerk aufgedeckt, in welchem *Hacker* Insiderinformationen von Nachrichtenplattformen wie *Business Wire*, *PR Newswire* und *Marketwired* erlangt und diese anschliessend Händlern weiterverkauft hatten, wodurch Gewinne in der Höhe von USD 100 Mio. erzielt wurden.<sup>52</sup> Wird der Sachverhalt in die Schweiz und in Bezug auf in der Schweiz gehandelte Effekten übertragen, würden die *Hacker* gemäss herrschender Lehre als Sekundärinsider qualifizieren. Entsprechend werden sie durch Art. 154 Abs. 3 FinfraG nicht erfasst, da

---

<sup>47</sup> BStGer SK.2017.19 E. 4.1. In diesem Sinne auch: Wohlers, *Neue Insiderstrafnorm*, 350; Leuenberger/Thormann, 218 N 49; Fahrländer, *Insiderstrafatbestand*, Rz. 217.

<sup>48</sup> Vgl. auch die Hinweise unter Fn. 53 und 56.

<sup>49</sup> Vgl. Angstmann/Chassot sowie Vilares.

<sup>50</sup> So insb.: BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 24.

<sup>51</sup> So insb. auch: Fahrländer, *Insiderstrafatbestand*, N 222; Remund, 280.

<sup>52</sup> Vgl. *Le Temps*.

die Mitteilung einer Insiderinformation strafrechtlich lediglich dem Primärinsider untersagt ist; finanzmarktstrafrechtlich könnten sie höchstens durch ihre Beteiligung (z.B. als Beihilfe) an den Transaktionen der Händler erfasst werden. Die Händler würden als Tertiärinsider gelten, da die Information ursprünglich nicht von einem Primärinsider stammt.<sup>53</sup> Gemäss dem vorliegenden Beitrag üben sämtliche Teilnehmer an einem solchen professionell agierenden Insiderring eine Tätigkeit aus. Entsprechend gelten sowohl die Hacker als auch die Händler als Primärinsider.<sup>54</sup>

c) *Tertiärinsider als Auffangtatbestand mit 7-jähriger Verjährungsfrist*

Der Tertiärinsiderstrafatbestand (Art. 154 Abs. 4 FinfraG) gilt unbestrittenermassen als *Auffangtatbestand*.<sup>55</sup> Mit anderen Worten fallen darunter sämtliche Personen, die über eine Insiderinformation verfügen, jedoch weder als Primär- noch als Sekundärinsider qualifizieren.<sup>56</sup> Zentral ist dabei, dass ein Tertiärinsider auch erfasst werden kann, wenn die Strafbehörden die *Quelle der Information letztendlich nicht nachweisen* konnten:

**Praxisbeispiele**

*Tertiärinsider bei unbestimmter Quelle – Urteil des Bundesstrafgerichts vom 19. Dezember 2017*

Kurz vor der Veröffentlichung des Fusionsvorhabens zwischen der *Holcim Ltd.* und der französischen *Lafarge S.A.* investierte der Beschuldigte massiv in Effekten, so insb. in hochriskante Optionen mit kurzen Restlaufzeit. Dadurch erwirtschaftete er sich, seiner Lebenspartnerin und drei Vermögensverwaltungskunden einen unrechtmässigen Vermögensvorteil von insgesamt rund CHF 2 Mio. Der Beschuldigte wurde als Tertiärinsider verurteilt, obwohl die Herkunft der Insiderinformation nicht eruiert werden konnte; sein Handelsverhalten war jedoch so verdächtig – da so aggressiv –, dass festgehalten wurde, dass der Beschuldigte über eine Insiderinformation verfügen musste.<sup>57</sup>

*Tertiärinsider bei unbestimmter Quelle – Strafbefehl der Bundesanwaltschaft vom 17. Mai 2022*

---

<sup>53</sup> So wohl insb.: Fahrländer, *Insiderstrafatbestand*, Rz. 220 f.; Leu, 265.

<sup>54</sup> Ausführlicher dazu: Remund, 282.

<sup>55</sup> So z.B.: SK *FinfraG-Sethe/Fahrländer*, Art. 154, N 76 f. m.w.H.; ähnlich: BSK *FINMAG/FinfraG-Wohlens/Pflaum*, Art. 154 *FinfraG*, N 77.

<sup>56</sup> CR-CP II- *Thormann/Remund*, Art. 154 *LIMF*, N 45.

<sup>57</sup> BStGer SK.2017.19 E. 3.3 f. und 4.1 ff., insb. E. 4.8.6, bestätigt durch das Urteil des Bundesgerichts 6B\_879/2018 vom 26. April 2019.

Kurz vor der offiziellen Bekanntgabe eines Übernahmeprojekts investierte der Beschuldigte insb. in hochriskante *Call Warrants* mit Basiswert der Aktien der Zielgesellschaft. Dadurch erwirtschaftete er sich einen unrechtmässigen Vermögensvorteil von insgesamt rund CHF 234'000.00. Der Beschuldigte wurde als Tertiärinsider verurteilt, obwohl die Herkunft der Insiderinformation nicht abschliessend eruiert werden konnte: Kenntnis der Insiderinformation erhielt der Beschuldigte auf unbekannte Art und Weise, mutmasslich zufällig.<sup>58</sup>

Entsprechend klagt die Bundesanwaltschaft, insbesondere bei Sekundärinsidern, den Tertiärstraftatbestand auch regelmässig subsidiär als Auffangtatbestand an, insbesondere wenn das Handelsverhalten<sup>59</sup> indiziert, dass der Täter über eine Insiderinformation verfügte.<sup>60</sup>

Ein wichtiger Hinweis im Zusammenhang mit dem Tertiärstraftatbestand betrifft die *Verjährung*.<sup>61</sup> Bei Art. 154 Abs. 4 FinfraG handelt es sich um eine Übertretung. Bei Übertretungen beträgt die Verjährungsfrist grundsätzlich drei Jahre (Art. 109 StGB). Art. 52 FINMAG<sup>62</sup> stellt jedoch eine *lex specialis* dar, welche eine Verjährungsdauer von sieben Jahren vorsieht.<sup>63</sup> Diese Rechtsauffassung hat das Bundesstrafgericht bestätigt.<sup>64</sup>

#### d) *Juristische Personen: Ebenfalls im Fokus des Insiderstrafrechts?*

Bis zum heutigen Zeitpunkt wurde noch keine juristische Person in der Schweiz durch den Insiderstraftatbestand erfasst. Eine solche Erfassung wäre zwar theoretisch möglich, hat aber hohe Hürden.<sup>65</sup>

Der Insiderstraftatbestand wurde durch den Gesetzgeber bewusst vom Straftatenkatalog der sog. „primären Unternehmenshaftung“ gemäss Art. 102 Abs. 2 StGB ausgeschlossen.<sup>66</sup> Der Geldwäschereitattbestand ist jedoch in der Auflis-

---

<sup>58</sup> Strafbefehl der Bundesanwaltschaft vom 17. Mai 2022 im Verfahren SV.21.0525.

<sup>59</sup> Vgl. dazu auch unten, [V.5](#), sowie Thormann/Portmann, 122 f.

<sup>60</sup> Thormann/Portmann, 104 m.w.H.

<sup>61</sup> Thormann/Portmann, 104 m.w.H.

<sup>62</sup> Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG, SR 956.1).

<sup>63</sup> Der Tatbestand des Tertiärinsiders war bzw. ist innerhalb der Finanzmarktgesetzgebung, d.h. Art. 40 Abs. 4 aBEHG bzw. Art. 154 Abs. 4 FinfraG, geregelt und unterliegt somit der 7-jährigen Frist.

<sup>64</sup> BStGer SK.2017.19 E. 1.4.

<sup>65</sup> Ausführlicher: Remund, 298 ff. Zur Erfassung von juristischen Personen durch das verwaltungsrechtliche Verbot gemäss Art. 142 FinfraG: Remund, 490.

<sup>66</sup> CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIME, N 105 m.w.H.

tung von Art. 102 Abs. 2 StGB enthalten; entsprechend könnten qualifizierte Insiderstraftaten (gemäss Art. 154 Abs. 2 FinfraG oder einer ausländischen Rechtsordnung) als Vortaten zur Geldwäscherei zu einer strafrechtlichen Haftung einer juristischen Person führen.<sup>67</sup>

Die subsidiäre strafrechtliche Unternehmenshaftung i.S.v. Art. 102 Abs. 1 StGB ist auf Insiderdelikte anwendbar. Eine solche Haftung setzt voraus, dass (i) die Insiderstraftat (ii) im Rahmen des Unternehmenszwecks begangen worden ist und (iii) wegen mangelhafter Organisation des Unternehmens (iv) keiner bestimmten natürlichen Person zugerechnet werden kann. Bei Insidertransaktionen ist eher unwahrscheinlich, dass die mutmassliche Insidertransaktion keiner natürlichen Person zugerechnet werden kann.<sup>68</sup> Eine solche Haftung könnte jedoch bei einer Insiderinformations- resp. Insiderempfehlungsabgabe in Frage kommen, so insbesondere bei Unternehmen, welche im Kontakt mit solchen vertraulichen Informationen stehen wie z.B. Anwaltskanzleien, Investmentbanken, Medien oder der Emittent. Um das Haftungsrisiko zu verringern wird es bei solchen Unternehmen darum gehen, Organisationsmassnahmen zu treffen, (i) um den Informationsfluss einzudämmen und (ii) ihn im Nachhinein rekonstruieren zu können (z.B. mittels *Exchange Server*, welcher sämtliche E-Mails speichert, durch die adäquate Errichtung von *Chinese Walls* sowie durch die Führung von Insiderlisten).<sup>69</sup>

## 2. Tatobjekt: Neu auch Insiderstraftaten auf kryptobasierten Werten und auf *Global Depository Receipts* an chinesischen Unternehmen?

Die schweizerische Insiderstrafnorm konzentriert sich auf den Schutz des schweizerischen Finanzmarktes. Entsprechend umfasst Art. 154 i.V.m. Art. 2 lit. b FinfraG (i.a.) Effekten, (i.b.) die an einem Handelsplatz oder einem DLT-Handelssystem in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, sowie (ii) daraus abgeleitete Derivate.

Diesbezüglich werden sich heikle Abgrenzungsfragen in Bezug auf kryptobasierte Werten ergeben (vgl. unten a)); auch wird die Zukunft zeigen, ob der

---

<sup>67</sup> Statt vieler: Thormann/Portmann, 105.

<sup>68</sup> In diesem Sinne: CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 104; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlens/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 17; BSK StGB 2013-Peter, Art. 161, N 22. Unter Hinweis darauf, dass eine Anwendung von Art. 102 Abs. 1 StGB grundsätzlich möglich ist, vgl. insb.: Leuenberger, 377 und Gfeller, 1202.

<sup>69</sup> Vgl. bereits: Daeniker/Lambert, 363 ff.; Fahrländer, Insiderstraftatbestand, Rz. 240 f.; CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 104; Thormann/Portmann, 105; Remund, 299 f.

Handel von GDR in Bezug auf chinesische Unternehmen in der Schweiz einen *Enforcement*-Bedarf in dieser Hinsicht mit sich bringen wird (vgl. unten, [IV.2.b](#)).

a) *Kryptobasierte Werte und Insiderstraftaten*

Im Verlaufe der letzten Jahre haben sich kryptobasierte Werte explosionsartig entwickelt. Die erhöhte Liquidität sowie die schwache Regulierung auf diesen Märkten verschärfen das Risiko von Marktmissbräuchen, so auch von Insiderstraftaten. Eine Studie (im Entwurf) will herausgefunden haben, dass 10-25% der *Listings* auf *Coinbase* durch Insidertransaktionen antizipiert werden.<sup>70</sup> Auch werden insbesondere in den USA erste Verfahren wegen Insiderhandels mit auf kryptobasierten Werten (so insbesondere auch sog. *Non-Fungible-Tokens*, „NFT“) geführt.<sup>71</sup>

Zentral ist somit die Frage, ob Insidertransaktionen mit kryptobasierten Werten durch die Insiderstrafnorm erfasst werden. Zur Klärung dieser Frage müssen mehrere Punkte geprüft werden:

Erstens: Verfügt der kryptobasierte Wert über ein *Underlying*, welches eine Effekte, die an einem schweizerischen Handelsplatz/DLT-Handelssystem gehandelt wird, darstellt?

- Falls ja, ist der kryptobasierte Wert möglicherweise ein Derivat auf solch einer Effekte. Insidertransaktionen auf einem solchen kryptobasierten Wert können durch das Insiderverbot erfasst werden.<sup>72</sup>
- Falls nein, ist zu prüfen, ob der kryptobasierte Wert selbst eine Effekte im Anwendungsbereich von Art. 154 FinfraG darstellt.

---

<sup>70</sup> Vgl. Féllez-Viñas/Johnson/Putniņš. Die Studie konnte spezifische *Wallets* identifizieren, über welche systematisch vor *Listing Announcements* Transaktionen durchgeführt wurden.

<sup>71</sup> *Press release* der SEC vom 21. Juli 2022, 2022-127, SEC Charges Former Coinbase Manager, Two Others in Crypto Asset Insider Trading Action; *Press release* des DOJ vom 21. Juli 2022, 22-232, Three Charged In First Ever Cryptocurrency Insider Trading Tipping Scheme. Vgl. auch das *Indictment* im Verfahren *US v. Chastain*, 22 Cr. 305 (S.D.N.Y.): Dabei verwendet das DOJ den rein strafrechtlichen Tatbestand des *Wire Fraud*, da das DOJ wohl erachtet, dass NFT keine *Securities* darstellen. Vgl. auch den Entscheid vom 21. Oktober 2022 zur Ablehnung einer *Motion to Dismiss* in *US v. Chastain*, 22 Cr. 305 (S.D.N.Y.).

<sup>72</sup> Zu prüfen ist dann insb. auch, ob das schweizerische Strafrecht territorial anwendbar ist (vgl. oben, [III](#)) – ausführlicher dazu: Remund, 250 ff.

Zweitens: Stellt der kryptobasierte Wert (i) eine Effekte dar und (ii) wird er an einem Handelsplatz oder an einem DLT-Handelssystem in der Schweiz gehandelt? Falls ja, können Insidertransaktionen auf solchen kryptobasierten Werten durch das schweizerische Insiderverbot erfasst werden.<sup>73</sup>

In der Praxis wird der schweizerische Insiderstraftatbestand diesbezüglich voraussichtlich eher selten zur Anwendung kommen: Einerseits qualifizieren nicht sämtliche kryptobasierten Werte als Effekten gemäss Art. 2 lit. b und c FinfraG. Dazu müssen sie insbesondere über eine im Vordergrund stehende Investitions- bzw. Anlagekomponente verfügen.<sup>74</sup> Die Werte, welche von der FINMA als Nutzungs- oder Zahlungs-Token bezeichnet werden, stellen keine Effekten dar.<sup>75</sup> Andererseits muss der kryptobasierte Wert an einem „Handelsplatz“ oder an einem „DLT-Handelssystem“ in der Schweiz gehandelt werden. Zurzeit stellt die *SDX Trading* die einzige Finanzmarktinfrastuktur (Börse) in der Schweiz dar, die für den Handel mit kryptobasierten Werten eine Bewilligung hat. An der *SDX Trading* werden zurzeit lediglich einige Effekten gehandelt.<sup>76</sup>

Wahrscheinlicher ist es, dass im Ausland begangene qualifizierte Insiderstraftaten als Vortaten zu Geldwäschereistraftaten in der Schweiz führen werden, was bei der Prüfung der doppelten abstrakten Strafbarkeit heikle Abgrenzungsfragen stellen wird.

---

<sup>73</sup> Ausführlicher dazu: Remund/Wyss, 24 ff.

<sup>74</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 2 FinfraG; Bericht des Bundesrates vom 14. Dezember 2018, Rechtliche Grundlagen für *Distributed Ledger*-Technologie und Blockchain in der Schweiz, Eine Auslegeordnung mit Fokus auf dem Finanzsektor, 89; Kramer/Meier, 74; Remund/Wyss, 33. Jüngst: Jahresbericht 2022 der FINMA, 20 f. („Bei vielen Unterstellungsanfragen an die FINMA stand im Berichtsjahr die Frage der Effektenqualität des NFT im Vordergrund. Diese ist im Grundsatz zu bejahen, wenn eine Anlagefunktion bzw. ein Kapitalmarktcharakter vorliegt und auch die Fungibilität des NFT gegeben ist. Ferner muss auch stets geprüft werden, ob Tätigkeiten rund um NFT eine finanzmarktrechtliche Bewilligungspflicht zur Folge haben“).

<sup>75</sup> Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 27. November 2019, BBl 2020, 233 ff., 309 f.; Maurerbrecher/Leisinger, 711; Weber, Schweizer Blockchain-Recht, Rz. 6, jedoch kritisch zur Abgrenzung; Weber, DLT-Handelsplattformen, 451; vgl. dazu auch Wyss Dominic. Zur Qualifizierung von NFTs: Jahresbericht 2022 der FINMA, 20 f.

<sup>76</sup> Medienmitteilung der FINMA vom 10. September 2021, FINMA bewilligt erstmals Börse und Zentralverwahrer für Handel mit Token.



### b) *Global Depository Receipts an chinesischen Effekten und Insiderstraftaten*

Global Depository Receipts (GDRs) sind handelbare Effekten, die von einer Bank emittiert werden und Anteile an ausländischen Aktien repräsentieren (oft auch Hinterlegungsscheine genannt). Die repräsentierten Aktien werden segregiert und im Heimatland hinterlegt. Solche GDRs ermöglichen eine (indirekte) Beteiligung an den hinterlegten Aktien.<sup>77</sup>

Die Kotierung von GDRs an der Schweizer Börse ist zwar bereits seit 2007 möglich, hat aber im Verlauf des letzten Jahres aufgrund des *China-Switzerland Stock Connect*-System einen neuen Aufschwung erfahren. Seit Ende Juli 2022 haben somit einige chinesische Gesellschaften GDRs an der schweizerischen Börse kotieren lassen.<sup>78</sup>

In den USA werden sog. *American Depository Receipts* (ADR) gehandelt. In der Vergangenheit wurden ADRs insbesondere in Bezug auf den chinesischen Markt zur Begehung von Anlagebetrügen missbraucht, so dass sich verschiedene *Short Sellers* auf deren Aufdeckung spezialisiert haben.<sup>79</sup> Die Zukunft wird zeigen, ob die schweizerischen *Enforcement*-Behörden mit derartigen Fällen und den entsprechenden Ermittlungsschwierigkeiten konfrontiert sein werden.

### 3. Die kurserhebliche Insiderinformation

Jede Insiderstraftat basiert auf (i) der Kenntnis einer Information (vgl. unten, [IV.3.a](#)), die (ii) vertraulich (vgl. unten, [IV.3.b](#)) und (iii) kurserheblich (vgl. unten, [IV.3.c](#)) ist (Art. 2 lit. j FinfraG).

#### a) *Die Kenntnis einer Insiderinformation*

Im Rahmen der Gesetzesrevision von 2013 wurde der Begriff der „Tatsache“ durch „Information“ ersetzt, dies insbesondere um die Terminologie dem europäischen Recht anzupassen.<sup>80</sup> Diese Anpassung diente der Klärung verschiedener offener Fragen.<sup>81</sup>

---

<sup>77</sup> So z.B. <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/ipo/gdr.html>>. Ausführlicher dazu: [Beitrag von Annette Weber](#) im selben Werk.

<sup>78</sup> Vgl. Awase.

<sup>79</sup> Vgl. Carsten/Chatterjee; King sowie Garvey; vgl. zum Ganzen auch: Paredes, 1103 ff.

<sup>80</sup> So insb.: Botschaft des Bundesrates vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011, 6873 ff., 6885.

<sup>81</sup> Für eine Übersicht der Diskussionen unter Art. 161 aStGB: Leuenberger, 345 ff.

So ist heute klar, dass *sämtliche* Informationen unter den Tatbestand von Art. 154 FinfraG fallen können. Unerheblich ist, wie sicher oder präzise die Information ist und ob sie vergangene, gegenwärtige oder zukünftige Sachverhalte betrifft. Die entsprechende Unsicherheit, die sich durch die Existenz- resp. Eintrittswahrscheinlichkeit ergeben kann, ist lediglich für die Frage der Kurserheblichkeit relevant.<sup>82</sup>

### Praxisbeispiel

*Auch Pläne, die sich nicht verwirklichen, können als Insiderinformation gelten – Urteil des Bundesstrafgerichts vom 9. August 2018<sup>83</sup>*

Im oben erwähnten Fall (vgl. oben, [IV.1.a](#)) hatte D.S., ein Revisor, seine Kenntnis des Übernahmeverhabens eines Kunden ausgenutzt, um Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Es handelte sich dabei lediglich um ein Vorhaben, welches sich letztendlich nicht verwirklichte, da die Zielgesellschaft durch eine andere Bank übernommen wurde. Dennoch wurde festgehalten, dass D.S. zum Zeitpunkt seiner Effektingeschäfte über eine Insiderinformation verfügte.

### *Veröffentlichung von Gerüchten als Insiderinformationen*

*Geoff Foster*, ein Journalist der *Daily Mail*, veröffentlichte zwei Artikel, in denen er Gerüchte zu (behaupteten) Übernahmeverhaben in Bezug auf *Hermès* und *Maurel & Prom* preisgab. Nach der Veröffentlichung der beiden Beiträge kam es zu einem erheblichen Kursanstieg der Aktien der beiden Unternehmen. Die französische AMF warf dem Journalisten vor, zwei seiner üblichen Informationsquellen über die bevorstehenden Veröffentlichungen informiert zu haben. Der Europäische Gerichtshof hielt dabei fest, dass die Veröffentlichung von solchen Pressebeiträgen eine Insiderinformation darstellen kann.<sup>84</sup> Dasselbe soll auch im schweizerischen Recht gelten, wobei der Journalist unter Art. 154 FinfraG (im Gegensatz zum EU-Recht) zu seiner Verteidigung vorbringen könnte, er habe weder für sich noch Dritte einen Vermögensvorteil erzielen wollen.

## b) Vertraulichkeit

Gemäss Art. 2 lit. j FinfraG muss eine Insiderinformation „vertraulich“ sein.

---

<sup>82</sup> Ausführlicher: Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 321 ff.; Remund, 331 ff.

<sup>83</sup> BStGer SK.2018.26.

<sup>84</sup> EuGH, Urteil vom 15. März 2022 in der Rechtssache C-302/20, ECLI:EU:C:2022:190 – M. A gegen *Autorité des marchés financiers* (AMF), Rz. 32 ff. Vgl. dazu auch: Fahrländer, Anmerkung zum EuGH-Urteil, 257 ff. Nach dem Entscheid des EuGH wurde *Geoff Foster* durch die *Cour d'appel de Paris* verurteilt (vgl. Urteil der *Cour d'appel de Paris* RG n°18/28497 vom 30. März 2023).

Die Frage der Vertraulichkeit ist sowohl für den Insider, der erst ab Öffentlichkeit der Insiderinformation wieder handeln darf, als auch für den geschickten Marktakteur, der am schnellsten Informationsstücke zusammensetzt und basierend darauf handeln möchte, von Bedeutung. So haben sich z.B. *Short Sellers* darauf spezialisiert, mittels öffentlich verfügbarer Informationen Anlagebetrüge aufzudecken und entsprechende „à la baisse“-Transaktionen durchzuführen.<sup>85</sup> Unter welchen Bedingungen dürfen solche *Short Sellers* handeln?

Seit der Gesetzesrevision im Jahr 2013 orientiert sich das schweizerische Insiderhandelsverbot an der EU. Im EU-Recht muss die Insiderinformation „nicht öffentlich bekannt“ sein (Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR).<sup>86</sup> Wo genau das EU-Recht die Linie zwischen „öffentlich“ und „nicht öffentlich“ zieht, ist unklar. Gemäss herrschender Lehre scheint jedoch ein hoher Öffentlichkeitsgrad erreicht sein zu müssen, da der Begriff sowohl für das Insiderrecht als auch für die Ad Hoc-Publizität gilt. Verschiedene (Lehr-)Meinungen gehen sogar so weit, dass Publikationen (i) in einer Regionalzeitung,<sup>87</sup> (ii) auf der Internetseite des Emittenten<sup>88</sup> oder gar (iii) allgemein auf sozialen Netzwerken<sup>89</sup> noch nicht als öffentlich gelten.

Der schweizerische Gesetzgeber hat ausdrücklich darauf verzichtet, die europäische Terminologie („nicht öffentlich bekannt“) zu übernehmen, da „vertraulich“ klarer sei.<sup>90</sup> Entsprechend ist der Begriff *nicht strikt nach dem europäischen Recht* auszulegen. Der Begriff der Vertraulichkeit wird sowohl *positiv als auch negativ definiert*: Eine Information gilt als *vertraulich*, „wenn sie nicht

---

<sup>85</sup> Vgl. zum Ganzen auch Paredes, 1103 ff.

<sup>86</sup> Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

<sup>87</sup> So z.B.: BaFin Emittentenleitfaden 2020, Modul C, 10, sofern die Information nicht weiter aufgenommen und verbreitet wird; ähnlich: Kommentar MAR-Klöhn, Art. 7, N 135.

<sup>88</sup> So z.B.: BaFin Emittentenleitfaden 2020, Modul C, 10, sofern die Information nicht weiter aufgenommen und verbreitet wird; Hopt/Kumpan, § 86 Rz. 53; Krause, 125 für eine Diskussion zu Veröffentlichungen auf der Website des Emittenten.

<sup>89</sup> So z.B.: BaFin Emittentenleitfaden 2020, Modul C, 10, sofern die Information nicht weiter aufgenommen und verbreitet wird; Kapitalmarktrechts-Kommentar-Böse/Jansen, Art. 119 WpHG N 40. Nuanciert: Martin et al., 115 ff. *Contra*: Kuntz, 216 ff., mit der überzeugenden Argumentation, wonach eine Veröffentlichung über ein stark gefolgttes öffentliches Profil eines sozialen Netzwerks die Information breiter streuen wird, als über die nationalen Medien.

<sup>90</sup> So z.B.: Expertenbericht Börsendelikte, 47.

allgemein, sondern nur einem beschränkten Personenkreis bekannt ist“.<sup>91</sup> Sie ist hingegen *nicht vertraulich*, „wenn das Börsenpublikum davon – durch eine offizielle Information oder auf andere Art und Weise – Kenntnis hat“<sup>92</sup> oder wenn sie „*de manière presque certaine, par un cercle élargi d'acteurs boursiers*“ bekannt ist.<sup>93</sup> Die Vertraulichkeit endet, wenn die Information „einem breiteren Anlegerpublikum zugänglich gemacht worden ist“,<sup>94</sup> „wenn ein Dritter sie erlangen könnte, wenn auch nur mit Anstrengung“<sup>95</sup> oder „wenn sie zumindest ihrem wesentlichen Gehalt nach über elektronische Informationssysteme oder die Tagespresse publik gemacht wird“.<sup>96</sup>

Trotz teils widersprüchlicher Formulierungen steht heute fest, dass ein Informationselement gleich *ab Zugänglichkeit* seinen Vertraulichkeitscharakter verliert, ohne dass zusätzlich eine Zeitdauer zur Absorption der Information durch den Markt verstreichen muss.<sup>97</sup>

Entsprechend ist eine Information *nicht mehr vertraulich*, wenn sie (i) in ihrem wesentlichen Gehalt (ii) auf legale Art und Weise für eine unbestimmte und konzeptuell unbegrenzte Anzahl Personen zugänglich ist, (iii) wenn auch nur mit Anstrengung.<sup>98</sup>

Unklar ist jedoch dabei, wie „*einfach zugänglich*“ die Information sein muss, um nicht mehr als vertraulich zu gelten. Dabei scheint eine „einfache Zugänglichkeit“ auszureichen: Gemäss zwei Gerichtsurteilen (zum selben Sachver-

---

<sup>91</sup> Vgl. namentlich: BGE 145 IV 407 E. 3.2 S. 417 ff.; Urteil des Bundesgerichts 6B\_1052/2017 vom 12. Juni 2018 E. 3.2; Urteil des Bundesstrafgerichts CA.2021.19 vom 12. Juli 2022 E. II.A.1.4.4.4.b)aa); BStGer SK.2017.19 E. 4.6.

<sup>92</sup> BGer 6B\_1052/2017 E. 3.2., insb. übernommen in BStGer SK.2017.19 E. 4.6.

<sup>93</sup> BGE 118 Ib 448 E. 6.b) S. 455. Insb. übernommen in: Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2015.14 vom 1. Juli 2015 E. 7.3; BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.4.b)aa); BStGer SK.2017.19 E. 4.6.

<sup>94</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.2 S. 417 ff., jedoch mit Verweis auf BGE 118 Ib 448 E. 6.b) S. 455, der eine fast sichere Kenntnis erfordert.

<sup>95</sup> Urteil des Bundesgerichts 2A.230/1999 vom 2. Februar 2000 E. 6.b.; BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.4.b)aa); BStGer SK.2017.19 E. 4.6.

<sup>96</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.4.1 S. 421. Zuvor bereits: Wohlers, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht, 423 ff. N 40.

<sup>97</sup> Ausführlicher: Remund, 359 ff. m.w.H. *Contra*: Leuenberger/Thormann, 220 f. Nuanciert, indem er lediglich in Bezug auf den Primärinsider eine Absorptionsdauer verlangt; Monsch, 806 ff.

<sup>98</sup> Remund/Wyss, 39. In dieselbe Richtung: BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 2 lit. j FinfraG, N 14; Ben Hattar, 4) c) ii); Remund, 353 f.; wahrscheinlich in dieselbe Richtung: Schenker/Chernaya, 495 f.

halt) gilt eine Information als öffentlich, sobald sie auf dem *Google Play Store* und auf der Internetseite des Emittenten verfügbar ist (für eine Zusammenfassung des Falles, vgl. [IV.4.](#)).<sup>99</sup>

Zentral ist jedoch dabei, dass die Information in ihrem „wesentlichen Gehalt“ zugänglich sein muss. Einerseits müssen somit *quantitativ* sämtliche Informationselemente veröffentlicht worden sein; bei einer Teilveröffentlichung behält der Insider einen Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern. Dieser Informationsvorsprung kann weiterhin kurserheblich sein. Andererseits verfügt der Insider auch weiterhin über einen Informationsvorsprung, falls er *qualitativ* über eine bessere Information verfügt als die anderen Marktteilnehmer, z.B. weil er weiss, dass eine unsichere Information richtig ist.<sup>100</sup> So behält er einen (u.U. kurserheblichen) Informationsvorsprung trotz kursierenden Gerüchten oder trotz Veröffentlichung durch eine unzuverlässige Quelle.<sup>101</sup> So genügt es für den Insider nicht, die Information auf einem beliebigen Kanal (z.B. durch einen anonymen Post) zu veröffentlichen, um wieder handeln zu können.

### Praxisbeispiel

*Gerüchte lassen die Insiderinformation nicht (zwingend) öffentlich werden*  
– Urteil des Bundesstrafgerichts vom 9. August 2018

Im obengenannten Fall (vgl. oben, [IV.1.a](#)) hatte D.S., ein Revisor, seine Kenntnis des Übernahmeverhabens eines Kunden ausgenutzt, um Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Zu einer möglichen Übernahme der Zielgesellschaft kursierten jedoch bereits vor Durchführung der Insidertransaktionen Gerüchte. Die Gerüchte waren jedoch nicht genügend konkret resp. gefestigt, um die Information öffentlich werden zu lassen; da

---

<sup>99</sup> Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2020.59 vom 10. Mai 2021 E. 4.3.1 sowie Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-664/2020 vom 4. Juli 2022 E. 3.2.10.

<sup>100</sup> Vgl. dazu das Praxisbeispiel unten, [IV.4.](#); die Bundesanwaltschaft argumentierte dabei, dass die Lancierung der App zwar auf dem *Google Play Store* öffentlich gemacht wurde (erste Teilveröffentlichung der Insiderinformation), nicht hingegen der Umstand, dass die neue App mittels *formal announcement* an einem spezifischen Datum ankündigt wurde und nur der Insider über diese Information verfügte (weitere, zusätzliche Information des Insiders).

<sup>101</sup> Ähnlich: Remund, 354 f. Zur Tatsache, dass ein Gerücht die Insiderinformation nicht verdrängt: BGE 145 IV 407 E. 3.4.1 S. 421 f.; BGE 118 Ib 448, E. 6.b) S. 455; BStGer SK.2018.26 E. 3.4.1.2 f. (in Anwendung von Art. 161 aStGB); FINMA-Rundschreiben 2013/8 „Marktverhaltensregeln“ vom 29. August 2013, Rz. 9; Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 402 f.; BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 2 lit. j FinfraG, N 14. Vgl. auch BSK FINMAG/FinfraG-Wohlens/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 42.

D.S. wusste, dass die Gerüchte richtig waren, verfügte er weiterhin über einen Informationsvorsprung gegenüber den anderen Marktteilnehmern und so über eine Insiderinformation.<sup>102</sup>

c) *Kurserheblichkeit*

aa) *Kursrelevanz ex ante und ex post*

Als Insiderinformation gilt jede vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz oder einem DLT-Handelssystem in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.<sup>103</sup> Die Kurserheblichkeit der Information, d.h. deren Potential den Kurs erheblich zu beeinflussen, bleibt weiterhin ein kontrovers diskutiertes Kriterium innerhalb des Insidertatbestandes.<sup>104</sup>

Die Kurserheblichkeit bestimmt sich:

- (i) basierend auf sämtlichen Informationselementen, über welche der Insider zum Handlungszeitpunkt verfügte;
- (ii) aus der objektiven Perspektive des reasonable investors, sprich einer Personifizierung des Marktes; und
- (iii) ex ante, sprich aus Sicht des Handlungszeitpunktes.

Es geht somit darum, eine hypothetische Prognose zum Ausmass der Kurseinflussung zum Handelszeitpunkt zu erlassen.

Die effektiv eingetretene Kursreaktion ex post (d.h. nach Veröffentlichung) ist aus Sicht der Autoren ein stark indizierendes Element für die Kursrelevanz.<sup>105</sup> Es bleibt im Einzelfall zu prüfen, (i) ob die Kursreaktion durch andere Faktoren beeinflusst wurde (wie z.B. durch das zeitgleiche Bekanntwerden anderer Informationen oder durch allgemeine Marktschwankungen), (ii) die veröffentlichte Information tatsächlich der ausgenutzten Information entsprach und (iii) ob im Zeitpunkt der Ausnutzung sowie im Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Information vergleichbare Marktbedingungen vorlagen.<sup>106</sup>

---

<sup>102</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.4.1 S. 421 f.; BStGer SK.2018.26, so insb. E. 3.4.1.2 f. (in Anwendung von Art. 161 aStGB).

<sup>103</sup> Art. 2 lit. j FinfraG.

<sup>104</sup> So bereits Thormann/Portmann, 109.

<sup>105</sup> In diesem Sinne auch BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.4.c)aa)ccc).

<sup>106</sup> Vgl. Remund, 391 ff.

bb) *Erheblichkeit nach der Garch-t-Methode*

Die Information muss geeignet sein, den Kurs *erheblich* zu beeinflussen. Eine solche Erheblichkeit ist bei Schwankungen gegeben, die „den für den Börsenmarkt typischen und alltäglichen Rahmen sprengen“.<sup>107</sup> Es stellt sich somit die Frage, wie gross eine Kursschwankung sein muss, um als erheblich zu gelten, sei es *ex ante* oder *ex post*.

Klar ist, dass die *starr*en Schwellenwerte der älteren Literatur und Rechtsprechung (z.B. 5-10% für Aktien)<sup>108</sup> nicht mehr zielführend sind.<sup>109</sup> Ein solcher Ansatz entspricht nicht den wirtschaftlichen Gegebenheiten: Die Volatilität einer Effekte – und damit die Anzahl und Intensität der Preisschwankungen – variiert im Laufe der Zeit und hängt von der jeweiligen Effekte ab.<sup>110</sup> Starre Schwellenwerte würden dazu führen, dass eine Information in Bezug auf eine *Blue Chip*-Aktie (*fast*) nie kurserheblich wäre.

Um zu bestimmen, ab welcher Schwankungsbreite eine Kursveränderung als erheblich gelten kann, ist auf die Historie der jeweiligen Effekte abzustellen. Diesbezüglich wird vertreten, dass die 5% *negativsten* und 5% *positivsten* Kursschwankungen erheblich sind.<sup>111</sup>

Die Grafik<sup>112</sup> zeigt die Verteilung der Kursschwankungen einer Effekte. Die graue Kurve veranschaulicht die Normalverteilung, während die schwarze Kurve die effektive Verteilung zeichnet – Letztere ist „spitzer“ und hat breitere Enden. Die gestrichelten Linien stellen die Erheblichkeitsschwellen dar.

---

<sup>107</sup> Koenig, 174.

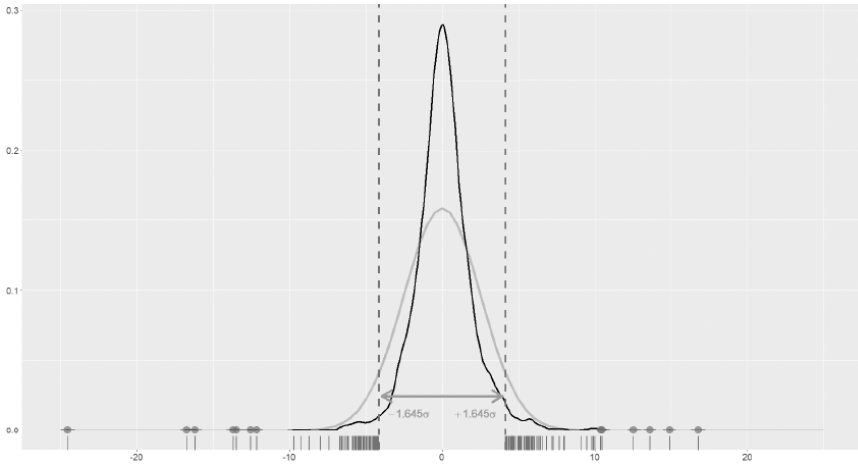
<sup>108</sup> Koenig, 175; BSK StGB 2013–Peter, Art. 161, N 33; BStGer SK.2017.3 E. 3.6.

<sup>109</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.4.1 S. 421 ff.; BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.4.c)aa)ccc); BStGer SK.2017.19 E. 4.6; Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 448 f.; BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 2 lit. j FinfraG, N 21; Peter, Insiderhandel, 1108; CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 59; Leuenberger/Thormann, 222; Weber Martin, 112; Krämer, 119 f. In Bezug auf Art. 161 aStGB bereits: BStGer SK.2018.26 E. 3.4.3.2. Ähnlich in Bezug auf die Ad-Hoc-Publizität: Huber/Gruber, N 21; Hsu Peter, 198 ff. Nuanciert: Naegeli, 160.

<sup>110</sup> Vgl. insb.: Macey et al., 1035 ff. m.w.H.; Hsu, 198 ff.; Peter Anna, 77 ff. m.w.H.; BStGer SK.2017.19 E. 4.6; BStGer SK.2018.26 E. 3.4.3.2 (in Anwendung von Art. 161 aStGB).

<sup>111</sup> So insb.: Remund, 396 ff.

<sup>112</sup> Grafik aus Remund, 399, basierend auf einer (nicht veröffentlichten) Grafik von Diego Gonzalez Del Campo.



Zur Herauskrystallisierung dieser Kursschwankungen und der entsprechenden Erheblichkeitsschwellen kommen mehrere Methoden in Frage.<sup>113</sup> Dabei verwendet die Bundesanwaltschaft ein Garch-t-Modell (*generalized autoregressive conditional heteroskedasticity*) an.<sup>114</sup> Dieses Modell bringt mehrere Vorteile: *Erstens* berücksichtigt es die ganze Historie des Finanzinstruments, wobei die neusten Kursschwankungen schwerer gewichtet werden, was die Problematik von „*regime shifting*“<sup>115</sup> / „*volatility clustering*“<sup>116</sup> vermeidet.<sup>117</sup> *Zweitens* basiert das Modell nicht auf einer Normalverteilung, sondern auf einer Student-t-Verteilung. Eine solche Student-t-Verteilung bildet die tatsächliche Renditenverteilung von Finanzinstrumenten treuer ab, da die Verteilung „spitzer“ ist und breitere Enden aufweist („*fat tailed*“) als eine Normalverteilung.<sup>118</sup>

Konkret hat das Bundesstrafgericht einen Kursanstieg der *Holcim*-Aktie über 6.86% als erheblich eingestuft.<sup>119</sup> In einem anderen Fall hat das Bundesstrafgericht je nach Effekte und relevantem Zeitpunkt die Erheblichkeitsschwellen

<sup>113</sup> Ausführlicher zu möglichen Methoden: Remund, 396 ff.

<sup>114</sup> Ausführlicher zur Garch-t-Methode: Remund, 399 f. Vgl. insb.: Andersen et al., 1136 ff. und 1159 ff.

<sup>115</sup> Beim Übergang von einem „ruhigen“ in einen „stürmischen“ (oder umgekehrt) Zyklus würden zu viele (resp. zu wenige) Kursschwankungen als erheblich gelten.

<sup>116</sup> D.h. die Konzentrierung von hoher resp. tiefer Volatilität in einer gewissen Phase.

<sup>117</sup> Ausführlicher dazu: Remund, 396 ff.

<sup>118</sup> Ausführlicher und m.w.H.: Remund, 396 ff. Vgl. auch: Andersen et al., 1159 ff. Zur Praxis der Bundesanwaltschaft: Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2022.11 vom 12. September 2022 E. 5.2.2.

<sup>119</sup> BStGer SK.2017.19 E. 4.8.3 ff.



zwischen 2.06% und 5.78% festgelegt.<sup>120</sup> Zudem ergab eine Studie, dass Ad-Hoc-Meldungen in Deutschland im Durchschnitt zu Kursschwankungen von 2% bis 3% führen, was auf eine Erheblichkeitsschwelle dieser Grössenordnung hindeuten könnte.<sup>121</sup>

#### 4. Tathandlung: Ausnutzung durch Transaktion oder Mitteilung der Insiderinformation resp. -empfehlung

Das strafrechtliche Insiderverbot erfasst die Ausnutzung von Insiderinformationen durch *Transaktionen* (für sämtliche Insider) sowie durch *Abgabe einer Mitteilung resp. Empfehlung* (lediglich für Primärinsider).<sup>122</sup>

Ein „Ausnützen“ im Sinne von Art. 154 FinfraG setzt eine Kausalität zwischen Kenntnis der Insiderinformation und dem Handeln des Insiders voraus. Somit sind Transaktionen, die auch ohne inkriminiertes Insiderwissen vorgenommen worden wären, *per definitionem* straflos.<sup>123</sup> Damit eine Ausnutzung vorliegen kann, muss somit ein *Kausalzusammenhang* zwischen der Information und der Tathandlung gegeben sein; Transaktionen (und Empfehlungen), welche nicht auf Insiderinformationen beruhen und ohne diese in gleicher Weise erfolgt wären, sind somit vom Verbot nicht erfasst.<sup>124</sup>

Gemäss dem vorliegenden Beitrag wird der Kausalzusammenhang bzw. das Ausnützen der Insiderinformation durch den Insider grundsätzlich vermutet, wenn die Beweislage belegt, dass der Insider in Kenntnis – also im geistigen Besitz – einer Insiderinformation und im Sinne dieser Insiderinformation handelte. Insiderinformationen verschaffen dem Insider nämlich einen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern, weshalb angenommen werden kann, dass die Insiderinformation „in den Entscheidungsprozess“ des Insiders einfließt.<sup>125</sup>

---

<sup>120</sup> Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2020.36 vom 22. Juni 2021 E. 2.4.13.2 bis 2.14.13.20, insb. E. 2.4.13.4 und 2.4.13.16.

<sup>121</sup> Bank/Baumann, 197 (sowie 176 für einen Verweis auf eine andere empirische Studie, die einen Kursauschlag von 2% annimmt).

<sup>122</sup> Die Weitergabe von Insiderinformationen/-empfehlungen ist jedoch gemäss dem verwaltungsrechtlichen Verbot (Art. 142 FinfraG) sämtlichen Insidern untersagt.

<sup>123</sup> BStGer SK.2022.11 E. 4.3 m.w.H.

<sup>124</sup> BBl 2011, 6902; FINMA-RS 13/8, Rz. 13; Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 566; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 112; CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 82. Bereits in Bezug auf Art. 161 aStGB: Koenig, 192 f.; Leuenberger, 386 ff.

<sup>125</sup> So insb.: Remund, 456 ff. m.w.H. pro und contra; auch das europäische Recht bejaht diese Vermutung, vgl. dazu EuGH, Urteil vom 23. Dezember 2009 in der Rechtssache C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806 – Spector Photo Group NV und Chris Van Raemdonck gegen Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), Ziff. 1 des Urteilsdispositivs.

Der Kausalzusammenhang ist nicht gegeben, wenn (i) der Insider zum Zeitpunkt seiner Handlung keine Kenntnis der Information hatte, (ii) seine Handlung keine Ausnutzung ermöglichte insb. bei einem Geschäft „gegen“ die Information (so z.B. bei einem Kauf bei Kenntnis einer negativen Insiderinformation oder umgekehrt) und (iii) der Insider die Information *subjektiv* nicht verwendet hat resp. dadurch nicht beeinflusst worden ist, so dass er auch ohne Kenntnis genau gleich gehandelt hätte.<sup>126</sup>

### Praxisbeispiele

*Mangelnder Kausalzusammenhang – Urteil des Bundesstrafgerichts vom 21. Januar 2022*

Die (damals) börsenkotierte Aktiengesellschaft *Myriad* betrieb im Juni 2014 eine Chat-Applikation namens „MSNGR“. Dieser „MSNGR“ sollte durch eine neue Version umfassend verbessert werden und war zu diesem Zeitpunkt immer wieder Gegenstand von Präsentationen der *Myriad*. Der Beschuldigte war zu dieser Zeit bei einer Bank in der Geschäftsleitung tätig und arbeitete zugleich in der Research-Abteilung dieser Bank. In seiner Funktion als Researcher verfolgte er nach eigenen Angaben seit 2010 die *Myriad* und insbesondere deren MSNGR-App, um Investmentgrundlagen für die Kundenberater der Bank zu erarbeiten. Einerseits trug er zu diesem Zweck Informationen zu *Myriad* und deren MSNGR aus öffentlichen Quellen zusammen. Andererseits aber stand er auch in direktem Kontakt mit dem damaligen Chief Financial Officer (CFO), und dem damaligen Chief Executive Officer (CEO) der *Myriad*. Diese hielten ihn (auf seine Anfragen hin) über den zeitlichen Rahmen der geplanten Lancierung resp. deren Verschiebung auf dem Laufenden. Die neue, grundlegend verbesserte Version der MSNGR-App wurde schliesslich am 7. Juni 2014 durch eine stille Lancierung, also ohne begleitende ad hoc Meldung, im *Google Play Store* verfügbar gemacht. Dies bemerkten der Beschuldigte und andere Mitarbeitende der Bank am Morgen des 11. Juni 2014 und testeten daraufhin die App. In der Folge nahm der Beschuldigte per E-Mail Kontakt mit dem damaligen CEO der *Myriad* auf und gratulierte diesem zur Lancierung. Postwendend erhielt der Beschuldigte dann eine Antwort von dem damaligen CEO der *Myriad*. Aus dieser Nachricht war ersichtlich, dass noch am folgenden Tag ein „*formal announcement*“, also eine öffentliche Bekanntgabe über die neue und grundlegend verbesserte Version des MSNGRs erfolgen sollte. Kurz darauf, nur knapp eine Stunde später, erteilte der Beschuldigte den Auftrag zum Kauf von 75'000 Aktien *Myriad*. Am 12. Juni 2014 gab die *Myriad* dann – wie der damalige CEO der *Myriad* gegenüber dem Beschuldigten per E-Mail angekündigt hatte – vor-

---

<sup>126</sup> Ausführlicher, m.w.H.: Remund, 459 ff.

börslich bekannt, dass die neue Version des MSNGRs nun auf dem Markt verfügbar sei. Myriad schrieb dazu, dass es sich um eine „major evolution“ ihrer App handle. Auf den bereits am Vortag eingesetzten positiven Trend folgte noch am selben Tag ein Kursanstieg von 17.5%. Die Myriad-Positionen wurden vom Beschuldigten anschliessend verkauft, wodurch er einen Vermögensvorteil von CHF 75'536.25 realisierte.

Das Bundesstrafgericht kam zum Schluss, dass kein relevanter Kausalzusammenhang zwischen den vom damaligen CEO der Myriad per E-Mail erhaltenen Informationen und dem Aktienerwerb vorliege, da der natürlich kausale Beweggrund für den Kauf der Aktien die ohne Zutun von Insiderwissen festgestellte öffentliche Verfügbarkeit der neuen Chat-Applikation im *Google Play Store* gewesen sei. Das Gericht führte aus, dass die vom damaligen CEO der Myriad per E-Mail erhaltenen Informationen für das Entscheidungsverhalten des Beschuldigten keinen motivationalen Einflussfaktor darstellten. Als Folge dessen sei anzunehmen, dass der Beschuldigte das inkriminierte Börsengeschäft unabhängig von der Kenntnis allfälliger Insiderinformationen getätigt hätte. Aus rechtlicher Perspektive lasse sich damit keine für die Tatbestandserfüllung ausreichende *Mitkausalität* begründen, weshalb es an einem Tatbestandsmerkmal des angeklagten Straftatbestandes fehle und der Beschuldigte vom Vorwurf des Ausnützens der Kenntnis vertraulicher Tatsachen als Sekundärinsider freizusprechen sei. Das Gericht verzichtete auf die Auseinandersetzung mit den übrigen Tatbestandsmerkmalen (Vertraulichkeit der Information / Kursrelevanz / Vertraulichkeit etc.).<sup>127</sup>

#### *Keine Ausnutzung bei „face-to-face“-Transaktionen zwischen Insidern*

*Charilaos Georgakis* sowie Mitglieder seiner Familie sind Mehrheitsaktionäre von zwei Unternehmen, die an der griechischen Börse kotiert sind. Sie beschliessen, die Kurse der beiden Unternehmen künstlich zu stützen, indem sie untereinander Kauf- und Verkaufsgeschäfte tätigen. Laut dem Europäischen Gerichtshof stellt die Tatsache, dass der Kurs dieser beiden Unternehmen „künstlich“ gestützt wird, eine Insiderinformation dar.<sup>128</sup> Bei einem *face-to-face*-Geschäft zwischen Insidern verfügen beide Geschäftspartner über denselben Informationsstand und sind somit nicht

---

<sup>127</sup> BStGer CA.2021.13 E. 1.3.2 und 1.3.3; vgl. auch Millischer.

<sup>128</sup> EuGH, Urteil vom 10. Mai 2007 in der Rechtssache C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272 - Ypourgos Oikonomikon und Proïstamenos DOY Amfissas gegen Charilaos Georgakis, Rz. 15 ff.

in der Lage, die Insiderinformation auszunutzen.<sup>129</sup> Dasselbe gilt unter dem schweizerischen Recht, so dass ein solches Verhalten nicht unter das Insiderverbot gemäss Art. 154 (resp. 142) FinfraG fallen würde.<sup>130</sup>

Gemäss Rechtsprechung ist ein Ausnutzen bereits dann gegeben, wenn die Kenntnis der Insiderinformation *mitursächlich* dafür war, dass ein Kauf oder Verkauf erfolgte. Für die Tatbestandserfüllung ist *Mitkausalität* somit ausreichend.<sup>131</sup> Die Konsequenz daraus ist, dass sich Insider eben gerade nicht damit verteidigen können, die Transaktion hätte neben der Insiderinformation noch andere Motive (sog. „Motivbündel“) gehabt.<sup>132</sup>

Der Kausalzusammenhang ist grundsätzlich nicht unterbrochen, wenn der Insider vor Veröffentlichung einer negativen Information Effekten verkauft, um beispielsweise eine Steuerrechnung zu begleichen – wie oft in der Praxis behauptet wird. In einer solchen Konstellation hat die negative Information mutmasslich den Entscheid beeinflusst, ausgerechnet *diese* Effekte (und nicht eine andere) zu veräussern (und z.B. nicht stellvertretend einen Lombardkredit aufzunehmen).<sup>133</sup>

Beim *Handel mit eigenen Aktien durch die Gesellschaft* ist besondere Vorsicht geboten. Bei solchen Transaktionen sind die ausführenden Mitarbeiter des Emittenten dem Risiko auf Insiderhandel ausgesetzt, auch wenn die Transaktionen für den Emittenten erfolgen.<sup>134</sup> Der *Safe Harbor* „Rückkauf eigener

---

<sup>129</sup> EuGH, C-391/04, Rz. 32 ff. Das Verhalten sollte jedoch im EU-Recht eine Kursmanipulation darstellen, so insb. Veil, 220 N 217.

<sup>130</sup> Gl. M.: SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 129 ff.; Remund, 403; ggf. könnte es sich dabei jedoch nach hier vertretener Auffassung um Markt- oder Kursmanipulation handeln (Art. 143 bzw. 155 FinfraG).

<sup>131</sup> BStGer CA.2021.13 E. 1.3.1.2; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 113; Koenig, 192 f.; CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 82; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 53: „mitursächlich“. Ausführlich und m.w.H.: Remund, 456 ff. *Contra* in Bezug auf Art. 161 aStGB: Böckli, 76 ff.; Daeniker/Lambert, 368. Wohl in dieselbe Richtung im Zusammenhang mit Art. 154 FinfraG: BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 142 FinfraG, N 29 („ob die Kenntnis der Insiderinformation entscheidenden Einfluss auf die Transaktion hatte. Mit anderen Worten ist diesfalls zu untersuchen, ob die Parameter der Transaktion [Art der Effekten, Volumen, Preis und Zeitraum] anders ausgefallen wären, hätte der Insider nicht über die Insiderinformation verfügt.“) und die Beispiele unter N 30 *in fine*; Monsch, 822 ff.

<sup>132</sup> SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 113.

<sup>133</sup> Gl. M.: Remund, 461. *Contra*: Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 565 ff., insb. Fn. 1658; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 114.

<sup>134</sup> Statt vieler: Leuenberger/Thormann, 248 f. und 244.

Beteiligungspapier“ (Art. 123 FinfraV)<sup>135</sup> ist auf das Marktmanipulationsverbot zugeschnitten. So bietet die Bestimmung während sog. „Black-Out-Perioden“<sup>136</sup> keinen Schutz, ausser der Rückkauf erfolgt durch ein Wertpapierhaus ohne Beeinflussung durch den Emittenten (Art. 124 Abs. 2 FinfraV – ausführlicher dazu, unten IV.7.). Der *Safe Harbor* zur Umsetzung eines eigenen Entscheids (Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV – ausführlicher dazu unten, [IV.7.](#)), gilt ausschliesslich für den Fall, dass der Entscheid eigene Effekten zurückzukaufen, die eigentliche Insiderinformation darstellt. Der *Safe Harbor* gilt *nicht*, wenn der Emittent während des Rückkaufs über eine *andere* (positive) Insiderinformation verfügt.<sup>137</sup> Um zu vermeiden, die Transaktionen letztendlich nicht rechtzeitig durchführen zu können (so z.B. zur Bedienung eines Mitarbeiterprogramms oder zur Vermeidung der verheerenden Verrechnungssteuerfolgen nach der sechsjährigen Haltedauer von Teilhaberechten),<sup>138</sup> empfiehlt sich, die Transaktionen im Voraus zu planen und sie dann strikt nach diesem Plan auszuführen.<sup>139</sup>

## 5. Taterfolg – Wie ist der unrechtmässige Vermögensvorteil zu berechnen?

Die Insiderstrafnorm erfordert das *Erlangen eines Vermögensvorteils* durch die Ausnutzung der Insiderinformation, sei es durch eine Insidertransaktion oder durch eine Insidermitteilung resp. -empfehlung. Der Vermögensvorteil kann dem Insider oder einem Dritten zugutekommen. Bleibt der Vermögensvorteil bei einer Insidertransaktion aus, obwohl die ausgenutzte Insiderinformation kurserheblich war, so kann dennoch ein Versuch des Insiderhandels vorliegen.<sup>140</sup>

---

<sup>135</sup> Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung, FinfraV, SR 958.11).

<sup>136</sup> D.h. (i) während der Emittent die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschiebt, (ii) während zehn Börsentagen vor der öffentlichen Bekanntgabe von Finanzergebnissen, oder (iii) mehr als neun Monate nach dem Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses (Art. 124 Abs. 1 FinfraV).

<sup>137</sup> Gl. M.: Gericke/Isler, 168; Fahrländer, Insiderstrafatbestand, Rz. 600.

<sup>138</sup> Vgl. Art. 4a Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 (Verrechnungssteuergesetz, VStG, SR 642.21).

<sup>139</sup> Remund, 459 f. In dieselbe Richtung in Bezug auf Übernahmen: Erläuterungsbericht des Eidgenössischen Finanzdepartements zur Änderung der Börsenverordnung – Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. April 2013, 3; Koenig, 213 i.V.m. 192 f.; SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 140; Wohlers, Insiderrechtliche Schranken, 404 ff. Ähnlich im europäischen Recht: Poelzig, 533.

<sup>140</sup> Statt vieler: SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art. 154, N 158.

Bei Insidertransaktionen ist die *Berechnung des Vermögensvorteils* – auch auf internationaler Ebene – uneinheitlich. Diese Berechnung ist jedoch in verschiedener Hinsicht äusserst relevant: Erstens bestimmt sich dadurch der Betrag, welcher (durch Einziehung oder Ersatzforderung) abgeschöpft wird. Zweitens kann ein unrechtmässiger Vermögensvorteil über mehr als CHF 1 Mio. zu einer qualifizierten Insiderstraftat führen, welche eine Vortat zur Geldwäscherei darstellen kann (vgl. unten, [IV.9.](#)).

In der Schweiz unbestritten ist, dass der unrechtmässige Vermögensvorteil sich nach dem *Nettoprinzip* bestimmt.<sup>141</sup> Zur Berechnung des Vermögensvorteils wendet die Bundesanwaltschaft die folgende Berechnung an (bei Ausnutzung einer positiven Information), wobei Transaktionsgebühren und allfällige Ausschüttungen mitzubersichtigen sind.<sup>142</sup>

**Grundsatz:**

Schlusskurs ein Börsentag nach Veröffentlichung der Insiderinformation  
– effektiver Kaufpreis  
x Anzahl der Finanzinstrumente

**Ausnahme** (insb. falls die Finanzinstrumente innert des Börsentages nach Veröffentlichung der Insiderinformation verkauft worden sind):  
Realisierter Gewinn

In ihren verwaltungsrechtlichen Verfahren scheint die FINMA einen ähnlichen Ansatz anzuwenden, wobei sie den VWAP<sup>143</sup> statt des Schlusskurses verwendet.<sup>144</sup> In den meisten Urteilen verwendete das Bundesstrafgericht den „ersten Kurs“ nach Bekanntwerden, wodurch wohl der erste Eröffnungs- resp. Schlusskurs nach Veröffentlichung gemeint ist.<sup>145</sup> Falls die Information unmit-

<sup>141</sup> Vgl. unter anderem: BStGer SK.2017.19 E. 6.2.4, bestätigt durch BGer 6B\_879/2018 E. 3.2.1. M.w.H.: Remund, 438 ff. Insb. im deutschen Strafrecht bestimmt sich der Vermögensvorteil aus einer vorsätzlichen Insidertransaktion jedoch nach dem Bruttoprinzip (!) (statt vieler: Rönnau/Wegner, 755).

<sup>142</sup> Ausführlicher zu den verschiedenen Methoden, m.w.H.: Remund, 440 ff.

<sup>143</sup> *Volume-weighted average price*.

<sup>144</sup> Vgl. insb.: Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-4763/2017 vom 29. Juni 2018 E. 13.5.

<sup>145</sup> BStGer SK.2017.19 E. 4.8.10 sowie 6.2.4 (den Schlusskurs etwa eine Stunde nach Veröffentlichung der Information, die während der Handelszeiten erfolgte, festhaltend), bestätigt durch BGer 6B\_879/2018 E. 3.2.1 (Feststellung, dass der *Kurs zum Zeitpunkt* der Veröffentlichung der Information nicht relevant ist: „Dieser Zeitpunkt entspricht quasi der Stunde Null, ab welcher sich der Kurs aufgrund der publizierten Mitteilung überhaupt erst in die eine oder andere Richtung verändert“); BStGer SK.2015.14 E. 7.5 und 6.5.3 (Eröffnungskurs nach der Transaktion, obwohl die Bundesanwaltschaft beantragt hatte, den

telbar vor Handelsbeginn oder -schluss veröffentlicht wird, erlaubt diese Methode jedoch keine genügende Absorption und Einpreisung der Information durch den Markt.<sup>146,147</sup> Die Finanzintermediäre scheinen in der Praxis zum Monitoring von möglichen Insiderstraftaten im Rahmen der Geldwäschereibekämpfung (so zur Berechnung, ob die CHF 1 Mio.-Schwelle überschritten worden ist) auf den realisierten Gewinn abzustützen.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung sind auch allfällige Erträge, welche mit den durch die Straftat erlangten Vermögenswerten erzielt worden sind, einzuziehen bzw. mittels Ersatzforderung zurückzuerstatten. Dazu zählen unter anderem die auf den Vermögenswerten erzielten Zinsen, Dividenden und Kursgewinne.<sup>148</sup>

## 6. Subjektives Tatbestandsmerkmal: Reicht Eventualvorsatz aus?

Die Insiderstrafnorm erfordert Vorsatz. Bei vorsätzlichen Straftaten genügt Eventualvorsatz, wenn sich aus dem Wortlaut oder der *ratio* der Norm nichts anderes ergibt. Eventualvorsatz liegt bereits vor, wenn der Täter die Verwirklichung der Tat für möglich hält und in Kauf nimmt (Art. 12 Abs. 2 StGB).

In Bezug auf die Insiderstrafnorm des alten Rechts unter Art. 161 aStGB verlangte ein Teil der Lehre sowie der Rechtsprechung eine sichere Kenntnis der Vertraulichkeit und der Kurserheblichkeit der Information.<sup>149</sup> Diese Argumentation basierte hauptsächlich auf dem Wortlaut der alten Insiderstrafnorm gemäss Art. 161 aStGB, welcher eine „Kenntnis“ verlangte. Da dieser Begriff in der

---

Schlusskurs desselben Tages zu verwenden); Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2015.59 vom 22. Februar 2016 im abgekürzten Verfahren, in dem das Gericht systematisch den ersten Eröffnungskurs nach der Veröffentlichung der Insiderinformation verwendete. *Contra*: BStGer SK.2018.26 E. 3.4.6 (in Anwendung von Art. 161 aStGB), in dem das Bundesstrafgericht die Methode der Bundesanwaltschaft (Schlusskurs nach einem Börsentag) anwandte, sich aber auf seine übliche Praxis des ersten Kurses nach der Veröffentlichung berief (der in diesem Fall der Eröffnungskurs gewesen wäre, da die Information vor der Eröffnung veröffentlicht worden war).

<sup>146</sup> Für weitere Hinweise zur Absorptionsdauer einer Information: Remund, 360 ff.

<sup>147</sup> Auch kritisch: CR-CP II-Thormann/Remund, Art. 154 LIMF, N 112; Remund, 445 f.

<sup>148</sup> Vgl. Urteil des Bundesgerichts 6B\_430/2012 vom 8. Juli 2013 E. 3.1.3. m.w.H.; Remund, 504 f.

<sup>149</sup> BGE 145 IV 407 E. 3.2 S. 417 ff. (in Anwendung von Art. 161 aStGB); BStGer SK.2018.26 E. 3.6.1 (in Anwendung von Art. 161 aStGB); Urteil des Bezirksgerichts des Kantons Zürich vom 14. Juni 2001, in: SJZ 2001, 464 ff., 464 (In Anwendung von Art. 161 aStGB); Schmid, 143 f.; BSK StGB 2013-Peter, Art. 161, N 38; PK StGB-Trechsel/Jean-Richard-Dit-Bressel, Art. 161, N 22; Thormann/Portmann, 124 f. *Contra* zu Art. 161 aStGB bereits: Hürlimann, 97 (hinsichtlich der Kurserheblichkeit); Koenig, 207 (verlangt jedoch eine sichere Kenntnis der Insiderfaktum); Leuenberger, 414 ff.

neuen Fassung der Bestimmung nicht mehr erscheint, reicht nach hier vertretener Auffassung bei Art. 154 FinfraG Eventualvorsatz aus<sup>150</sup> – dies insbesondere auch in Bezug auf die Insiderinformation und das Erlangen eines Vermögensvorteils.<sup>151</sup> Der subjektive Tatbestand ist somit erfüllt, wenn der Insider die Möglichkeit hinnimmt, dass er eine Insiderinformation ausnutzt.<sup>152</sup>

## 7. Der Schutz der *Safe Harbor* als Rechtfertigungsgrund

Die FinfraV sieht verschiedene *Safe Harbors* in Bezug auf die Marktmissbräuche vor (Art. 122 ff. FinfraV). Wenn ein Verhalten die Bedingungen eines solchen *Safe Harbors* erfüllt, dann ist es *in jedem Fall* aus der Perspektive der Marktmissbräuche im Sinne von Art. 14 StGB rechtmässig. In Bezug auf das Insiderverbot stehen in der Praxis zwei *Safe Harbors* im Vordergrund:

Erstens erlaubt der *Safe Harbor* von Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV *einen eigenen Entscheid, ein Effektingeschäft durchzuführen, umzusetzen*, obwohl dieser Entscheid eigentlich eine Insiderinformation darstellt. Der *Safe Harbor* kommt typischerweise bei Übernahmeverhaben zur Anwendung. In solch einer Konstellation stellt das Übernahmeverhaben meist *per se* eine Insiderinformation dar; der *Safe Harbor* erlaubt der übernehmenden Gesellschaft, im Vorfeld zur Veröffentlichung des Projekts sog. *Toehold Purchases* zu tätigen, obwohl sie *per*

---

<sup>150</sup> Statt vieler: Fahrländer, Insiderstraftatbestand, Rz. 628 ff. M.w.H.: Remund, 461 f.; in Anwendung von Art. 154 FinfraG verlangt das Bundesstrafgericht jedoch sicheres Wissen um die Vertraulichkeit der Insiderinformation und um deren Kurserheblichkeitspotential (BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.7).

<sup>151</sup> Ebenfalls in diese Richtung: In Anwendung von Art. 154 FinfraG lässt das Bundesstrafgericht in Bezug auf das Erlangen eines Vermögensvorteils Eventualvorsatz genügen (BStGer CA.2021.19 E. II.A.1.4.4.7); SK FinfraG-Sethe/Fahrländer, Art 154, N 164 f.; BSK FINMAG/FinfraG-Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, N 69 (mit *Gegenverweisen*). In Bezug auf Art. 161 aStGB bereits: Urteil des Bezirksgerichts des Kantons Zürich vom 14. Juni 2001, in: SJZ 2001, 464 ff., 464 (in Anwendung von Art. 161 aStGB); Urteil des Bezirksgerichts des Kantons Zürich GG040431/U vom 2. Dezember 2004 E. 3.4, in: Nobel/Senn, 360 ff. (in Anwendung von Art. 161 aStGB); Koenig, 207 f. *Contra*: Monsch, 822 f.; BSK StGB 2013-Peter, Art. 161, N 38 m.w.H. *Contra* in Bezug auf Art. 161 aStGB: BGE 145 IV 419 E. 3.2 S. 417 f. Ein Ausnutzen im Sinne von Art. 154 FinfraG ist bereits zu bejahen, wenn die Kenntnis der Insiderinformation mitursächlich für den Kauf oder Verkauf von Effekten war (vgl. oben, IV.4). Ist die Mitkausalität gegeben, so nimmt der Insider den Vermögensvorteil in Kauf, weshalb aus Sicht der Autoren auch der Eventualvorsatz zu bejahen ist. Bereits aus diesem Grund muss Eventualvorsatz in Bezug auf die Erlangung eines Vermögensvorteils genügen.

<sup>152</sup> Wenn ein Insider ein Gerücht ausnutzt, kann er versuchen zu argumentieren, dass das subjektive Element fehlte, d.h. dass er nicht die Möglichkeit in Betracht zog, es mit einer Information zu tun zu haben, die noch vertraulich ist oder den Kurs erheblich beeinflussen könnte.



*definitionem* Kenntnis des Vorhabens hat. Dabei sind *caveats* zu beachten: Zunächst gilt dieser *Safe Harbor* nur für die Durchführung von *Transaktionen*; eine *Mitteilung* des Vorhabens ist durch diesen *Safe Harbor* nicht gedeckt.<sup>153</sup> Zudem schützt der *Safe Harbor* nur den potentiellen Anbieter sowie Personen, die (i) für den Anbieter (z.B. Finanzintermediäre) oder (ii) in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter oder als organisierte Gruppe handeln.<sup>154</sup>

Zweitens erlaubt Art. 128 FinfraV die *Mitteilung von Insiderinformationen* falls gewisse Bedingungen erfüllt sind. Eine solche Mitteilung kann erfolgen, (i) falls der Informationsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Information angewiesen ist (Art. 128 lit. a FinfraV) oder (ii) falls die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist (Art. 128 lit. b FinfraV; bei dieser zweiten Variante muss bei der Weitergabe auf das Verwendungsverbot hingewiesen und dies dokumentiert werden).

Zu beachten ist, dass der *Safe Harbor* zum „*Rückkauf eigener Beteiligungspapiere*“ gemäss Art. 123 FinfraV in erster Linie auf das Marktmanipulationsverbot zugeschnitten ist, so dass er in Bezug auf das Insiderhandelsverbot nur einen geringen Schutz bietet: *Einerseits* gilt der *Safe Harbor* nur, falls die Transaktionen im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufprogrammes im Sinne von Art. 123 Abs. 1 oder Abs. 2 FinfraV stattfinden; nicht-öffentliche Rückkäufe sind somit nicht gedeckt. *Andererseits* gilt der Schutz in Bezug auf das Insiderhandelsverbot *ausgerechnet nicht* während sog. „*Black-out Perioden*“,<sup>155</sup> d.h. während Zeitspannen, in welchen oft Insiderinformationen vorliegen. Ausnahmsweise gilt der *Safe Harbor* während einer „*Black-out Periode*“, (i) wenn ein Wertpapierhaus, das vor der Eröffnung des Rückkaufprogramms beauftragt wurde und seine Entscheide ohne Beeinflussung durch den Emittenten innerhalb der von diesem vorgegebenen Parameter trifft, oder (ii) eine Handelseinheit, die mit Informationsbarrieren geschützt wird, sofern es sich beim Emittenten um ein Wertpapierhaus handelt, das Transaktionen durchführt (Art. 124 Abs. 2 FinfraV).

---

<sup>153</sup> Vgl. insb. Leuenberger/Thormann, 237; Remund, 413.

<sup>154</sup> Vgl. insb. Leuenberger/Thormann, 236 f.; Remund, 415 f.

<sup>155</sup> Die „*Black-out Perioden*“ gelten, a. während der Emittent die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss den Bestimmungen der Börse aufschiebt; b. während zehn Börsentagen vor der öffentlichen Bekanntgabe von Finanzergebnissen; oder c. mehr als neun Monate nach dem Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses (Art. 124 FinfraV).

## 8. Schuld: Der Verbotsirrtum als Schuldausschluss- bzw. Schuld minderungsgrund?

Das Finanzmarktrecht stellt eine komplexe Materie dar, so dass die Umriss des Insiderstrafverbots für den Durchschnittsbürger nicht immer zwingend klar sind. Kann ein Verbotsirrtum als Schuldausschluss- bzw. Schuld minderungsgrund zur Anwendung kommen, so z.B. wenn der Insider dachte, er be wege sich in der Legalität?

Gemäss Art. 21 Satz 1 StGB handelt nicht schuldhaft, wer bei Begehung der Tat nicht weiss und nicht wissen kann, dass er sich rechtswidrig verhält, er mithin irrtümlich und aus zureichenden Gründen annimmt, er tue überhaupt nichts Unrechtes.<sup>156</sup> Dabei ist die Anwendung von Art. 21 StGB bereits dann von vorn herein ausgeschlossen, wenn der Täter die Tat im *unbestimmten Empfinden* begeht, dass das eigene Verhalten der Rechtsordnung möglicherweise wider sprechen könnte.<sup>157</sup> Hält der Täter sein Verhalten bloss für nicht strafbar, er liegt er einem unbeachtlichen Subsumtionsirrtum.<sup>158</sup>

War ein tatsächlich bestehender Irrtum *vermeidbar*, so mildert das Gericht ge mäss Art. 21 Satz 2 StGB die Strafe nach freiem Ermessen (Schuld minderungs grund). Vermeidbar ist ein Verbotsirrtum regelmässig dann, wenn der Täter selbst an der Rechtmässigkeit seines Verhaltens zweifelt oder hätte Zweifel haben müssen oder wenn er weiss, dass eine rechtliche Regelung besteht, er sich über deren Inhalt und Reichweite aber nicht genügend informiert.<sup>159</sup> Wo der Täter sich auf eine Beratung oder Auskunft seitens Dritter verlässt, gilt der Rechtsirrtum nach der Rechtsprechung nur dann als unvermeidbar, wenn eine komplexe Rechtsfrage vorliegt, die beigezogene Person rechtskundig ist (ins besondere Anwälte oder zuständige Behörden), die erteilte Auskunft verbind lich erfolgt und sie auf einer lückenlosen Prüfung beruht.<sup>160</sup>

In der Praxis wurde das Argument des Verbotsirrtums von Beschuldigten be reits geltend gemacht. Bisher wurde jedoch aufgrund der strengen Vorausset zungen von Art. 21 StGB noch nie ein Verbotsirrtum angenommen.

---

<sup>156</sup> Vgl. anstatt vieler BGE 128 IV 201 E. 2 S. 210 f.

<sup>157</sup> Vgl. Urteil des Bundesgerichts 6B\_1207/2018 vom 17. Mai 2019 E. 3.3 m.w.H.; BGE 130 IV 77 E. 2.4 S. 81 f.

<sup>158</sup> Vgl. z.B. BGer 6B\_1207/2018 E. 3.3; BGE 128 IV 201 E. 2 S. 210 f.

<sup>159</sup> Vgl. statt vieler BGer 6B\_1207/2018 E. 3.3 m.w.H.

<sup>160</sup> Vgl. statt vieler BGer 6B\_1207/2018 E. 3.3 m.w.H.

## 9. Der qualifizierte Tatbestand als Vortat zur Geldwäscherei

Seit 2013 kann eine qualifizierte Insiderstraftat im Sinne von Art. 154 Abs. 2 FinfraG als Vortat zur Geldwäscherei gelten. Dazu müssen zwei Bedingungen erfüllt sein: *Zum einen* muss die Insiderstraftat durch einen Primärinsider<sup>161</sup> begangen worden sein. *Zum anderen* muss dadurch ein unrechtmässiger Vermögensvorteil von über CHF 1 Mio. erwirtschaftet worden sein.<sup>162</sup> Diese Qualifikationshürde wird derzeit im Rahmen des FinfraG-Reviews einer Überprüfung unterzogen.<sup>163</sup>

Die Erfassung einer Insiderstraftat als Vortat hat mehrere Folgen: *Erstens* werden qualifizierte Insiderstraftaten durch die Finanzintermediäre als mögliche Vortaten zur Geldwäscherei identifiziert und den Strafverfolgungsbehörden über die Meldestelle für Geldwäscherei (MROS) gemeldet. *Zweitens* erlaubt ein Verfahren wegen Geldwäscherei, den Schutz des schweizerischen Strafrechts auf ausländische Finanzmärkte und entsprechend ausländische Insiderstraftaten auszudehnen. *Drittens* kommt über die Geldwäscherei eine Strafbarkeit von Unternehmen i.S.v. Art. 102 Abs. 2 StGB zumindest theoretisch in Frage.

## V. Erkenntnisse zum *Enforcement* des Insiderverbots in der Schweiz

### i. Identifizierung von Insiderstraftaten

Die Identifizierung von Insiderstraftaten auf den Finanzmärkten erfolgt durch verschiedene Akteure:

Zunächst überwachen die Handelsplätze die Finanzmärkte, um verdächtige Transaktionen zu identifizieren (Art. 31 FinfraG). Bei Verdachtsmomenten benachrichtigen sie sowohl die FINMA als auch die Bundesanwaltschaft (Art. 31 Abs. 2 FinfraG). Seit 2018 verfügen diese Handelsplätze über anonymisierte Informationen zum wirtschaftlich Berechtigten hinter einer Transaktion<sup>164</sup>, was

---

<sup>161</sup> Zum Begriff des Primärinsiders, vgl. oben, [IV.1.a](#)).

<sup>162</sup> Zur Berechnung des unrechtmässigen Vermögensvorteils, vgl. oben, [IV.5.](#); ausführlicher zur Frage, wie der unrechtmässige Vermögensvorteil bei mehreren Insiderstraftaten berechnet werden muss: Remund, 478 f.

<sup>163</sup> EFD/SIF, Bericht des EFD, Evaluation des Finanzmarktinfrastukturgesetzes – FinfraG-Review vom 30. September 2022, 36.

<sup>164</sup> So verfügen die Handelsplätze in Bezug auf den wirtschaftlich Berechtigten hinter einer Transaktion über Angaben (i) zur Nationalität sowie zum (ii) Geburts- oder Gründungsdatum und eine (iii) Referenznummer, welche vom jeweiligen Finanzmarktteilnehmer vergeben wird. Zu beachten ist dabei jedoch, dass ein und derselbe wirtschaftlich Berechtigte jedoch bei jedem Finanzmarktteilnehmer über eine verschiedene Referenznummer verfü-

zu einer effizienteren Aufdeckung verdächtiger Transaktionen führen soll. In der Praxis steht die *SIX Exchange Regulation* der Schweizer Börse *SIX Swiss Exchange* als Anzeigerstatterin im Vordergrund.

Im Gegensatz zu den Börsen und den multilateralen Handelssystemen sind die anderen prudentiell Beaufsichtigten nicht verpflichtet, Effktengeschäfte von Kunden systematisch zu überwachen und abzuklären. Dies könnte Insidern erlauben, ihre Transaktionen unauffällig über OTC Derivate bei *Brokern* durchzuführen. Allerdings müssen in der Schweiz getätigte Derivatgeschäfte an ein zentrales Transaktionsregister (so insb. die *SIX Trade Repository AG*) gemeldet werden (Art. 104 FinfraG). Ausserdem sind auch diese Beaufsichtigte verpflichtet, Hintergründe ihrer Kundengeschäfte abzuklären und ggf. zu melden, sofern offensichtliche Verdachtsmomente auf Insiderhandel bestehen. Zudem besteht eine Meldepflicht an die FINMA, falls sich solche Transaktionen wesentlich auf die Risiken (z.B. Reputationsrisiken) des Beaufsichtigten oder des Finanzplatzes auswirken können (Art. 29 Abs. 2 FINMAG).<sup>165</sup>

Letztlich sind Finanzintermediäre verpflichtet, der MROS Meldungen zu erstatten, falls ein Verdacht auf eine qualifizierte Insiderstraftat (nach schweizerischem oder ausländischem Recht) und entsprechender Geldwäscherei besteht. Angesichts der gesetzlichen Hürde (Art. 154 Abs. 2 FinfraG: Straftat durch einen Primärinsider und Vermögensvorteil von über CHF 1 Mio.) sind solche Verdachtsmeldungen quantitativ weniger zahlreich. Sie beruhen indes auf einer vertieften Kenntnis des wirtschaftlich Berechtigten und begründen daher in der Regel *ab ovo* einen hohen Verdachtsgrad.<sup>166</sup>

Darüber hinaus werden verdächtige Sachverhalte auch aufgrund von (i) eigenen Feststellungen im Rahmen einer Untersuchung, (ii) Anzeigen von Behörden in der Schweiz (z.B. Steuerbehörden) oder im Ausland (typischerweise ausländische Regulatoren, so insbesondere die FCA, oder Strafverfolgungsbehörden), (iii) Anzeigen von Drittpersonen (z.B. im Rahmen einer Aktionärsstreitigkeit) sowie (iv) der Bearbeitung von Amts-/Rechtshilfeersuchen identifiziert.<sup>167</sup>

---

gen wird, was wiederum das Monitoring erschwert (vgl. Art. 39 Abs. 1 und 2 FinfraG, Art. 37 Abs. 1 lit. d FinfraV und Art. 3 lit. k der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111).

<sup>165</sup> FINMA-RS 13/8, Rz. 47; BSK FINMAG/FinfraG-Hoch/Hotz, Art. 142 FinfraG, N 61; Remund, 497.

<sup>166</sup> Ähnlich bereits: Remund, 496 f.

<sup>167</sup> Ähnlich bereits: Remund, 497.

## 2. Enforcement-Verfahren

Die Untersuchungen des Straf- resp. Verwaltungsrechts in Bezug auf Insiderstraftaten werden durch die Bundesanwaltschaft resp. die FINMA geführt. Beide Behörden arbeiten eng zusammen und koordinieren ihre Ermittlungen (Art. 31 Abs. 3 FinfraG, Art. 38 FINMAG, Art. 43 ff. StPO sowie Art. 68 StBOG)<sup>168 169</sup>.

Nach Erhalt einer Anzeige mit genügenden Anhaltspunkten wird grundsätzlich zunächst die FINMA Ermittlungen aufnehmen, da insbesondere für das Verwaltungsrecht ein tieferer Anfangsverdacht bereits ausreichen kann. In gewissen Konstellationen wird jedoch die Bundesanwaltschaft die Führung einer Untersuchung übernehmen, namentlich falls Zwangsmassnahmen erforderlich sind, so insbesondere bei Kollisionsgefahr oder bei mangelnder Kooperation.<sup>170</sup>

Dieses Zusammenspiel könnte die Frage der Verletzung des *nemo tenetur*-Grundsatzes<sup>171</sup> aufwerfen, wenn ein Beaufchtigter im Verwaltungsverfahren aufgrund seiner Mitwirkungspflicht Informationen übermitteln muss, welche dann im Strafverfahren gegen ihn verwendet werden.<sup>172</sup> Das Ausmass dieser Problematik wird im Bereich der Marktmissbräuche jedoch oft überschätzt: Die meisten Informationen werden durch juristische Personen geliefert, welche nur in ganz bestimmten Konstellationen Gegenstand eines Insiderstrafverfahrens werden können (vgl. oben, [IV.1.d](#)).<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Bundesgesetz über die Organisation der Strafbehörden des Bundes vom 19. März 2010 (Strafbehördenorganisationsgesetz, StBOG, SR 173.71)

<sup>169</sup> Zulauf et al., 187 ff.; Pflaum/Wohlers, 537 ff, m.w.H. Festhaltend, dass diese Bestimmungen eine schnelle und informelle Informationsübermittlung ermöglichen: BVGer B-4763/2017 E. 5.2. Vgl. auch: Botschaft zum Finanzmarktinfrakturgesetz vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff., 7534 und 7609, wobei insb. die Möglichkeit eines informellen Austauschs hervorgehoben wird.

<sup>170</sup> Vgl. insb.: BBl 2011, 6879; Eymann/Züllig, 179 ff.

<sup>171</sup> D.h. das im Strafverfahren geltende Recht, sich nicht selbst belasten zu müssen (Art. 113 StPO).

<sup>172</sup> Ausführlicher: Graf, 49 ff. Insb. zur Problematik der Pflicht der FINMA, Verdachtsmomente an die Strafbehörden zu melden: Wyss David, 115 ff.

<sup>173</sup> In diesem Sinne insb.: Thormann, 109 ff.; Remund, 500 f. Vgl. auch BGE 142 IV 207 E. 8.3.3 S. 215 (für die Anwendbarkeit des *nemo tenetur*-Grundsatzes auf juristische Personen) und E. 9 S. 223 (festhaltend, dass der *nemo tenetur*-Grundsatz die Bundesanwaltschaft nicht daran hindert, im Rahmen einer Hausdurchsuchung einen internen Untersuchungsbericht – der ausserhalb eines *Enforcementverfahrens* erstellt wurde – einer Bank zu beschlagnahmen, die Gegenstand des Strafverfahrens ist).

### 3. Ermittlungsinstrumente

Obwohl sowohl die Bundesanwaltschaft als auch die FINMA Insiderermittlungen führen, sind die ihnen zur Verfügung stehenden Ermittlungsinstrumente verschieden:

Als Strafbehörde verfügt die Bundesanwaltschaft über die verschiedenen Zwangsmassnahmen der Strafprozessordnung. So können insbesondere Telefonüberwachungen angeordnet werden (Art. 269 Abs. 2 lit. j StPO); angesichts der technischen Entwicklung im Telekommunikationsbereich ist diese Massnahme jedoch weitgehend überholt. Zu bedauern ist, dass zur Verfolgung von Marktmissbräuchen keine sog. GovWares eingesetzt werden können (Art. 269<sup>ter</sup> Abs. 1 lit. b StPO i.V.m Art. 286 Abs. 2 StPO) – im Rahmen einer Gesetzesrevision wird zurzeit jedoch die Möglichkeit eines solchen Einsatzes geprüft.<sup>174</sup> Im Gegensatz zum US-Recht verfügt die schweizerische Strafprozessordnung auch nicht über ein wirksames Anreizsystem zur Kooperation, was insbesondere bei sog. *Insiderrings* ein wichtiges Mittel darstellen würde.<sup>175</sup>

Im Gegensatz zur Bundesanwaltschaft kann die FINMA keine Zwangsmassnahmen anordnen. Entsprechend ist sie auf die Einhaltung der Mitwirkungspflicht der Verfahrensbeteiligten und der Beaufsichtigten angewiesen (Art. 25 und 29 FINMAG sowie Art. 13 VwVG)<sup>176, 177</sup>. Auch kann sie keine Vermögenswerte beschlagnahmen oder Sanktionen wie Bussen oder Freiheitsstrafen verhängen. Angesichts dieser Einschränkungen wird die FINMA in erster Linie gegenüber Beaufsichtigten tätig.<sup>178</sup>

### 4. Kein Privatkläger im Insiderverfahren

Seit der Gesetzesrevision im Jahr 2013 schützt die Insiderstrafnorm keine Individualgüter mehr. Entsprechend kann weder der Emittent noch der Arbeitgeber des Insiders als Geschädigter gelten; für sie entfällt die Möglichkeit als

---

<sup>174</sup> EFD/SIF, Bericht des EFD, Evaluation des Finanzmarktinfrastukturgesetzes – FinfraG-Review vom 30. September 2022, 28.

<sup>175</sup> Ausführlicher: Remund, 501 f.

<sup>176</sup> Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG, SR 172.021).

<sup>177</sup> Für eine Darstellung des Enforcementverfahrens: Friedmann/Kuhn/Schönknecht, 470 ff. Vgl. auch: Müller/Haas/Stauber, 390 ff.

<sup>178</sup> In diesem Sinne implizit: FINMA, Jahresbericht 2017, 36 f.

Privatklägerin am Verfahren teilzunehmen.<sup>179</sup> Dasselbe gilt für den Anleger: Die Insiderstrafnorm schützt sein Vermögen nicht (mehr), so dass auch er am Verfahren nicht teilnehmen kann.<sup>180</sup>

## 5. Insiderfälle sind Indizienprozesse

Wie bereits erwähnt, kommt es bei Primärinsidern zu den meisten Verurteilungen. Dies ist mutmasslich auf Beweisschwierigkeiten zurückzuführen: Es hat sich gezeigt, dass bei Insiderverfahren so gut wie nie ein unmittelbarer Beweis bezüglich der Weitergabe der Insiderinformation geführt werden kann. Ein direkter Beweis durch Geständnis, Zeugenaussagen, Schriftstücke oder auch Text-Nachrichten ist meistens nicht möglich, da die entsprechende Interaktion geheim erfolgt und weder eingestanden noch aufgezeichnet wird.<sup>181</sup> Aus naheliegenden Gründen wird jegliche Spur zur Weitergabe geheim gehalten, indem verschlüsselte Nachrichtenkanäle verwendet werden, ein Treffen vereinbart wird oder eine Codierung zum Einsatz kommt. Der Nachweis eines Insidertatbestandes muss darum in aller Regel über den indirekten Beweis, d.h. über Indizien erfolgen.<sup>182</sup>

Insbesondere nachfolgende Indizien sind in der Praxis von Relevanz:

- *Insiderlisten* sind ein gewichtiges Indiz dafür, ob und wann der Insider spätestens von der Insiderinformation Kenntnis hatte, auch wenn diese stark fehleranfällig sind, da sie oft nicht bzw. zu spät unterzeichnet werden.
- Die Durchführung einer Effekientransaktion während einer „*Black-out-Periode*“ sowie die Verletzung der Meldepflichten für Management-Transaktionen stellen Indizien für die Kenntnis einer Insiderinformation dar und indizieren den direkten Vorsatz in Bezug auf die Erlangung eines Vermögensvorteils.
- Das *Handelverhalten* stellt oft ein weiteres, zentrales Indiz dar, so insb.:
  - eine unüblich hohe Risikobereitschaft (so z.B. bei unüblichem Handel auf Derivaten oder bei einer unüblich hohen Investition im Verhältnis zum Gesamtvermögen);

---

<sup>179</sup> Beschluss des Bundesstrafgerichts BB.2017.123 vom 12. September 2017.

<sup>180</sup> Beschluss des Bundesstrafgerichts BB.2021.95 vom 10. Januar 2022 E. 3.4; für mehr: Remund, 247 ff.

<sup>181</sup> BStGer SK.2022.11 E. 4.5.2 mit Hinweis auf Thormann/Portmann, 120 ff. Vgl. auch das Urteil des Bundesgerichts 6B\_1052/2017 vom 12. Juni 2018, welches in E. 3.6.3 festhält, dass der Nachweis von nicht öffentlich bekannten Informationen generell schwierig sei und dieser Nachweis entweder direkt oder indirekt erfolgen könne.

<sup>182</sup> Vgl. zum Indizienbeweis auch BStGer SK.2017.19 E. 3.3 und E. 4.8.6 ff. sowie BStGer SK.2018.26 E. 3.4.4.4 ff.

- Verkauf von anderen Positionen oder Aufnahme eines Darlehens zur Finanzierung der mutmasslichen Insidertransaktion;
- ungewöhnliche Anlage, z.B. auf Effekten in einem neuen Segment oder auf einem neuen Markt;
- ein stimmiges Timing kurz vor Veröffentlichung der Insiderinformation (umso mehr bei wiederholtem Handel mit denselben Effekten und/oder paradoxen Informationen);
- synchrones Handeln zwischen mehreren Insidern im Fall eines möglichen Insiderings.

## VI. Fazit

Ziel dieser Publikation war es, nach mehr als zehn Jahren ausschliesslicher Bundeszuständigkeit eine *Tour d'Horizon* im Bereich des Insiderstrafrechts zu geben. Die Erkenntnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Im *internationalen Kontext* ist die Anzahl Verurteilungen in der Schweiz im Verhältnis zu Kenngrössen wie Gesamtden Kapitalisierung oder Bevölkerung vergleichbar mit anderen Jurisdiktionen, so insbesondere mit den USA und Deutschland. Die Sanktionen des schweizerischen Rechts fallen jedoch substantiell milder aus als in den USA oder der EU, dies insbesondere im Lichte der maximalen Busse von CHF 10'000 bei Tertiärsinsidern.<sup>183</sup>
- Im heutigen Zeitalter der globalisierten Finanzmärkte ist die Frage der *territorialen Anwendbarkeit* des schweizerischen Insiderverbots immer wieder von Relevanz. Zu beachten ist dabei *erstens*, dass die allgemeinen Grundsätze des StGB anwendbar sind und dass sich aus dem Finanzmarktrecht keine Besonderheiten ergeben. *Zweitens* bedarf die Anwendbarkeit des schweizerischen Insiderstrafverbots eine territoriale Anknüpfung zum schweizerischen Recht *und* zusätzlich einen Bezug zu einer in der Schweiz gehandelten Effekte.<sup>184</sup>
- In Bezug auf den Insiderstrafatbestand ergeben sich mehrere Erkenntnisse: Zum *Täterkreis* ist auf der faktischen Ebene zunächst festzuhalten, dass die meisten Verurteilungen in der Schweiz sog. Primärsinsider betreffen. Auf der rechtlichen Ebene ist die Unterscheidung zwischen den verschiedenen Täterarten in mehrfacher Hinsicht relevant. Die entsprechenden Unschärfen bei der Abgrenzung bedürfen somit einer Klärung durch

---

<sup>183</sup> Vgl. oben, [II](#).

<sup>184</sup> Vgl. oben, [III](#).



die Rechtsprechung.<sup>185</sup> Hervorzuheben ist, dass im Rahmen einer geplanten Gesetzesrevision eine *Abschaffung der drei Täterkategorien* vorgeschlagen wird.<sup>186</sup>

- In Bezug auf das *Tatobjekt* ist festzuhalten, dass das strafrechtliche Insiderverbot zwar in Bezug auf gewisse kryptobasierte Werte anwendbar sein könnte, sofern diese entweder in *scope*-Effekten oder daraus abgeleitete Derivate darstellen. Angesichts dieser Einschränkung dürfte der schweizerische Insideratbestand jedoch lediglich ausnahmsweise zur Anwendung kommen. Relevant ist dessen Anwendbarkeit dagegen für die Frage der beidseitigen abstrakten Strafbarkeit bei ausländischen Insiderstraftaten, welche als Vortaten zur Geldwäscherei gelten könnten. Ausserdem wird die Zukunft zeigen, ob das Aufkommen von GDRs auf chinesischen Effekten einen grösseren *Enforcement*-Bedarf mit sich bringen wird.<sup>187</sup>
- Die Praxis hat den Begriff der *Insiderinformation* in den letzten Jahren konkretisiert. So ist heute klar, dass *sämtliche* Informationen unter den Tatbestand von Art. 154 FinfraG fallen können. Auch in Bezug auf die *Kurserheblichkeit* wurden einige Punkte geklärt: So bestimmt sie sich die Erheblichkeit *ex ante* aus der objektiven Perspektive des *reasonable investor*. Starre Schwellenwerte sind überholt, da die Volatilität zwischen den Effekten stark variieren kann. Um zu bestimmen, welche Kursschwankung für eine bestimmte Effekte erheblich ist, wendet die BA ein *Garch-t*-Modell an. Noch nicht gänzlich geklärt ist jedoch bis wann eine Information als vertraulich gelten kann; gemäss erster Rechtsprechung dürfte eine Information als öffentlich gelten, sobald sie in ihrem wesentlichen Gehalt auf dem Internet (*in casu*: auf der Webpage des Emittenten sowie auf dem *Google Play Store*) zugänglich ist.<sup>188</sup>
- Bei der *Tathandlung* stellt sich in der Praxis oft die Frage der Ausnutzung der Insiderinformation resp. der *Kausalität* zwischen Handlung und Information. Zu beachten ist dabei, dass Mitkausalität für die Tatbestandserfüllung bereits ausreichend ist. Entsprechend sollten Primärinsider besonders vorsichtig sein, zumal insbesondere auch Effektingeschäfte für den Emittenten erfasst werden können.<sup>189</sup>
- In Anwendung des Grundsatzes *crime does not pay* wird der *unrechtmässige Vermögensvorteil* systematisch abgeschöpft. Zur Berechnung des unrecht-

---

<sup>185</sup> Vgl. oben, [IV.1](#).

<sup>186</sup> EFD/SIF, Bericht des EFD, Evaluation des Finanzmarktinfrastukturgesetzes – FinfraG-Review vom 30. September 2022, 28.

<sup>187</sup> Vgl. oben, [IV.2](#).

<sup>188</sup> Vgl. oben, [IV.3](#).

<sup>189</sup> Vgl. oben, [IV.4](#).

mässigen Gewinns werden (auch auf internationaler Ebene) verschiedene Berechnungsmethoden angewendet. Eine einheitliche Lösung konnte sich bisweilen noch nicht durchsetzen.<sup>190</sup>

- Auf der subjektiven Ebene erfordert die Insiderstrafnorm *Vorsatz*; Fahrlässigkeit genügt nicht. Durch die Rechtsprechung zu klären bleibt, ob eine sichere Kenntnis der Insiderinformation/deren Vertraulichkeit resp. ein direkter Vorsatz in Bezug auf bestimmte Tatbestandselemente gegeben sein muss.<sup>191</sup>
- Die in der FinfraV geregelten Safe Harbors sind strafrechtsdogmatisch als Rechtfertigungsgründe zu betrachten. In der Praxis ist jedoch mit den Safe Harbors mit Vorsicht umzugehen. *Erstens* gilt ihre schützende Wirkung nur, wenn sämtliche Voraussetzungen erfüllt sind. *Zweitens* sind die Umrisse der Safe Harbors teils unscharf, was zu Rechtsunsicherheit führen kann.<sup>192</sup> Festzuhalten ist auch, dass es in der schweizerischen Praxis bisher noch nie zur Annahme eines Verbotsirrtums als Schuldausschlussgrund kam.<sup>193</sup>
- Neu seit dem Jahr 2013 können Insiderstraftaten Vortaten zur Geldwäsche darstellen. Dies hat zur Folge, dass die schweizerischen Finanzintermediäre qualifizierte Insiderstraftaten des schweizerischen und ausländischen Recht identifizieren und melden müssen.<sup>194</sup>
- Schliesslich ergeben sich auch zahlreiche Erkenntnisse zum *Enforcement* des Insiderverbots: Auffallend ist, dass die meisten Verurteilungen in Verbindung mit Primärinsidern erfolgten. Das ist mutmasslich auf Beweisschwierigkeiten zurückzuführen: Es hat sich gezeigt, dass bei Insiderverfahren die Weitergabe der Insiderinformation so gut wie nie direkt bewiesen werden kann, so dass über Indizien ein indirekter Beweis erbracht werden muss.<sup>195</sup> Vor allem aber ist hervorzuheben, dass sich das System zur Identifizierung von Insiderstraftaten grundsätzlich bewährt. Zu begrüssen ist dabei, dass die Handelsplätze seit 2018 über anonymisierte Informationen zum wirtschaftlich Berechtigten hinter einer Transaktion verfügen.<sup>196</sup> Zudem hat sich auch das System des „zweistufigen“ *Enforcements* durch die FINMA und die Bundesanwaltschaft gut etabliert – die für

---

<sup>190</sup> Vgl. oben, [IV.5.](#)

<sup>191</sup> Vgl. oben, [IV.6.](#)

<sup>192</sup> Vgl. oben, [IV.7.](#)

<sup>193</sup> Vgl. oben, [IV.8.](#)

<sup>194</sup> Vgl. oben, [IV.9.](#)

<sup>195</sup> Vgl. oben, [V.5.](#)

<sup>196</sup> Vgl. oben, [VI.](#)

den Fall geeignetste Behörde kann dadurch die Führung der Untersuchung übernehmen.<sup>197</sup> Dieser Entscheid erfolgt in erster Linie aufgrund der sehr unterschiedlichen Ermittlungsinstrumente der beiden Behörden.<sup>198</sup>

Die gemachte *Tour d'Horizon* hat insgesamt aufgezeigt, dass in den vergangenen Jahren bereits einige Rechtsfragen im Zusammenhang mit dem Insiderstatus einer Klärung zugeführt werden konnten. Einiges ist weiterhin offen und bedarf der Klärung. Die Bundesanwaltschaft wird dieser Rechtsfindungsaufgabe – selbstverständlich in Zusammenarbeit mit den involvierten Partnern – auch in Zukunft nachkommen. Ziel ist es somit, einerseits die Strafverfolgung in diesem Bereich konsequent durchzusetzen und andererseits im Sinne der Rechtssicherheit weiterhin Rechtsprechung zu erwirken.

## Literaturverzeichnis

- Andersen et al., Financial Risk Measurement for Financial Risk Management, in: Constantinides George/Harris Milton/Stulz René (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance SET, vol. 2B, Oxford Amsterdam 2013, 1127 ff.
- Angstmann Raffaella/Chassot Sylviane, Tatverdächtiger handelte alleine, NZZ vom 21. April 2017, <<https://www.nzz.ch/international/anschlag-in-dortmund-mutmasslicher-bvb-taeter-gefasst-ld.1288039?reduced=true>>.
- Awase Kenji, Switzerland helps China Inc satisfy its itch for overseas listings, Financial Times vom 17. Februar 2023, <<https://www.ft.com/content/83275ac1-0c83-44aa-9d6b-9e1019c05f0f>>.
- Bank Matthias/Baumann Ralf, Market Efficiency under ad hoc Information: Evidence from Germany, Financial Markets and Portfolio Management, 29 (2015), 173 ff.
- Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FINMAG/FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Strafrecht, Strafrecht II, in: Niggli Marcel Alexander/Wiprächtiger Hans (Hrsg.), 3. A., Basel 2013 (zit. BSK StGB 2013-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zur Schweizerischen Strafprozessordnung, in: Niggli Marcel Alexander/Heer Marianne/Wiprächtiger Hans (Hrsg.), 2. A., Basel 2014 (zit. BSK StPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Ben Hattar Ariel, Can Publicly Available Data Become Insider Information?, CapLaw 2019, 1 ff.
- Böckli Peter, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989.

---

<sup>197</sup> Vgl. oben, [V.2](#).

<sup>198</sup> Vgl. oben, [V.3](#).

- Carsten Paul/Chatterjee Soham, NQ Mobile hits back at Muddy Waters, releases account details, Reuters News vom 25. Oktober 2013, <<https://www.reuters.com/article/uk-nq-mobile-muddywaters-idUKBRE99O0Z120131025>>.
- Commentaire romand – Code pénal II, Art. 111-392 CP, in : Macaluso Alain/Moreillon Laurent/Queloz Nicolas (Hrsg.), Basel 2017 (zit : CR-CP II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Daeniker Daniel/Lambert Claude, Kann ein Manager überhaupt noch Aktien seiner Gesellschaft erwerben?, GesKR 2008, 359 ff.
- Eichele Hans, Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärsinsider, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankenrecht 1997, 501 ff.
- Eymann Patric/Züllig Jessie, Marktaufsicht der FINMA, in: Häner Isabelle/Waldmann Bernhard (Hrsg.), Staatliche Aufsicht über die Wirtschaft und ihre Akteure, Bern 2019, 173 ff.
- Fahrländer Lukas, Der revidierte schweizerische Insiderstrafatbestand, Zürich 2015 (zit. Fahrländer, Insiderstrafatbestand).
- Fahrländer Lukas, Bevorstehende journalistische Berichterstattung über Marktgerüchte als Insiderinformation und Reichweite des Journalistenprivilegs – Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 15.3.2022 – C-302/20 – A vs. Autorité des marchés financiers (AMF), Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union 2022, 257 ff. (zit. Fahrländer, Anmerkung zum EuGH-Urteil).
- Félez-Viñas Ester/Johnson Luke/Putniņš Talis J., Insider Trading in Cryptocurrency Markets, Draft vom 8. August 2022, <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4184367](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4184367)>.
- Friedmann Oliver/Kuhn Christoph/Schönknecht Florian, Enforcement, in: Sester Peter et al. (Hrsg.), Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, Zürich/St. Gallen 2018, 469 ff.
- Gallarotti Ermes, Ein schwerer Fall von Insiderhandel; Finma verhängt mehrjähriges Berufsverbot gegen Ex-Banker, NZZ vom 24. Januar 2020, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/finma-mehrjaehriges-berufsverbot-fuer-banker-wegen-insidervergehen-ld.1536224?reduced=true>>.
- Garvey Paul, The Easy Steps to a Chinese Short-Selling Fortune, The Australian vom 30. Januar 2012, <[https://www.theaustralian.com.au/subscribe/news/1/?sourceCode=TA-WEB\\_WRE170\\_a\\_GGL&dest=https://www.theaustralian.com.au/news/the-easy-steps-to-a-chinese-shortselling-fortune/news-story/cc7477552368a6423bf4954c667ac131&mementype=anonymouse&mode=premium&v21=dynamic-groupa-test-no-score&V21spcbehaviour=append](https://www.theaustralian.com.au/subscribe/news/1/?sourceCode=TA-WEB_WRE170_a_GGL&dest=https://www.theaustralian.com.au/news/the-easy-steps-to-a-chinese-shortselling-fortune/news-story/cc7477552368a6423bf4954c667ac131&mementype=anonymouse&mode=premium&v21=dynamic-groupa-test-no-score&V21spcbehaviour=append)>.
- Gericke Dieter/Isler Vanessa, Rückkauf eigener Aktien im regulatorischen Dickicht, in: Reuter Thomas U. (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich 2014, 117 ff.
- Gfeller Diego, Neue Inkonsistenzen im Insiderstrafrecht, AJP 2008, 1199 ff.
- Graf Damian, Strafrechtlicher Umgang mit Verfehlungen in der Finanzbranche, GesKR 2018, 1 ff.
- Hoogs Justin/Mayer Justin/Sadeghi Kayvan, Benefits of Cooperation, in: Loewenson Carl/Smithline Ruti (Hrsg.), Insider Trading: Law and Developments, Chicago 2017, 105 ff.

- Hopt Klaus/Kumpan Christoph, Insider- und Ad-hoc-Publizitätsprobleme, in: Ellenberger Jürgen/Bunte Hermann-Josef (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 6. A., München 2022, 1184 ff.
- Hsu Peter, Ad-hoc-Publizität: Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen – ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Zürich 2000.
- Huber Andrea/Gruber Michael, Ad hoc-Publizität: Gleichbehandlung im Kapitalmarkt, Jusletter, 27. Juni 2005.
- Hürlimann Silvan, Der Insiderstraftatbestand: Rechtsvergleichende Studie der schweizerischen und der US-amerikanischen Regelung unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien und der aktuellen Entwicklungen im Finanzmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2005.
- Jean-Richard-Dit-Bressel Marc, Der Aktionär als Insider am Tatort Börse?, Zürich/Basel/Genf 2003.
- Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospekt-gesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Europäische Marktmissbrauchsverordnung, in: Schwark Eberhard/Zimmer Daniel (Hrsg.), 5. A., München 2020 (zit. Kapitalmarktrechts-Kommentar-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- King Carolyn, Sino-Forest Seeks Court Protection, Wall Street Journal vom 30. März 2012, <<https://www.wsj.com/articles/SBI0001424052702303816504577313701349617824>>.
- Kommentar zur Marktmissbrauchsverordnung: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, in: Klöhn Lars (Hrsg.) München 2018 (zit. Kommentar MAR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Koenig Daniela, Das Verbot von Insiderhandel: eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Zürich/Basel/Genf 2006.
- Kölner Kommentar zum WpHG, in: Hirte Heribert/Moellers Thomas M. (Hrsg.), 2. A., Köln 2014 (zit. Kölner Kommentar zum WpHG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kramer Stefan/Meier Urs, Tokenisierung von Finanzinstrumenten, GesKR 2020, 60 ff.
- Krämer Janine, Der Insidertatbestand unter besonderer Berücksichtigung der Ausnahmebestimmungen, Zürich/St. Gallen 2020.
- Krause Hartmut, in: Meyer-Landrut Andreas/Veil Rüdiger/Rönnau Thomas (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. A., München 2023.
- Kuntz Thilo, Digitale Kommunikation mit Aktionären und Investoren, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 2019, 190 ff.
- Le Temps, Les traders alliés à des hackers ukrainiens empochent illégalement 100 millions de dollars, 12. August 2015, <<https://www.letemps.ch/economie/traders-allies-hackers-ukrainiens-empochent-illegalement-100-millions-dollars>>.
- Leu Nicolas, Der revidierte Insidertatbestand, AJP 2013, 261 ff.
- Leuenberger Christian/Thormann Olivier, Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderverbot, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014, 201 ff.

- Leuenberger Christian, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz: unter besonderer Berücksichtigung verschiedener moraltheoretischer und ökonomischer Konzepte sowie eines Vergleichs mit dem US-amerikanischen Bundesrecht, Zürich 2010.
- Macey Jonathan et al., Lessons from Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson, *Virginia Law Review* 1991, 1017 ff.
- Martin Didier et al., Les abus de marché, 2. A., Paris 2021.
- Maurenbrecher Benedikt/Leisinger Benjamin, *Decentralized Finance* (Teil 2), Ansätze einer rechtlichen Einordnung, *SJZ* 2022, 704 ff.
- Miller Hugo, In Land of Discretion, No Jail for Swiss Insider Trading, Bloomberg vom 3. Dezember 2018, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-03/swiss-insider-traders-dodge-jail-in-land-where-discretion-rules#xj4y7vzkg>>.
- Millischer Sven, Umstrittene Trades bei der BZ Bank: Die Hintergründe, *Handelszeitung* vom 4. Mai 2021, <<https://www.handelszeitung.ch/unternehmen/umstrittene-trades-bei-der-bz-bank-die-hintergrunde-338721>>.
- Monsch Martin, Hochfrequenzhandel – Eine rechtsökonomische Analyse des Phänomens sowie eine rechtsdogmatische Betrachtung des schweizerischen Aufsichtsrechts unter funktionaler Berücksichtigung des europäischen Rechts, Zürich/Basel/Genf 2018.
- Müller Lukas/Haas Julia/Stauber Natalie, FINMA-Enforcementverfahren gegen natürliche Personen, *GesKR* 2019, 388 ff.
- Naegeli Vera, Insiderstrafrecht – Besprechung des Urteils BGE 145 IV 407 des Bundesgerichts (Urteil 6B\_90/2019 vom 7. August 2019), *GesKR* 2020, 155 ff.
- Nobel Peter, Internationales und Transnationales Aktienrecht, Band 1: Teil IPR und Grundlagen, 2. A., Bern 2012.
- Nobel Peter/Senn Myriam, Finanzmarktrechtliche Entscheide: Praxis zum schweizerischen Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2006, 360 ff.
- Paredes Rodolfo, Short & Shout – Insiderdelikt nach Schweizer Recht, *AJP* 2020, 1103 ff.
- Peter Anna, Die kursrelevante Tatsache, Zürich 2015 (zit. Peter Anna).
- Peter Christoph, Aspekte der Insiderstrafnorm – insbesondere der „ähnliche Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite“, Chur/Zürich 1991 (zit. Peter, Insiderstrafnorm).
- Peter Christoph, Insiderhandel und Marktmanipulation, in: Sester Peter et al. (Hrsg.), *Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen*, Zürich/St. Gallen 2018, 1107 ff. (zit. Peter, Insiderhandel).
- Pflaum Sonja/Wohlers Wolfgang, Kurs- und Marktmanipulation: straf- und aufsichtsrechtliche Relevanz der Manipulation von Börsenkursen, *GesKR* 2013, 523 ff.
- Poelzig Doerte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2016, 528 ff.
- Raymond Nate, Insider traders in U.S. face longer prison terms, Reuters analysis shows, Reuters Business News vom 2. September 2014, <<https://www.reuters.com/article/us-insidertrading-prison-insight-idUSKBN0GX0A820140902>>.

- Remund Cédric, L'exploitation d'informations d'initiés selon les articles 154 et 142 LIMF, Zürich 2021.
- Remund Cédric/Wyss Dominic, Insider Trading im digitalen Zeitalter: Neue Herausforderungen und Risiken, SZW 2023, 24 ff.
- Rönnau Thomas/Wegner Kilian, in: Meyer-Landrut Andreas/Veil Rüdiger/Rönnau Thomas (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2. A., München 2023.
- Schenker Urs/Chernaya Viktoriya, Tesla und Elon Musk – Tweet zwischen Ad hoc-Meldung und Marktmanipulation, GesKR 2018, 491 ff.
- Schmid Niklaus, Schweizerisches Insiderstrafrecht, Bern 1988.
- Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzmarktinfrakturgesetz FinfraG, in: Sethe Rolf et al. (Hrsg.), Zürich 2017 (zit. SK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Schürpf Thomas, Millionenstrafe wegen Insiderhandels – Krisenmanager Hans Ziegler ist selber in der Krise, NZZ vom 23. Juni 2017, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/regulierungsbehoerde-finma-ahndet-gravierende-faelle-von-insiderhandel-und-marktmanipulation-ld.1302493?reduced=true>>.
- Schweizerisches Strafgesetzbuch: Praxiskommentar, in: Trechsel Stefan/Pieth Mark (Hrsg.), 2. A., Zürich/St. Gallen 2013, (zit. PK StGB-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Sethe Rolf/Fahrländer Lukas, Frontrunning durch Vermögensverwalter als Insiderdelikt, in: Jositsch Daniel/Schwarzenegger Christian/Wohlers Wolfgang (Hrsg.), Festschrift für Andreas Donatsch, Zürich 2017, 499 ff.
- Strebel Felix, Insidervergehen und Banken: eine juristische Analyse der Konsequenzen des Art. 161 StGB für Banken in der Schweiz (unter besonderer Berücksichtigung des Börsenplatzes Zürich), Winterthur 1990.
- Tanda Jean François, Wenn Manager ihr Insiderwissen vergolden, SRF News vom 27. Juli 2017, <<https://www.srf.ch/news/wirtschaft/wenn-manager-ihr-insiderwissen-vergolden>>.
- Tewlin Daniel, M&A und Insiderrecht, in: Watter Rolf et al. (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002.
- Thormann Oliver/Portmann Matthias, Insiderstrafrecht – Update, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII, Zürich/Basel/Genf 2019, 99 ff.
- Thormann Olivier, Sicht der Strafverfolger – Chancen & Risiken, in: Romero Flavio/Bazzani Claudio (Hrsg.), Interne und regulatorische Untersuchungen II, Zürich/Basel/Genf 2016, 91 ff.
- Veil Rüdiger, in: Veil Rüdiger (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. A., Tübingen 2014.
- Vilares Gabriel, Ex-BVB-Spieler erinnert sich an Attentat auf Dortmund-Bus: „Ich hatte Todesangst“, Aargauer Zeitung vom 12. April 2022, <<https://www.aargauerzeitung.ch/news-service/sport/ex-bvb-spieler-erinnert-sich-attentat-auf-dortmund-bus-ich-hatte-todesangst-ld.2275724>>.

- Weber Anette, (Re-)naissance von Global Depository Receipts (GDRs)?, in: Schwarzenegger Christian/Brunner Reinhard (Hrsg.), TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt, Europa Institut an der Universität Zürich, Zürich 2023, (zit. Weber Anette)
- Weber Martin, Informationsmissbrauch im Finanzmarkt: Eine Untersuchung des börsenrechtlichen Systems zur Ahndung und Abwehr von Informationsmissbrauch im schweizerischen Finanzmarkt, Zürich 2013 (zit. Weber Martin).
- Weber Rolf H., Handel mit digitalen Aktiven, in: Weber Rolf H./Kuhn Hans (Hrsg.), Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht, Basel 2021, 165 ff. (zit. Weber, Schweizer Blockchain-Recht).
- Weber Rolf H., Zivilrechtliche Aspekte von Geschäftsabwicklungen auf DLT-Handelsplattformen, SZW 2021, 450 ff. (zit. Weber, DLT-Handelsplattformen).
- Wohlers Wolfgang/Mühlbauer Tilo, Finanzanalysten, Wirtschaftsjournalisten und Fondsmanager als Primär- und Sekundärinsider, Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht 2003, 41 ff.
- Wohlers Wolfgang, Die neue Insiderstrafnorm, GesKR 2013, 345 ff. (zit. Wohlers, Neue Insiderstrafnorm).
- Wohlers Wolfgang, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht, in: Ackermann Jürg-Beat (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht der Schweiz: Hand- und Studienbuch, 2. A, Bern 2021 (zit. Wohlers, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht).
- Wohlers Wolfgang, Insiderrechtliche Schranken für die Offenlegung von Informationen im Rahmen von Firmenübernahmen und beim Pakethandel, in: Sethe Rolf et al. (Hrsg.), Kommunikation – Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 393 ff. (zit. Wohlers, Insiderrechtliche Schranken).
- Wyss David, Finanzmarktenforcement der FINMA: Die Instrumente und ihr Einsatz in der Praxis, in: Emmenegger Susan (Hrsg.), Banken zwischen Strafrecht und Aufsichtsrecht, Basel 2014, 83 ff. (zit. Wyss David).
- Wyss Dominic, Initial Coin Offerings (ICOs), Jusletter, 3. Dezember 2018 (zit. Wyss Dominic).
- Zulauf Urs et al., Finanzmarktenforcement – Verfahren zur Durchsetzung des Schweizer Finanzmarktrechts, 2. A., Bern 2014.



# Gemeinsame Absprachen im Kapitalmarktrecht

Philip Spoerlé

## Inhalt

I.	<a href="#">Überblick</a>	114
II.	<a href="#">Gemeinsame Absprachen im Offenlegungsrecht</a>	115
	1. <a href="#">Grundlagen und Normzweck</a>	115
	a) <a href="#">Grundlagen</a>	115
	b) <a href="#">Zweck der Offenlegung</a>	116
	2. <a href="#">Tatbestandselemente</a>	117
	a) <a href="#">Verhaltensabstimmung mit einem Dritten</a>	117
	b) <a href="#">Verhaltensabstimmung erfolgt durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen</a>	118
	c) <a href="#">Verhaltensabstimmung erfolgt im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräußerung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten</a>	119
	3. <a href="#">Rechtsfolgen</a>	119
	4. <a href="#">Praxisfragen</a>	120
	a) <a href="#">Aktionärbindungsvertrag</a>	120
	b) <a href="#">Konzernverhältnis</a>	122
	c) <a href="#">Lock-up Gruppe</a>	124
III.	<a href="#">Die angebotspflichtige organisierte Gruppe</a>	125
	1. <a href="#">Grundlagen</a>	125
	2. <a href="#">Zweck der Angebotspflicht</a>	126
	3. <a href="#">Tatbestandselemente</a>	127
	a) <a href="#">Verhaltensabstimmung mit einem Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen im Hinblick auf den Erwerb von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten</a>	127
	b) <a href="#">Verhaltensabstimmung im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft</a>	128
	4. <a href="#">Praxisfragen</a>	129
	a) <a href="#">Kontakte vor der Generalversammlung</a>	129
	b) <a href="#">Abgrenzung zum indirekten Handeln</a>	130
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	132

## I. Überblick

Die Beurteilung, ob aus kapitalmarktrechtlicher Sicht ein Handeln in gemeinsamer Absprache vorliegt, ist in der Praxis insbesondere bei etwas komplexeren Sachverhaltskonstellationen ein dornenreiches Unterfangen. Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die Rechtsfigur des Handelns in gemeinsamer Absprache thematisch einzuordnen und ausgewählte Praxisbeispiele eines (möglichen) Handelns in gemeinsamer Absprache näher zu beleuchten.

Nach einem kurzen Überblick wird im ersten Teil des Beitrags auf den *Gruppenbegriff im Offenlegungsrecht* eingegangen. Dabei werden einerseits die Grundlagen und der Normzweck und andererseits die konkreten Tatbestandselemente und Rechtsfolgen des Handelns in gemeinsamer Absprache für offenlegungsrechtliche Zwecke beleuchtet, bevor einige Fallbeispiele behandelt werden. Der zweite Teil des Beitrags widmet sich der *gemeinsamen Absprache im Übernahmerecht*, wobei konkret auf die Gruppenbildung für die Zwecke der Angebotspflicht eingegangen wird. Wiederum werden neben den Grundlagen einige Praxisfragen aufgegriffen.

Das Handeln als Gruppe bzw. die gemeinsame Absprache können aus kapitalmarktrechtlicher Sicht wie folgt eingeordnet werden:

- Im Bereich Offenlegung ist der Tatbestand der gemeinsamen Absprache im Zusammenhang mit der Meldepflicht von Beteiligungen relevant, welche in den Art. 120 und 121 FinfraG geregelt sind. Die Bestimmungen befassen sich mit der Frage der Zurechnung des Erwerbs von Beteiligungspapieren durch in gemeinsamer Absprache handelnde Dritte.
- Im übernahmerechtlichen Kontext ist die Thematik des Handelns in gemeinsamer Absprache mit Dritten für die Auslösung der Pflicht zur Durchführung eines öffentlichen Übernahmeangebots relevant. Auch dort geht es um die Zurechnung von in gemeinsamer Absprache handelnden Personen bzw. die von diesen erworbenen Beteiligungspapieren. Diese Zurechnung wird in Art. 135 FinfraG statuiert. Für den Fall einer solchen Zurechnung besteht für die in gemeinsamer Absprache handelnden Personen zusätzlich eine übernahmerechtliche Meldepflicht, die in Art. 134 FinfraG geregelt ist. Einen anderen Zweck hat die Erfassung des Handelns in gemeinsamer Absprache für freiwillige Übernahmeangebote, d.h. Angebote, die von einem Anbieter lanciert werden, welcher noch nicht über eine Beteiligung verfügt, mit der ein massgeblicher Grenzwert für ein Pflichtangebot überschritten wird. In diesem Kontext geht es in erster Linie darum, dass die spezifischen, vom Gesetz vorgegebenen Anbieterpflichten nicht dadurch vermieden werden können, dass kritische Transaktionen auf Dritte ausgelagert werden.

		Normzweck der erfassten "gemeinsamen Absprachen"	
		Zurechnung von Aktienkäufen Dritter	Umgehung der Anbieterpflichten (durch Auslagerung kritischer Transaktionen auf Dritte, insb. Best Price Rule)
Pflichten im Kapitalmarkt	Offenlegung	– Meldepflicht von Beteiligungen bzw. für organisierte Gruppen (Art. 120-121 FinfraG)	
	Übernahmeangebot	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Übernahmerechtliche Meldepflicht betr. Erwerb und Veräußerung von Beteiligungspapieren (Art. 134 FinfraG)</li> <li>– Handeln in Absprache für Zwecke der Auslösung einer Angebotspflicht (Art. 135 FinfraG)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Handeln in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe für Zurechnung der Anbieterpflichten (Art. 11-12 UEV)</li> </ul> <p><i>(gestützt auf Art. 131 lit. f FinfraG sowie materiell durch Art. 127 Abs. 3 FinfraG vorgeformt)</i></p>

Abbildung 1: Normzweck von kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen zu gemeinsamen Absprachen

Der vorliegende Beitrag befasst sich nur mit zwei der vier Sachverhalte, in welchen ein Gruppenhandeln kapitalmarktrechtlich von Bedeutung ist, nämlich mit der Offenlegungspflicht gemäss Art. 120 f. FinfraG sowie mit der Pflicht zur Vornahme einer öffentlichen Übernahmeangebots nach Art. 135 FinfraG. Nicht behandelt wird dagegen die übernahmerechtliche Meldepflicht (Art. 134 FinfraG) sowie die Zurechnung gemäss Art. 127 Abs. 3 FinfraG in Verbindung mit Art. 11 f. UEV.

## II. Gemeinsame Absprachen im Offenlegungsrecht

### I. Grundlagen und Normzweck

#### a) Grundlagen

Das Gesetz regelt die offenlegungsrechtlichen Pflichten im Zusammenhang mit einem Handeln in gemeinsamer Absprache im Wesentlichen in drei Bestimmungen:

- Art. 120 FinfraG sieht vor, dass wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache Aktien oder bestimmte Beteiligungsderivate von in der Schweiz kotierten Gesellschaften erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔ Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, eine Meldung an die Gesellschaft und an die betreffende(n) Börse(n) vornehmen muss.
- Wann genau ein Handeln in gemeinsamer Absprache vorliegt, wird in Art. 12 FinfraV-FINMA präzisiert. Auf die einzelnen Tatbestandselemente wird nachstehend<sup>1</sup> eingegangen.
- Art. 121 FinfraG bestimmt schliesslich, wie sich die Meldepflicht für in gemeinsamer Absprache handelnde Personen bzw. organisierte Gruppen konkret gestaltet.

Auffallend ist, dass die vom Gesetz verwendete Terminologie nicht einheitlich ist. Während in Art. 120 FinfraG ausschliesslich die „gemeinsame Absprache“ erwähnt wird, wird in Art. 12 FinfraV-FINMA zusätzlich der Begriff der „organisierten Gruppe“ verwendet. Art. 121 FinfraG bezieht sich schliesslich auf vertraglich oder auf andere Weise organisierte Gruppen.

In der Literatur wird diskutiert, welche Bedeutung diesen terminologischen Unterschieden beigemessen werden soll<sup>2</sup> und unter anderem argumentiert, dass es sich bei einer organisierten Gruppe eher um eine auf eine bestimmte Dauer angelegte Struktur handelt, während eine gemeinsame Absprache auch fallbezogen sein kann.<sup>3</sup> In der Praxis ist der Unterscheidung keine spezifische Bedeutung beizumessen.<sup>4</sup>

#### *b) Zweck der Offenlegung*

Für die Interpretation der Frage, wann ein Handeln in gemeinsamer Absprache für offenlegungsrechtliche Zwecke vorliegt, ist es wichtig, zu verstehen, was der Zweck der Offenlegung und – daraus abgeleitet – der Erfassung von gemeinsamen Absprachen ist:

Grundsätzlich wird mit der Meldepflicht gemäss Art. 120 FinfraG bezweckt, dass in Bezug auf die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse von börsenkotierten Gesellschaften Transparenz geschaffen wird. Diese Transparenz ist deshalb gewünscht, weil die Zusammensetzung des Aktionariats ein wichtiger bzw. mitentscheidender Faktor für die Frage ist, ob eine Investition in das be-

---

<sup>1</sup> Vgl. unten, [1.2](#).

<sup>2</sup> Vgl. für eine Übersicht BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 137.

<sup>3</sup> So Bühler, § 9 Rz. 892; BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 137 und Art. 121, N 5.

<sup>4</sup> Dieser Meinung auch Höhn, 27; BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 137 und Art. 121, N 6.

treffende Beteiligungspapier getätigt werden soll.<sup>5</sup> Sodann kann aus dem Verhalten von Personen, die wesentlich an einer Gesellschaft beteiligt sind, allenfalls eine Erkenntnis darüber gewonnen werden, wie sich das betreffende Unternehmen entwickelt oder kann die Identität solcher Personen aus anderen Gründen relevant sein, z.B. um zu beurteilen, ob deren Beteiligung für die eigene Beteiligung ein Problem darstellt, z.B. aus sanktionsrechtlichen Gründen oder weil es sich beim offengelegten Aktionär um einen Konkurrenten handelt.<sup>6</sup> Schliesslich sollen mit der Offenlegung Übernahmeabsichten frühzeitig aufgedeckt werden können. Durch die Offenlegungspflicht wird es einer Person erschwert, unentdeckt eine massgebliche Beteiligung aufzubauen und dann überraschend ein Übernahmeangebot zu lancieren. Der Gesellschaft wird es wiederum ermöglicht, angemessen auf ein solches Übernahmeangebot zu reagieren.<sup>7</sup>

Die Schaffung von Transparenz ist anfällig für Umgehungsaktionen, z.B. durch Vorschieben einer anderen juristische Person oder eines Treuhänders oder aber auch durch in gemeinsamer Absprache handelnde Personen. Entsprechend sollen auch solche Konstellationen von der Meldepflicht erfasst werden.<sup>8</sup>

## 2. Tatbestandselemente

Damit ein Handeln in gemeinsamer Absprache in Bezug auf die Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG vorliegt, müssen drei Tatbestandselemente erfüllt sein:

### a) *Verhaltensabstimmung mit einem Dritten*

Wie es bereits der Begriff selbst sagt, agiert eine Person nur dann in gemeinsamer Absprache mit einer anderen Person, wenn die Beteiligten ihr Verhalten aufeinander abstimmen.

Nach der herrschenden Lehre und Praxis verlangt die Verhaltensabstimmung eine bewusste und interaktive Kommunikation. Andernfalls liegt regelmässig ein Parallelverhalten vor, welches mit Blick auf den Normzweck und aus praktischen Gründen von der Pflicht nicht erfasst sein kann.<sup>9</sup>

---

<sup>5</sup> SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 120, N 3 f.

<sup>6</sup> Siehe auch BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 8.

<sup>7</sup> Hoffmann/von der Crone, 314; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 120, N 6 f.; BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 9.

<sup>8</sup> Hoffmann/von der Crone, 314; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 2.

<sup>9</sup> Gotschev, § 2 N 380 ff.; Höhn, 35; Hoffmann/von der Crone, 316; Forstmoser/Küchler, § 14 N 697.

Erfolgt die Kommunikation über eine Mittelsperson wie z.B. eine Bank, dann müssen die Tatsachen sowie der Umfang der Absprache zumindest in Grundzügen bekannt sein – ansonsten kann keine Absprache vorliegen.<sup>10</sup> Schliesslich ist es erforderlich, dass eine gewisse Bindung gegeben ist und gemeinsame Mittel und Kräfte eingesetzt werden.<sup>11</sup> Namentlich ist es nicht ausreichend, wenn die Parteien untereinander lediglich Informationen oder Einschätzungen austauschen.<sup>12</sup>

b) *Verhaltensabstimmung erfolgt durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen*

Der Verhaltensabstimmung muss ein Vertrag oder ein anderes organisiertes Verhalten zugrunde liegen oder die Verhaltensabstimmung muss von Gesetzes wegen erfolgen.

In der Praxis wird dieses Tatbestandselement weit ausgelegt. Insbesondere ist weder ein spezifisches Rechtsverhältnis noch ein Vertragsverhältnis erforderlich.<sup>13</sup> Die Parteien können z.B. ihr Verhalten auch im Rahmen eines Gentlemen Agreements oder einer anderen unverbindlichen Abrede aufeinander abstimmen.<sup>14</sup> Erforderlich ist immer eine qualifizierte Intensität und minimale Organisation.<sup>15</sup>

Dies ist insbesondere bei Stimmbindungen und -absprachen zwischen Aktionären von Bedeutung. Entscheidend ist letztlich immer, ob die Personen in der Ausübung ihrer Stimmrechte frei sind oder nicht. Besteht diesbezüglich eine Einschränkung und führt die Nichtbeachtung der Verhaltensabstimmung zu rechtlichen oder faktischen Nachteilen, dann wird in der Praxis eine für die Zwecke von Art. 120 FinfraG relevante Verhaltensabstimmung bejaht.<sup>16</sup>

---

<sup>10</sup> Gotschev, 411.

<sup>11</sup> Höhn, 30.

<sup>12</sup> Stadelmann, N 8.150; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 30.

<sup>13</sup> Vgl. Art. 12 Abs. 1 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111) („andere organisierte Vorkehren“). Siehe m.w.N. auch BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 121, N 7 f.

<sup>14</sup> Stadelmann, N 8.153; Tschäni, Übernahmerecht, 202; Tschäni, Offenlegungsrecht, 322; Tschäni/Gaberthüel, N 59.

<sup>15</sup> BGE 130 II 530 E. 6.4.2 S. 550; vgl. auch BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 120, N 144.

<sup>16</sup> Forstmoser/Küchler, § 14 N 697; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 22.

Diese weite Auslegung geht sogar so weit, dass soziale Bindungen geschäftlicher, familiärer oder privater Natur als Verhaltensabstimmung beurteilt werden können, falls die faktische Abhängigkeit bzw. der faktische Zwang, die Stimmrechte in einer gewissen Art und Weise auszuüben derart gross ist, dass von einer freien Stimmrechtsausübung nicht mehr ausgegangen werden kann.<sup>17</sup>

- c) *Verhaltensabstimmung erfolgt im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten*

Schliesslich muss – wie in den vorangehenden Tatbestandselementen bereits implizit erwähnt – die Abstimmung im Hinblick auf den *Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren* oder die *Ausübung von Stimmrechten* erfolgen.

### 3. Rechtsfolgen

Liegen die Voraussetzungen für ein Handeln in gemeinsamer Absprache gemäss Art. 120 FinfraG vor, dann führt dies dazu, dass die Gruppe als solche der Meldepflicht unterliegt und bei einer Erreichung, Über- oder Unterschreitung eines relevanten Schwellenwerts die Gesamtbeteiligung, die Identität der Gruppenmitglieder, die Art der Absprache und die Gruppenvertretung melden muss. Verpflichtet ist demnach nicht das einzelne Gruppenmitglied, sondern die Gruppe als solche. Die Gruppenmitglieder sind aber solidarisch dazu verpflichtet, die Meldepflicht der Gruppe zu erfüllen. Erfüllt ein Gruppenmitglied die Meldepflicht für die Gruppe, dann werden die übrigen Gruppenmitglieder von weiteren Handlungen befreit.<sup>18</sup>

Zu beachten ist, dass das Offenlegungsrecht aufgrund der Beurteilung der Gruppe als Subjekt der Meldepflicht nicht verlangt, dass die individuellen Positionen der einzelnen Gruppenmitglieder aufgeschlüsselt offengelegt werden müssen (sog. „black box“-Prinzip).<sup>19</sup> Der Gesetzgeber geht davon aus, dass den Transparenzbedürfnissen genüge getan ist, wenn die Gesamtposition der Gruppe offengelegt wird und gleichzeitig klar ist, wer alles ein Mitglied der entsprechenden Gruppe ist.<sup>20</sup>

---

<sup>17</sup> Forstmoser/Küchler, § 14 N 697; Stadelmann, N 8.152; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 22; vgl. auch BSK FinfraG-Weber/Baisch, Art. 121, N 17.

<sup>18</sup> SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 37 m.w.N.

<sup>19</sup> SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 46; vgl. auch Art. 22 Abs. 1 lit. a FinfraV-FINMA.

<sup>20</sup> SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 46 f.

Neben der originären Meldung einer Stimmrechtsabsprache bzw. des Erwerbs einer massgeblichen Beteiligung muss die Gruppe auch Änderungen, welche die Gruppe betreffen, melden.<sup>21</sup> Einerseits ist zu melden, falls sich die Gesamtbeteiligung der Gruppe aufgrund von Transaktionen einzelner Gruppenmitglieder in einer Weise verändert, dass ein massgeblicher Schwellenwert erreicht, über- oder unterschritten wird. In diesem Fall ist im Rahmen der Meldepflicht der Börse die neue Beteiligungshöhe zur Kenntnis zu bringen. Andererseits muss auch bei der Änderung anderer gemeldeter Tatsachen eine Änderungsmeldung erfolgen, namentlich bei der Veränderung der Gruppenzusammensetzung oder bei einer Veränderung der Art der Absprache der Gruppe.<sup>22</sup>

#### 4. Praxisfragen

##### a) Aktionärbindungsvertrag

Ein in der Praxis sehr häufig anzutreffender Sachverhalt ist der Abschluss eines Aktionärbindungsvertrags. Es handelt sich hierbei um den klassischen Fall einer Vereinbarung mit Absprachen zur Stimmrechtsausübung und unter Umständen auch zum Erwerb von Beteiligungspapieren.

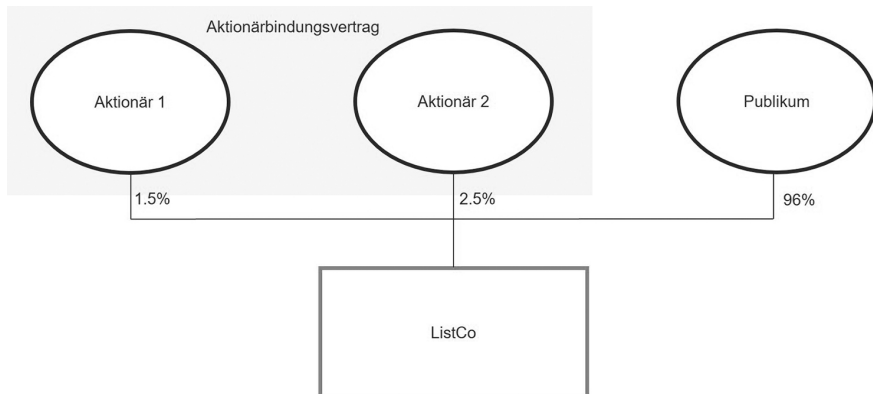


Abbildung 2: Aktionärbindungsvertrag

<sup>21</sup> Art. 12 Abs. 2 und 3 FinfraV-FINMA.

<sup>22</sup> Art. 12 Abs. 2 und 3 FinfraV-FINMA.



Gleichwohl stellen sich bei Aktionärbindungsverträgen in vielen Fällen heikle Abgrenzungsfragen. So stellt sich z.B. die Frage, ob die blossе Vereinbarung von üblichen Kauf- oder Vorkaufsrechten ohne jegliche Stimmbindung zu einer Qualifikation der einzelnen Parteien des Aktionärbindungsvertrags als Gruppe führt. Dies ist immer dann zu verneinen, sofern keine weiteren Parameter hinzutreten, welche z.B. zu einer faktischen Stimmbindung aufgrund der vereinbarten Kauf- oder Vorkaufsrechten führen.<sup>23</sup> Die entsprechenden Rechte dürften aber regelmässig als Beteiligungsderivate im Sinne von Art. 15 FinfraV-FINMA qualifizieren, weshalb die einzelnen Parteien gegebenenfalls eine Meldepflicht haben können.<sup>24</sup>

Unklar ist auch, wie sog. „freie Aktien“ bei Aktionärbindungsverträgen beurteilt werden müssen. Hierbei handelt es sich um von Parteien des Aktionärbindungsvertrags gehaltene Aktien, in Bezug auf welche der Aktionär frei ist in der Stimmrechtsausübung und die „ausserhalb des Vertrags“ gehalten werden. Nach der Praxis der Offenlegungsstelle sind solche freien Aktien in der Regel der Gruppe zuzurechnen, wobei je nach Ausgestaltung der verschiedenen Stimmbindungsverträge oder Konstellationen von Beherrschungsmöglichkeiten im Einzelfall auch andere Möglichkeiten in Betrag zu ziehen sind und eine Würdigung der gesamten Umstände vorzunehmen ist.<sup>25</sup> Die Offenlegungsstelle scheint damit eine Zurechnung grundsätzlich zu vermuten, wobei im Einzelfall davon abgewichen werden kann. Eine solche Vermutung ist abzulehnen. Stattdessen sollte grundsätzlich von der Nichtzurechnung ausgegangen werden, wobei diese Vermutung dann umgestossen werden kann bzw. muss, wenn ein (rechtlicher oder faktischer) Zwang besteht, die Stimmen der freien Aktien in derselben Weise auszuüben wie diejenigen der gebundenen Aktien.

Die Meldepflicht entsteht mit dem Abschluss des Aktionärbindungsvertrags, sofern die ABV-Gruppe konsolidiert über eine massgebliche Beteiligung verfügt. Zu beachten ist im Einzelfall jedoch immer, dass aufgrund der Einbringung der Aktienbeteiligung in eine Gruppe als selbstständiges Meldesubjekt eine Individualmeldung aufgrund des Unterschreitens eines Grenzwerts erforderlich werden kann, falls das Gruppenmitglied vor dem Abschluss des Aktionärbindungsvertrags bereits über eine gemeldete Beteiligung verfügte.

Weitere Meldepflichten entstehen bei einer Änderung des Personenkreises oder einem Zukauf von Beteiligungsrechten durch Mitglieder der Gruppe und einer entsprechenden Grenzwerttangierung. Positionen der Gruppenmitglie-

---

<sup>23</sup> Vgl. auch Forstmoser/Küchler, § 14 N 706; SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 24.

<sup>24</sup> Stadelmann, N 8.158.

<sup>25</sup> Jahresbericht OLS 2006, E. 3.2.2; vgl. auch Jahresbericht OLS 2012, 37 ff.

der untereinander bleiben dagegen unbeachtlich. Haben z.B. einzelne Mitglieder untereinander eine Call-/Put-Struktur vereinbart, dann führt dies nicht dazu, dass sich die Position der Gruppe (oder des einzelnen Gruppenmitglieds) erhöht und eine Meldung erstattet werden muss.<sup>26</sup>

Die von Gesetzes wegen bestehende Pflicht zur Meldung von Änderungen in Bezug auf die „Art der Absprache“ ist in der Praxis wenig relevant. Solange es sich um einen Aktionärbindungsvertrag mit Stimmrechtsabsprache handelt, ist keine Änderungsmeldung vorzunehmen. Das ergibt sich auch aus den Meldeformularen der SIX Swiss Exchange, welche für die meldebegründenden Sachverhalte ganz generisch auf „Aktionärbindungsvertrag“, etc. abstellen.

Ebenfalls zu melden ist die Aufhebung des Aktionärbindungsvertrags. Dies kann abhängig von der Höhe der Beteiligung der einzelnen Gruppenmitglieder wiederum eine oder mehrere Individualmeldungen auslösen.

#### *b) Konzernverhältnis*

Ein in der Praxis ebenfalls oft anzutreffender Fall sind Konzernverhältnisse und deren Beurteilung aus offenlegungsrechtlicher Sicht.

Als Grundsatz gilt, dass Konzernverhältnisse nicht als organisierte Gruppe sondern als indirektes Handeln gelten. Der Gesetzgeber nimmt an, dass die beherrschende Konzernobergesellschaft die Beteiligung indirekt hält und als wirtschaftlich berechnete Person meldepflichtig wird.<sup>27</sup> In der Konsequenz bedeutet dies, dass die übrigen Gruppengesellschaften im Rahmen der Offenlegung nicht gemeldet werden müssen wie das der Fall wäre, wenn der Konzern als Gruppe qualifiziert würde. Die Meldung bleibt auf die Angaben über die direkt erwerbende oder veräussernde Person und über die wirtschaftlich berechnete Person – d.h. Die Konzernobergesellschaft oder die diese kontrollierenden Personen – beschränkt.

---

<sup>26</sup> Stadelmann, N 8.158.

<sup>27</sup> Vgl. auch SK FinfraG-Jutzi/Schären, Art. 121, N 33 f.

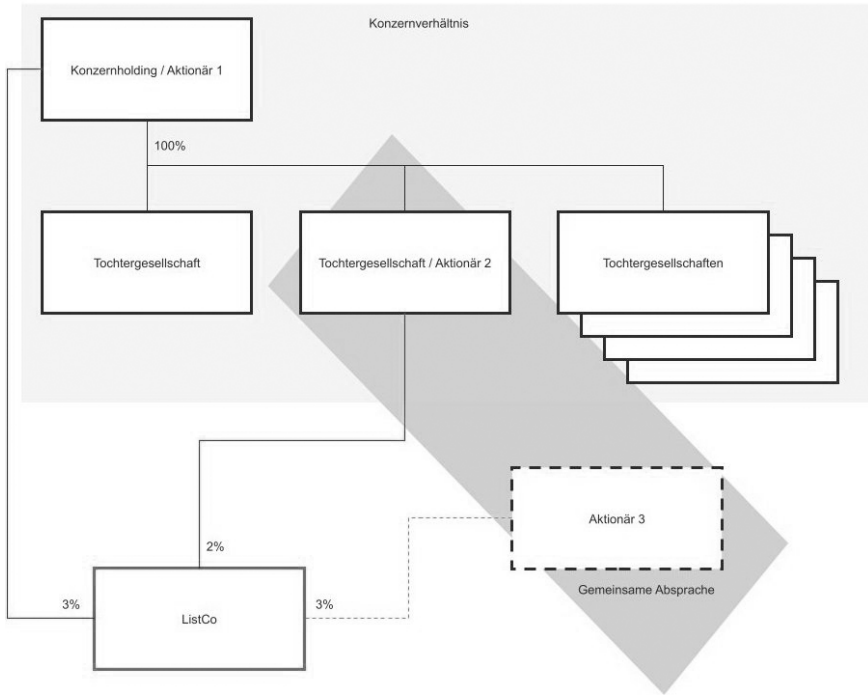


Abbildung 3: Konzernverhältnis

Unklarheiten können allerdings dann bestehen, wenn zusätzlich zum Konzernkontext noch eine Gruppenkonstellation vorliegt wie in Abbildung 3 ersichtlich ist. Im Beispielfall hat der ausserhalb des Konzerns stehende Aktionär 3 mit dem Aktionär 2, der eine Tochtergesellschaft innerhalb des Konzerns ist, einen Aktionärbindungsvertrag abgeschlossen. In solchen Fällen muss eine Kombination von vertikaler und horizontaler Zurechnung erfolgen und sowohl die Konzernholding bzw. die an dieser wirtschaftlich berechtigten Personen als auch die Gruppenkonstellation zwischen Aktionär 2 und Aktionär 3 gemeldet werden.

c) Lock-up Gruppe

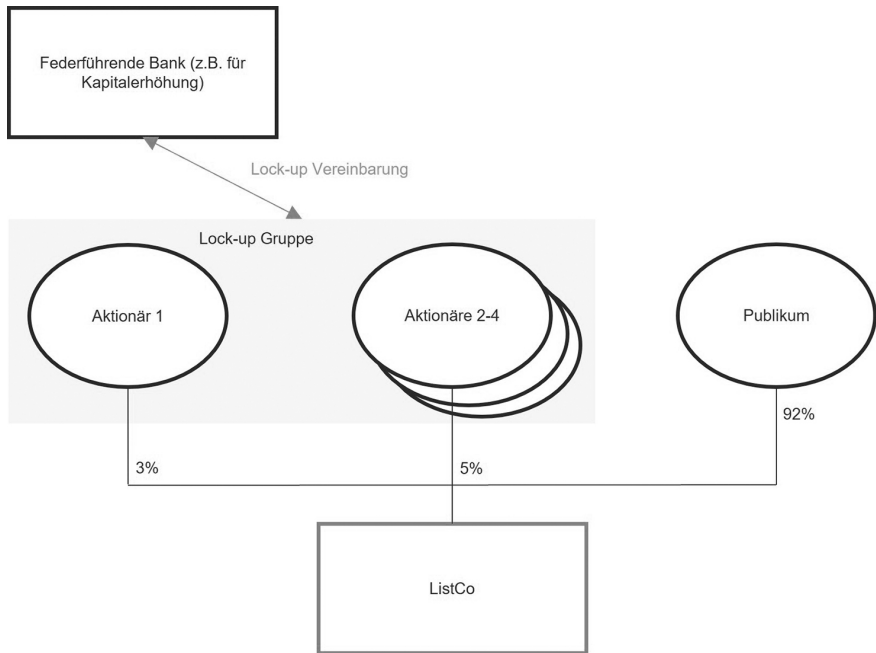


Abbildung 4: Lock-up Gruppen

Lock-up Vereinbarungen sind Abreden über die zeitlich limitierte Nicht-Veräußerung von Beteiligungspapiere und -derivaten. Üblicherweise werden solche Abreden mit bedeutenden Aktionären bei Börsengängen oder Kapitalerhöhungen von börsenkotierten Gesellschaften vereinbart. Das Ziel von Lock-up Vereinbarungen ist es, dem Markt das Signal zu geben, dass nach der Kapitalmarkttransaktion nicht plötzlich eine grosse Anzahl zusätzlicher Beteiligungspapiere auf den Markt kommt und auf diese Weise Druck auf den Aktienpreis entsteht.

Lock-up Vereinbarungen werden in der Regel zwischen den federführenden Banken und den betreffenden Aktionären abgeschlossen. Alternativ oder parallel kann auch ein Abschluss solcher Vereinbarungen mit der Gesellschaft erfolgen. Es stellt sich deshalb die initiale Frage, weshalb Lock-up Gruppen überhaupt als Gruppentatbestand qualifizieren sollen, da es sich nicht um eine Vereinbarung zwischen Aktionären handelt. Praxisgemäss ist der parallele Abschluss solcher Vereinbarungen aber gleich zu behandeln wie der Fall zu be-

handeln wäre, bei dem die Aktionäre direkt miteinander kontrahiert hätten.<sup>28</sup> Entsprechend führt der Abschluss einer solchen Vereinbarung grundsätzlich zu einer Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG.

Die Offenlegungsstelle der SIX hat für Lock-up Gruppen im Rahmen der Mitteilung I/09 gewisse Erleichterungen vorgenommen. Gemäss Mitteilung kann die Offenlegung in einer eingeschränkten Form erfolgen. Konkret müssen nur Mitglieder mit einer Beteiligung von mehr als 3% namentlich offengelegt werden. Dasselbe gilt bei Änderungen der Beteiligung solcher Mitglieder. Schliesslich sind die Dauer, die Anzahl Gruppenmitglieder, die Art der Instrumente, der Stimmrechtsanteil und der Gruppenvertreter offen zu legen.<sup>29</sup> Diese Erleichterung ist in der Praxis äusserst hilfreich, weil Lock-up Gruppen in Extremfällen aus mehreren hundert oder tausend Mitgliedern bestehen können und eine detaillierte Meldepflicht inkl. namentlicher Nennung sämtlicher Mitglieder nicht praktikabel wäre.

Problematisch ist jedoch, dass die Mitteilung I/09 für den Fall, dass die Vorgaben nicht erfüllt werden, vorsieht, dass die in der Mitteilung vorgesehenen Offenlegungserleichterungen nicht mehr gelten. So ist es z.B. nicht sachgerecht, dass bei der Nichterfüllung der Pflicht zur Meldung von Änderungen in Bezug auf einen einzelnen 3%-Lock-up-Aktionär die Erleichterungen für die übrigen Lock-up Mitglieder wegfallen.

### III. Die angebotspflichtige organisierte Gruppe

#### 1. Grundlagen

Im öffentlichen Übernahmerecht ist der Begriff der in gemeinsamer Absprache handelnden Personen insbesondere für die Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG relevant. Diese Bestimmung sieht vor, dass wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓% der Stimmrechte einer kotierten Gesellschaft überschreitet, ein Angebot für sämtliche kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten muss.

---

<sup>28</sup> OLS-Mitteilung I/09; Stadelmann, N 8.161.

<sup>29</sup> Vgl. für eine vollständige Übersicht über die Erleichterungen OLS-Mitteilung I/09, Ziff. 2.

Die Präzisierung des Begriffes der „gemeinsamen Absprache“ im öffentlichen Übernahmerecht erfolgt durch Art. 33 FinfraV-FINMA, der wiederum auf den bereits im Offenlegungsrecht geltenden Art. 12 FinfraV-FINMA verweist und zusätzlich ausführt, dass die Absprache im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft erfolgen muss.

Wie bei der offenlegungsrechtlichen Parallelbestimmung werden in Art. 33 FinfraV-FINMA sowohl der Begriff der gemeinsamen Absprache als auch der Begriff der organisierten Gruppe verwendet. Auch im Übernahmerecht kommt dieser terminologischen Unterscheidung aus rechtlicher Sicht keine Bedeutung zu.<sup>30</sup>

## 2. Zweck der Angebotspflicht

Mit der Angebotspflicht wird der Schutz der Minderheitsaktionäre vor einem für sie allenfalls nachteiligen Kontrollwechsel bezweckt.<sup>31</sup> Konkret sollen Minderheitsaktionäre bei einem bevorstehenden Kontrollwechsel die Möglichkeit erhalten, mit „ihren Füßen abzustimmen“ und ihre Beteiligung dem zukünftig kontrollierenden Aktionär anzudienen, wobei das Gesetz verschiedene weitere Schutzbestimmungen zur Sicherstellung eines angemessenen Preises vorsieht.<sup>32</sup> Der Hintergrund dafür ist, dass die Beteiligung eines kontrollierenden Grossaktionärs eine erhebliche Missbrauchsgefahr zu Lasten der Minderheitsaktionäre mit sich bringt.<sup>33</sup>

Mit der Implementierung einer Angebotspflicht hat sich der Gesetzgeber – analog der Situation in zahlreichen anderen Ländern – für eine Ausstiegsmöglichkeit entschieden. Die Alternative wäre die Einführung von Kontrollmechanismen in Bezug auf den Mehrheitsaktionär gewesen wie z.B. die Einführung von spezifischen Treue-, Informations- und Haftpflichten.<sup>34</sup>

Mit der Angebotspflicht wird entsprechend das Vertrauen der Minderheitsaktionäre in die bestehende Aktionärsstruktur (zumindest soweit es die Mehrheitsverhältnisse betrifft) geschützt.<sup>35</sup>

---

<sup>30</sup> Tschäni, Übernahmerecht, 197 und 227 f.; SK FinfraG-Barthold/Schilter, Art. 135, N 50.

<sup>31</sup> BGE 130 II 530 E. 5.3 S. 543 ff.; siehe auch SK FinfraG-Barthold/Schilter, Art. 135, N 6 m.w.N.

<sup>32</sup> SK FinfraG-Barthold/Schilter, Art. 135, N 6.

<sup>33</sup> Vgl. zum Ganzen auch BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 6; SK FinfraG-Barthold/Schilter, Art. 135, N 6 ff.

<sup>34</sup> BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 6.

<sup>35</sup> BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 7.

Ähnlich wie bei der Offenlegungspflicht soll mit der Erfassung von Gruppen eine Umgehung der Angebotspflicht unterbunden werden. Es soll dem Mehrheitsaktionär nicht möglich sein, die Schutzvorschriften der Angebotspflicht dadurch zu umgehen, indem er seine Beteiligung auf mehrere Personen aufteilt.<sup>36</sup> Die Konsequenzen der Angebotspflicht gehen allerdings wesentlich weiter: Der Anbieter muss allen übrigen Eigentümern von kotierten Aktien der Gesellschaft ein Angebot zum Erwerb von deren Titeln machen, was erhebliche ökonomische Konsequenzen mit sich bringt. Unter Berücksichtigung dieses Umstands ist das Bestehen einer organisierten Gruppe für die Zwecke der Angebotspflicht nur mit Zurückhaltung anzunehmen. Im Zweifelsfall liegt keine Gruppe vor. Zudem ist der Bestand der Gruppe durch die zuständigen Behörden nachzuweisen.

### 3. Tatbestandselemente

- a) *Verhaltensabstimmung mit einem Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen im Hinblick auf den Erwerb von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten*

Wie im Offenlegungsrecht setzt eine gemeinsame Absprache für die Zwecke von Art. 135 FinfraG voraus, dass die Gruppenmitglieder ihr Verhalten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen gemeinsam abstimmen und zwar hinsichtlich des Erwerbs von Beteiligungspapieren oder der Ausübung von Stimmrechten. In Bezug auf die Verhaltensabstimmung gilt dasselbe wie im Offenlegungsrecht.<sup>37</sup> Vorausgesetzt wird eine bewusste und interaktive Kommunikation die auf die Abstimmung des Verhaltens gerichtet ist. Insbesondere ist es nicht ausreichend, wenn die Beteiligten lediglich Informationen und Einschätzungen austauschen.<sup>38</sup>

Auch in Bezug auf die Basis bzw. Form der Verhaltensabstimmung können die Grundsätze des Offenlegungsrechts herangezogen werden.<sup>39</sup> Tendenziell sollte die Schwelle allerdings höher angesetzt werden, insbesondere wegen der Konsequenzen bei Erfüllung der Voraussetzungen einer Angebotspflicht.

---

<sup>36</sup> SK FinfraG–Barthold/Schilter, Art. 135, N 47.

<sup>37</sup> Vgl. oben, [II.2.a](#)).

<sup>38</sup> Stadelmann, N 8.150.

<sup>39</sup> Vgl. oben, [II.2.b](#)).

Gemäss der Übernahmekommission muss die Absprache eine Intensität und innere Verbindlichkeit aufweisen, die dazu führt, dass die Aktionäre nicht mehr völlig frei über ihre Stimmrechtsausübung entscheiden können. Mit anderen Worten ist es erforderlich, dass der Erwerb bzw. die Stimmrechtsausübung bis zu einem gewissen Grad „zur Gruppensache“ gemacht wird.<sup>40</sup>

*b) Verhaltensabstimmung im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft*

Zusätzlich zu den bereits auf der Basis von Art. 120 FinfraG bekannten Tatbestandselementen verlangt das Gesetz, dass die Verhaltensabstimmung im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft vorgenommen werden muss.

Es stellt sich die Frage, was darunter zu verstehen ist. In ihrer ursprünglichen Praxis hatte die Übernahmekommission eine Beherrschungsabsicht bei Überschreitung des Schwellenwerts von 33⅓% der Stimmrechte ohne Weiteres angenommen. Diese Praxis war mit Blick auf die Notwendigkeit einer eher restriktiven Anwendung des Gruppentatbestandes nicht gerechtfertigt. In der neueren Praxis nimmt die Übernahmekommission die Position ein, dass ein objektiverer Massstab angewandt werden soll. Konkret ist danach zu fragen, ob eine Beherrschung objektiv möglich ist und aufgrund der Umstände im betreffenden Fall darauf zu schliessen ist, dass sie auch angestrebt wird.<sup>41</sup>

Ob eine solche objektivierte gemeinsame Absprache vorliegt, muss im konkreten Fall aufgrund aller Umstände des Einzelfalls ermittelt werden. Wichtig Elemente einer objektiv gesuchten Beherrschung der Zielgesellschaft sind Abreden über die Ausübung des Stimmrechts, Absprachen über die Zusammensetzung des Verwaltungsrats und Absprachen über die gemeinsame Festlegung einer Strategie für die Zielgesellschaft.<sup>42</sup>

Eine Beherrschungsabsicht ist nicht leichthin anzunehmen. Als Faustregel kann danach gefragt werden, ob die Gruppe aus Sicht des Minderheitsaktionär denselben massgebenden Einfluss auf die Gesellschaft ausüben kann, wie dies ein einzelner Aktionär mit der entsprechenden Stimmkraft tun könnte. So-

---

<sup>40</sup> Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-1215/2009 vom 9. November 2010 E. 9.1 S. 39; Verfügung der FINMA vom 13. November 2014 i.S. Swisslog Holding AG, Rz. 34; vgl. weitere Nachweise in BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 58.

<sup>41</sup> BGE 130 II 530 E. 6.5.7 S. 558; BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 65 m.w.N; Tschäni et al., N 48.

<sup>42</sup> Vgl. u.a. Verfügung 0521/01 der UEK vom 13. November 2012 i.S. Repower AG, E. 1.2.



dann ist danach zu fragen, ob eine Partei ihren eigenen Willen dem Gruppenwillen bis zu einem gewissen Grad unterordnet im Sinne einer nachhaltigen Absprache zwischen den Gruppenmitgliedern.<sup>43</sup>

#### 4. Praxisfragen

##### a) Kontakte vor der Generalversammlung

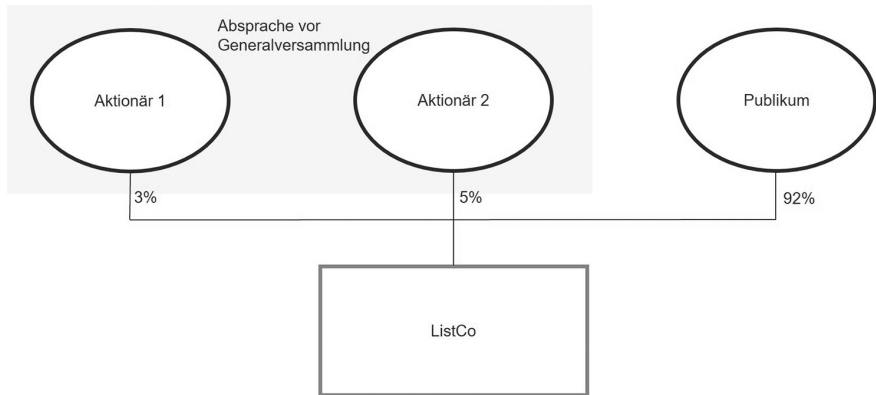


Abbildung 5: Kontakte vor Generalversammlung

Eine in der Praxis immer wieder gestellte Frage ist, inwieweit sich grosse Aktionäre vor der Generalversammlung einer börsenkotierten Gesellschaft austauschen dürfen. So besteht in bestimmten Konstellationen ein Bedürfnis von Aktionären, sich bezüglich gewisser Themen wie z.B. die Wahl oder die Abwahl von Mitgliedern des Verwaltungsrats abzustimmen.

Grundsätzlich qualifizieren der bloße Informationsaustausch sowie gegenseitige Konsultationen nicht als kontrollrelevanten Absprachen und sind nach der Praxis der Übernahmekommission aus einer Corporate Governance-Perspektive sogar explizit erwünscht. Dies wurde unter anderem im *Forbo*-Leitentscheid bestätigt.<sup>44</sup> Das abgestimmte Verhalten setzt zwischen den Parteien eine Einigung über einen Sachverhalt voraus und muss zudem für die beteiligten Parteien eine gewisse Verbindlichkeit aufweisen, die dazu führt, dass diese in der Stimmrechtsausübung nicht mehr frei sind. Dies ist bei einer blossen Konsultation nicht der Fall, zumindest dann nicht, wenn nicht eine effektive

<sup>43</sup> BSK FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 65.

<sup>44</sup> Empfehlung der UEK vom 3. Juni 2005 i.S. *Forbo Holding AG*, E. 4 und 5.

Zusage mit Blick auf eine Stimmabgabe gemacht wird. Eine solche Zusage kann dann bereits zu einer moralischen Verpflichtung führen, die nach der Praxis der Übernahmekommission problematisch sein kann.

Aufgrund der Tatsache, dass sowohl das Bundesgericht als auch die Übernahmekommission in anderen Fällen klar gemacht haben, dass der Beweis einer abgestimmten Verhaltensweise mitunter auch mittels Indizien erbracht werden kann, ist trotz der *Forbo*-Praxis jede vorgängige Kommunikation mit einem anderen wesentlichen Aktionär vorsichtig auszugestalten. Um sicher zu gehen, sollten insbesondere Diskussionen über kontrollrelevante Tatsachen wie z.B. die spezifische Zusammensetzung des Verwaltungsrats und das damit verbundene Stimmverhalten vermieden werden. Zudem sollte bei solchen Gesprächen in keinem Fall eine Zusage über das Stimmverhalten vorgenommen werden. Schliesslich sollten die Kontakte auf ein Minimum reduziert werden und nicht über eine längere Zeitdauer immer wieder erfolgen, um das Argument zu vermeiden, dass aufgrund der Vielzahl von Kontakten die Indizien für eine abgestimmte Verhaltensweise sprechen.<sup>45</sup>

*b) Abgrenzung zum indirekten Handeln*

Verschiedene Unklarheiten bestehen zudem in Bezug auf die Frage, ob bei Konzerngesellschaften, welche eine massgebliche Beteiligung aufbauen bzw. aufgebaut haben, eine organisierte Gruppe oder ein indirekter Erwerb durch die wirtschaftlich berechnete Obergesellschaft angenommen werden muss.

Die UEK hat in der Vergangenheit bei Konzernen und Unternehmensgruppen automatisch das Bestehen einer organisierten Gruppe angenommen, sofern die einzelnen Konzerngesellschaften von der Obergesellschaft effektiv beherrscht wurden, wobei bei nicht-kotierten Gruppengesellschaften ab einer Stimmbeteiligung von 50% und bei kotierten Gruppengesellschaften ab einer Stimmbeteiligung von 33⅓% von einer beherrschenden Stellung innerhalb der Gruppe ausgegangen wurde.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Vgl. hierzu auch BGE 130 II 530 E. 6.5 S. 553 ff.

<sup>46</sup> Vgl. u.a. Verfügung 0611/01 der UEK vom 12. August 2014 i.S. Sulzer; siehe auch SK FinfraG-Barthold/Schilter, Art. 135, N 43 ff.

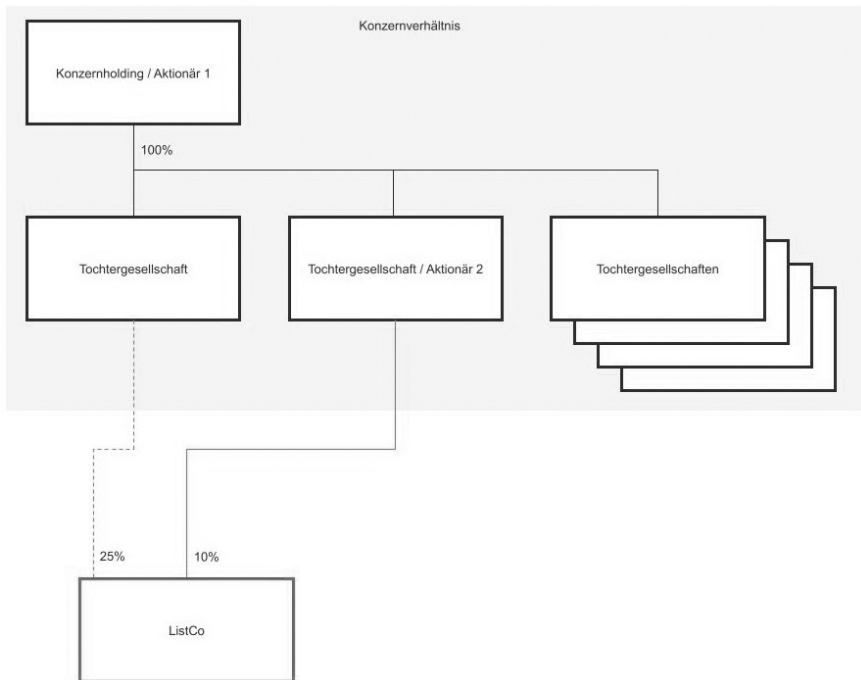


Abbildung 6: Indirektes Handeln im Übernahmekontext

Im Offenlegungsrecht wird allerdings seit der Einführung des FinfraG der Konzernatbestand klarerweise als (ausschliesslich) indirekter Erwerb qualifiziert.<sup>47</sup>

Diese Qualifikation wäre auch im Übernahmerecht sinnvoller, weil in solchen Konstellationen regelmässig die Beherrschung durch die Obergesellschaft und die Instrumentalisierung der für die Beteiligung „verwendeten“ Gesellschaft im Vordergrund steht. Selbstverständlich ist aber nicht auszuschliessen, dass es in einem spezifischen Fall anders ist und das Element der gemeinsamen Absprache überwiegt.

Die praktische Relevanz der Abgrenzung zum indirekten Handeln besteht darin, dass bei einer indirekt handelnden Person nur die beherrschende Person angebotspflichtig wird, während bei einer organisierten Gruppe sämtliche Gruppenmitglieder von der Angebotspflicht erfasst sind. Da sämtlichen in

<sup>47</sup> Vgl. Art. 11 lit. b FinfraV-FINMA und oben, [II.4.b](#).

gemeinsamen Absprachen handelnden Personen Anbieterqualität zukommt, können Verschiebungen innerhalb der Gruppe potentiell eine weitere Angebotspflicht auslösen.<sup>48</sup>

Vor dem Hintergrund der bestehenden Unklarheit ist es in Fällen von indirekten Beteiligungsverhältnissen im Zusammenhang mit der Frage des Bestehens einer Angebotspflicht empfehlenswert, den konkreten Fall von der Übernahmekommission beurteilen zu lassen.

## Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum Schweizerischen Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastukturgesetz, in: Watter Rolf/Bahar Rashid, 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Bühler Christoph B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil., Zürich 2009.
- Fischer Damian, Änderungen im Vertragsparteienbestand von Aktionärsbindungsverträgen, Diss., Zürich 2009.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärsbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015.
- Gotschev Georg G., Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss., Zürich 2005.
- Hoffmann Jan Hendrik/von der Crone Hans Caspar, Das Handeln in gemeinsamer Absprache und die organisierte Gruppe im Offenlegungsrecht, SZW 2011, 309 ff.
- Höhn Jakob, „Acting in concert“ im schweizerischen Übernahmerecht: Die Begriffe „Handeln in gemeinsamer Absprache“ und „organisierte Gruppe“, in: Zindel Gaudenz G. et al. (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Bewegung, Festgabe zum 65. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 2008, 23 ff.
- Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz FinfraG, in: Sethe et al. (Hrsg.), Zürich 2017 (zit. SK FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Stadelmann Samuel, Offenlegung von Beteiligungen, in: Lengauer Daniel/Eggen Mirjam/Straub Rodolfo (Hrsg.), Fachhandbuch Kapitalmarktrecht – Expertenwissen für die Praxis, Zürich 2021, 550 ff.
- Tschäni Rudolf et al., Öffentliche Kaufangebote, 3. A., Zürich 2014.
- Tschäni Rudolf/Gaberthüel Tino, Offenlegungsrecht, in: Sester Peter et al. (Hrsg.), St. Galler Handbuch zum Finanzmarktrecht, Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, Zürich/St. Gallen 2018.
- Tschäni Rudolf, Die Gruppe im Übernahmerecht – „Are we really all one?“, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Europa Institut an der Universität Zürich, Zürich/Basel/Genf 2004, 179 ff. (zit. Tschäni, Übernahmerecht).

---

<sup>48</sup> Vgl. u.a. UEK, Verfügung 0611/01.

Tschäni Rudolf, Gruppen im Offenlegungsrecht, in: Sethe et al. (Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Zürich 2011, 329 ff. (zit. Tschäni, Offenlegungsrecht).



# Krypto- und Blockchain-basierte Finanzprodukte – Krypto ETPs

Benjamin Leisinger\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	135
II.	<a href="#">Krypto ETPs in der Schweiz</a>	136
	1. <a href="#">Rechtliche Qualifikation von Exchange Traded Products</a>	136
	2. <a href="#">Anforderungen an die Emittenten</a>	138
	3. <a href="#">Sicherheiten</a>	140
	a) <a href="#">Rechtlich durchsetzbare dingliche Sicherheit zugunsten der Anlegerinnen und Anleger (FIDLEG)</a>	140
	b) <a href="#">Zulässige Sicherheiten (Collateral)</a>	140
	c) <a href="#">Verwahrung bei einer unabhängigen Drittpartei</a>	141
	4. <a href="#">Zulässige Basiswerte</a>	142
	5. <a href="#">Mindestkapitalisierung</a>	144
	6. <a href="#">Market Making</a>	145
	7. <a href="#">Anwendbares Recht und Gerichtsstand</a>	146
	8. <a href="#">Prospekt für die Handelszulassung</a>	146
	9. <a href="#">Basisinformationsblatt</a>	148
	10. <a href="#">Aufrechterhaltung der Kotierung</a>	148
III.	<a href="#">Ausblick und Schlusswort</a>	149
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	149

## I. Einleitung

Im November 2008 wurde die erste Serie von Krypto ETPs, d.h. Exchange Traded Products (ETPs) mit einer Kryptowährung als Basiswert, an der SIX Swiss Exchange kotiert. Zuvor war das ETP Segment, welches im November 2010 vor allem für Rohstoffe eingeführt wurde,<sup>1</sup> in der Schweiz praktisch bedeutungslos geworden, weshalb auch bei den Arbeiten zum neuen Schweizer Prospektregime auf ein separates Schema im Anhang zur Verordnung über die Finanz-

---

\* Der Autor dankt Rechtsanwalt Dr. Alexander Wherlock für die Unterstützung bei der Erstellung des Beitrages.

<sup>1</sup> Vgl. Gomez, 43 ff.

dienstleistungen (FIDLEV) verzichtet wurde.<sup>2</sup> Mitte Juni 2023 waren 170 ETPs an der SIX Swiss Exchange kotiert, wovon die grosse Mehrheit Kryptowährungen als Basiswert haben.<sup>3</sup> Auch an der BX Swiss waren Mitte Juni 2023 53 ETPs von 14 Emittenten kotiert.<sup>4</sup>

Doch was sind diese Krypto ETPs, wie sind sie in der Schweiz reguliert und strukturiert? Dieser Artikel fasst die Anforderungen zusammen, die der Emittent solcher Produkte und die Produkte selbst erfüllen müssen, um nach schweizerischem Recht zulässig und für die Kotierung und den Handel an der SIX Swiss Exchange und/oder BX Swiss geeignet zu sein.

## II. Krypto ETPs in der Schweiz

### 1. Rechtliche Qualifikation von Exchange Traded Products

Im Schweizer Recht sind ETPs als eine besondere Kategorie von strukturierten Produkten zu qualifizieren. Das Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (FIDLEG) definiert zwar immer noch nicht explizit, was ein strukturiertes Produkt ist, nennt aber in Art. 3 Bst. a Nr. 4 FIDLEG beispielhaft kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite und Zertifikate.<sup>5</sup> Auch die schweizerische Rechtslehre, die Schweizerische Bankiervereinigung und der Schweizerische Verband für Strukturierte Produkte (SSPA) definieren strukturierte Produkte weitgehend als eigenständige Kategorie von Anlageprodukten, deren Ertrag oder Rückzahlungswert von der Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte abhängt.<sup>6</sup> Produkte, bei denen die Finanzierung im Vordergrund steht, wie z.B. Anleiheobligationen (gemäss Art. 3 Bst. a Nr. 7 FIDLEG), gelten nicht als strukturierte Produkte. Ebenfalls nicht als strukturierte Produkte gelten Termin- und Optionsgeschäfte (z.B. Futures, Warrants, Traded Options etc.), unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung. Rechtlich handelt es sich bei strukturierten Produkten um Schuldverschreibungen (Forderungen), so dass das Ausfallrisiko dieser Wertpapiere (wie bei Anleihen)

---

<sup>2</sup> Die Regularien der SIX Swiss Exchange kannten hingegen vor Inkrafttreten des Finanzdienstleistungsgesetzes und der Finanzdienstleistungsverordnung ein separates Schema G für ETPs.

<sup>3</sup> Vgl. die Übersicht im ETP-Explorer der SIX Swiss Exchange: abrufbar unter <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/etp/etp-explorer.html>>.

<sup>4</sup> Vgl. <<https://www.bxswiss.com/instruments/az/6/-/-/-/-/-/-/-/1/25>>.

<sup>5</sup> SK FIDLEG-Favre, Art. 3 lit. a und b, N 29 f.

<sup>6</sup> Vgl. das Glossar des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SSPA), abrufbar unter <<https://sspa.ch/de/wissen/>>.



von der Bonität des Emittenten bzw. des Sicherungsgebers abhängt. Ein Produkt, das die Wertentwicklung eines Basiswertes eins zu eins abbildet (z.B. ein Delta One Tracker Zertifikat) und nicht der Finanzierung des Emittenten dient, wie z.B. ETPs, welche die Wertentwicklung eines oder mehrerer Kryptowerte exakt abbilden, gilt daher nach Schweizer Recht als strukturiertes Produkt.

ETPs von Schweizer Emittenten werden fast ausschliesslich in der Form von einfachen Wertrechten im Sinne von Art. 973c des Schweizerischen Obligationenrechts emittiert; die Tatsache, dass ETPs Kryptowerte als Basiswert haben, macht diese nicht zu einer DLT-Effekte.<sup>7</sup>

Gemäss Regelwerk der SIX Swiss Exchange sind ETPs besicherte und unverzinst, auf den Inhaber lautende Forderungsrechte (Schuldverschreibungen), die als Effekten ausgegeben und in gleicher Struktur und Stückelung fortlaufend verkauft und zurückgekauft werden, und welche die Kursentwicklung eines zugrundeliegenden Basiswerts unverändert oder gehebelt abbilden (Tracker-Zertifikat).<sup>8</sup>

Die BX Swiss definiert ETPs als besicherte, auf den Inhaber lautende Forderungsrechte (Schuldverschreibungen), die massenweise in vereinheitlichter Form als Effekten ausgegeben werden und die dadurch charakterisiert sind, dass ihr Wert abhängig ist von einem oder mehreren Basiswerten.<sup>9</sup>

ETPs und andere strukturierte Produkte unterstehen nicht dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) und sind als solche von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA (FINMA) weder beaufsichtigt noch bewilligungspflichtig. Bei der Strukturierung des spezifischen Produkts ist es sehr wichtig, zu vermeiden, dass das Produkt potenziell als kollektive Kapitalanlage qualifiziert, wenn dies nicht beabsichtigt ist. Andernfalls gelten die aufsichtsrechtlichen Anforderungen, einschliesslich der Bewilligungspflicht durch die FINMA, vollumfänglich.

---

<sup>7</sup> Siehe auch Botschaft des Bundesrates vom 25. September 2020 über das Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register, BBl 2020, 233 ff., 310; Bohrer et al., 47.

<sup>8</sup> Vgl. Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products, Art. 3 Abs. 2 (zit. ZRETP SIX).

<sup>9</sup> Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products der BX Swiss, Ziff. 1.2 (zit. ZRETP BX Swiss).

## 2. Anforderungen an die Emittenten

Für die Emission, Kotierung und die Zulassung zum Handel von strukturierten Produkten in Form von ETPs sind gemäss FIDLEG sowie den Kotierungsreglementen der SIX Swiss Exchange und der BX Swiss spezifische Vorschriften zu beachten. Von besonderer Bedeutung sind dabei Art. 70 FIDLEG, Art. 96 FIDLEV sowie das jeweilige Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products (ZRETP), welches spezifische Regelungen für ETPs aufstellt und die – im Grundsatz anwendbaren – allgemeinen Regularien der relevanten Börse ergänzt, präzisiert und zum Teil ändert.

Gemäss Art. 70 FIDLEG dürfen nur Schweizer Banken, Schweizer Versicherer, Schweizer Wertpapierhäuser und ausländische Institute, die einer gleichwertigen Aufsicht unterstehen, strukturierte Produkte in der Schweiz oder im Ausland von der Schweiz aus Privatkundinnen und -kunden ohne ein auf Dauer angelegtes Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnis anbieten. Eine vergleichbare Regelung bestand vor Inkrafttreten des FIDLEG in Art. 5 KAG. In der Praxis schrecken die hohen Eigenmittelanforderungen viele regulierte Emittenten davon ab, Produkte mit Kryptowährungen auszugeben.

Alternativ können strukturierte Produkte von Sonderzweckgesellschaften (SPVs) emittiert und an Privatkundinnen und -kunden in der Schweiz oder von der Schweiz aus ausgegeben werden, wenn die Produkte durch einen Finanzintermediär (vgl. vorstehender Absatz) garantiert oder gleichwertig besichert werden (vgl. den nächsten Abschnitt 3. zur Besicherung). Gemäss Art. 12 des Bundesgesetzes über die Finanzinstitute (FINIG) darf zwar grundsätzlich nur derjenige gewerbsmässig Derivate in Form von Effekten schaffen und auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten, der über eine Bewilligung als Wertpapierhaus nach FINIG oder als Bank nach dem Bundesgesetz über Banken und Sparkassen verfügt. Daher benötigen Emittenten von Derivaten in der Regel eine Bewilligung der FINMA und müssen verschiedene Anforderungen bezüglich Organisation, Kapitalisierung etc. erfüllen. Dieser Vorbehalt gilt jedoch nicht für die Emission von strukturierten Produkten durch ein SPV. Bereits das KAG sah im Vergleich zum früheren Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) als spezifischeres und jüngerer Gesetz spezifische Anforderungen für die Emission von strukturierten Produkten durch ein SPV vor. In Praxis und Lehre wurde daher die Auffassung vertreten, dass die Möglichkeit der Emission von strukturierten Produkten durch ein SPV nie in Frage käme,

wenn ein SPV tatsächlich einer Bewilligung der FINMA bedürfte.<sup>10</sup> Da die Ausnahmeregelung für SPVs in Art. 70 FIDLEG beibehalten wurde, gilt diese weiterhin als *lex specialis* zur allgemeinen Regel in Art. 12 FINIG.<sup>11</sup>

Nach Art. 96 FIDLEV gilt als Sonderzweckgesellschaft eine juristische Person, deren Hauptzweck die Ausgabe von Finanzinstrumenten ist. Daneben darf sie nur mit der Emission von Finanzinstrumenten direkt im Zusammenhang stehende Nebentätigkeiten ausüben. Bei diesen Nebentätigkeiten handelt es sich etwa um alles, was mit der Strukturierung, Ausgabe bzw. Rücknahme, Unterhaltung, Platzierung, Vermarktung oder Handelszulassung zu tun hat. Um das Konkursrisiko für Investoren zu verringern, darf das SPV allerdings keine anderen Geschäftstätigkeiten ausüben wie z.B. Beratungs- oder Verwaltungstätigkeit für Dritte, die nicht im Zusammenhang mit den eigenen Produkten stehen.

Damit ETPs an der SIX Swiss Exchange kotiert werden können, muss der Emittent in der Regel weitere Voraussetzungen erfüllen. Dazu gehören neben dem ordnungsgemässen Bestehen (*due incorporation and existence*),<sup>12</sup> der Verwendung eines anerkannten Rechnungslegungsstandards<sup>13</sup> und der Bestellung eines staatlich beaufsichtigten Revisionsunternehmens auch ein ausgewiesenes Eigenkapital von mindestens CHF 25 Mio. gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard, sofern die ETPs nicht ausschliesslich mit bestimmten Basiswerten und auf eine bestimmte Art und Weise besichert sind,<sup>14</sup> sowie das Vorhandensein von Jahresrechnungen (oder im ersten Jahr einem *opening balance sheet*) gemäss dem für den Emittenten geltenden Rechnungslegungsstandard. Gemäss Regelwerk der SIX Swiss Exchange können jedoch in begründeten Fällen Ausnahmen von diesen Anforderungen gewährt werden.

Die BX Swiss kennt vergleichbare Anforderungen,<sup>15</sup> verzichtet aber aufgrund der Vorgaben an die Besicherung von vorneherein auf das in anderen Segmenten bestehende Erfordernis des Mindestkapitals von CHF 2 Millionen der Emittentin.<sup>16</sup>

---

<sup>10</sup> BSK KAG-Bischof/Lamprecht/Schwob, Art. 5, N 32.

<sup>11</sup> Siehe zu SPVs als Emittenten SK FIDLEG-Haeberli, Art. 70, N 37 ff.

<sup>12</sup> Art. 10 ZRETP SIX.

<sup>13</sup> Richtlinie Rechnungslegung der SIX.

<sup>14</sup> Oder wenn an Stelle des Emittenten eine die Anforderungen erfüllende Drittperson (Sicherheitsgeber) für die mit den ETPs verbundenen Verpflichtungen ein Sicherungsversprechen abgibt, vgl. etwa Art. 4 Abs. 3 ZRETP SIX.

<sup>15</sup> Ziff. 3.1 und 3.2 ZRETP BX Swiss.

<sup>16</sup> Siehe Ziff. 4.6 des Kotierungsreglements der BX Swiss AG und Ziff. 1.4 ZRETP BX Swiss.

### 3. Sicherheiten

#### a) *Rechtlich durchsetzbare dingliche Sicherheit zugunsten der Anlegerinnen und Anleger (FIDLEG)*

Bei der Emission von ETPs und anderen strukturierten Produkten durch ein SPV muss eine Sicherung gewährleistet sein, die einer Emission durch ein reguliertes Institut entspricht (Art. 70 Abs. 2 lit. b FIDLEG). Nach Art. 96 Abs. 3 FIDLEV ist dies insbesondere der Fall, wenn eine rechtlich durchsetzbare dingliche Sicherheit zugunsten der Anlegerinnen und Anleger bereitgestellt wird. Im Gegensatz zur ehemaligen Regelung in der Kollektivanlageverordnung wird nicht mehr nur ausdrücklich die Bestellung von in der Schweiz gelegenen, rechtlich durchsetzbaren physischen Sicherheiten zugunsten der Anlegerinnen und Anleger erwähnt. Entscheidend nach neuem Recht (wie der Auslegung zum alten Recht) ist vielmehr die rechtliche Durchsetzbarkeit der Sicherheiten zum Schutz der Anlegerinnen und Anleger – ungeachtet des tatsächlichen Belegenheitsortes.

#### b) *Zulässige Sicherheiten (Collateral)*

Die Regularien der Schweizer Börsen SIX Swiss Exchange und BX Swiss gehen in Bezug auf die konkrete Ausgestaltung der Sicherheiten noch einen Schritt weiter: das ZRETP der SIX Swiss Exchange und der BX Swiss verlangen z.B., dass ETPs auf eine der folgenden Arten besichert werden: durch Hinterlegung des Basiswerts in physischer Form bzw. direkt oder indirekt, z.B. in Form eines Terminkontrakts;<sup>17</sup> durch liquide Aktien, Partizipationsscheine, Genussscheine, kollektive Kapitalanlagen, Obligationen oder Waren/Rohstoffe, die an der SIX Swiss Exchange bzw. BX Swiss oder an einer ausländischen Börse mit gleichwertiger Regulierung kotiert oder zum Handel zugelassen sind; oder durch Barmittel/-guthaben oder Edelmetalle. Mit dieser Regelung soll u.a. sichergestellt werden, dass die Sicherheiten einfach bewertbar und liquide sind. Die Sicherheiten müssen, entsprechend Art. 70 FIDLEG, auch nach den ZRETP mindestens den ausstehenden Betrag der ETPs abdecken, d.h. die Struktur der Produkte sowie die Besicherung und Emission müssen sicherstellen, dass die ETPs jederzeit voll besichert sind.

Wenn ein SPV auf die nach Art. 4 Abs. 1 ZRETP der SIX Swiss Exchange vorgeschriebene Kapitalausstattung von CHF 25 Mio. verzichten möchte, kommt nur eine Besicherung in Form der Hinterlegung des Basiswertes physisch oder

---

<sup>17</sup> Um sich gegen die Nichterfüllung der Verpflichtungen aus dem Terminkontrakts abzuschern, wird von den Gegenparteien an den Emittenten Collateral gestellt. Vgl. Gomez, 44.

in der Form eines Terminkontrakts in Frage.<sup>18</sup> In der Praxis ist eine rechtlich durchsetzbare Verpfändung der Basiswerte, wo dies nach dem anwendbaren Recht zulässig bzw. möglich ist, oder eine Verpfändung der Herausgaberechte gegen die Verwahrstelle in Bezug auf die Basiswerte der „Hinterlegung des Basiswertes“ gleichwertig. Letztere Variante wird i.d.R. bei Schweizer Verwahrstellen/Custodians und Sicherheiten nach Schweizer Recht gewählt,<sup>19</sup> und entspricht dem Vorgehen z.B. bei einer Verpfändung eines Bankkontos. Je nach Struktur wäre auch eine Sicherungszession der Rechte gegen die Verwahrstelle der Basiswerte an z.B. einen Trustee oder einen Collateral Agent denkbar, solange dabei die Funktionsweise der (fortlaufend ausgegebenen und zurückgenommenen) ETPs nicht beeinträchtigt wird.

Nach der hier vertretenen Auffassung kann es sodann auch keinen Unterschied machen, ob der Basiswert selbst oder z.B. eine technisch verpackte (wrapped) Version beim unabhängigen Custodian verwahrt und Gegenstand der Sicherheit ist. Aus technischen Interoperabilitätsgründen kann nämlich das Erfordernis zu diesem Vorgang bestehen, damit ein gewisser Basiswert in einer bestimmten Wallet gehalten werden kann oder auf einer bestimmten Handelsplattform gehandelt oder getauscht werden kann. Als prominentes Beispiel kann in diesem Zusammenhang Ether (ETH) genannt werden, das geschaffen wurde bevor der technische Standard ERC-20 implementiert wurde. Um Ether (ETH) in einem auf dem ERC-20 Standard basierenden technischen Umfeld übertragen und halten zu können, muss es technisch verpackt werden (so wird ETH zu wETH). wETH kann dabei jederzeit auf dem Ethereum Netzwerk an ein *smart contract* gesendet und „entpackt“ werden.<sup>20</sup> Solange der technische Vorgang funktioniert bzw. sichergestellt ist, besteht aus Sicht des Investors bzw. der Sicherheit für den Investor m.E. kein rechtlich relevanter Unterschied.

c) *Verwahrung bei einer unabhängigen Drittpartei*

Nach Art. 14 Abs. 3 ZRETP der SIX Swiss Exchange und Ziff. 6.3 ZRETP der BX Swiss müssen die als Sicherheit dienenden Vermögenswerte von einer von der Emittentin unabhängigen Drittpartei im Auftrag des Emittenten verwahrt werden (*independent custodian*). Hierbei besonders wichtig ist neben der Un-

---

<sup>18</sup> Siehe Art. 4 Abs. 3 ZRETP SIX.

<sup>19</sup> Für eine ausführliche Analyse, siehe Kogens/Montanari, 461 ff.

<sup>20</sup> Vgl. <<https://cointelegraph.com/news/what-is-wrapped-ethereum-weth-and-how-does-it-work>>.

abhängigkeit – an welche keine bestimmten formellen/allgemeingültigen Kriterien gestellt werden, sondern die von Fall zu Fall beurteilt werden muss –, dass die Custody Agreements mit der Verwahrstelle für die als Sicherheit dienenden Vermögenswerte keine vorgehenden Rechte oder Sicherungen oder Verrechnungsrechte vorsehen, welche die erforderliche Sicherheit der Investoren nach Art. 70 FIDLEG bzw. den ZRETP der Börsen unterlaufen könnten. Ebenfalls müssen eigene Nutzungsrechte der Verwahrstelle ausgeschlossen werden (namentlich für *Staking*). Es ist zudem ratsam, den Nachweis einer speziellen (und ausreichenden) Versicherung von der Verwahrstelle zu verlangen und/oder Aussonderungsrechte im Konkurs der Verwahrstelle sowie die Voraussetzungen dafür bzw. deren Einhaltung abzuklären (siehe Art. 242a SchKG im Schweizer Recht). Es gibt zahlreiche weitere Aspekte, die es zu beachten gilt, z.B. die konkrete Aufbewahrung der als Basiswerte und Sicherheiten dienenden Kryptowährungen (z.B. in *ultra cold wallets* und nur zu einem kleinen Teil in einer *hot wallet*), die Möglichkeit der Erstellung von separaten Wallets pro ETP Serie um eine zweifelsfreie Zuordnung zu ermöglichen, die Dauer der Kündigungsfristen (die eine Ausreichende Mitteilung eines Wechsels der Verwahrstelle gemäss den anwendbaren Regularien der SIX Swiss Exchange oder BX Swiss erlauben müssen), Abtretungs- oder Übertragungs- und Unterverwahrungsrechte (die neben den Mitteilungspflichten auch den Abschluss der erforderlichen Sicherheitenverträge als Bedingung vorsehen müssen oder ausgeschlossen werden sollten), etc.

#### 4. Zulässige Basiswerte

Gemäss den ZRETP der SIX Swiss Exchange und der BX Swiss kann nicht jeder beliebige Basiswert für ETPs verwendet werden, die Basiswerte von ETPs müssen „zulässige“ Basiswerte sein.

Sofern keine Ausnahme gewährt wird (Art. 7 Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange oder Ziff. 20.1 des Kotierungsreglements der BX Swiss – jeweils mit ausreichender Begründung, dass dies den Interessen der Anleger oder der Börse nicht zuwiderläuft, und dass dem Zweck der betreffenden Bestimmungen im konkreten Fall anderweitig Genüge getan wird), müssen diese geeigneten Basiswerte den bestimmten, in den ZRETP aufgeführten Vermögenswerten oder Körben (baskets) solcher geeigneter Basiswerte angehören. Zu diesen Vermögenswerten gehören Beteiligungspapiere, Anleihen und kollektive Kapitalanlagen, die an einem Schweizer oder an einem anerkannten

ten ausländischen Handelsplatz<sup>21</sup> kotiert oder zum Handel zugelassen sind.<sup>22</sup> Werden kollektive Kapitalanlagen als Basiswerte verwendet, so müssen diese ebenfalls die Voraussetzungen des KAG und seiner Ausführungsbestimmungen erfüllen.<sup>23</sup> Zugelassen sind auch sämtliche an der SIX Swiss Exchange kotierten oder zum Handel zugelassenen Derivate<sup>24</sup> sowie standardisierte Optionen und Termin-/Futureskontrakte, die an einer Börse mit gleichwertiger Regulierung gehandelt werden.<sup>25</sup> Indizes können ebenfalls als Basiswerte verwendet werden, sofern sie bestimmte Kriterien erfüllen, unter anderem, dass sie sich aus zulässigen Basiswerten zusammensetzen, der entsprechende Index in regelmässigen Abständen (mindestens einmal monatlich) neu berechnet und publiziert wird und das Indexreglement des Sponsors kostenlos online verfügbar ist.<sup>26</sup> Fremdwährungen/Devisen, Referenzsätze, Edelmetalle und Rohstoffe können ebenfalls als Basiswerte verwendet werden, sofern sie bestimmte Kriterien erfüllen.<sup>27</sup>

Die Regularien der BX Swiss sehen weitere zulässige Basiswerte explizit vor (regelmässig bewertete Grundstücke und andere Sachanlagen sowie Kryptowährungen). Das Regulatory Board der SIX Swiss Exchange kann auch weitere Basiswerte zulassen (Art. 8 Abs. 2 ZRETP SIX).

An der SIX Swiss Exchange sind gemäss Rundschreiben Nr. 3 der SIX Swiss Exchange Kryptowährungen derzeit als Basiswerte für Derivate zugelassen, sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind. Diese Kriterien wendet die SIX Swiss Exchange auch bei der Zulassung von Basiswerten für ETPs an. Der jeweilige Emittent muss vor jeder Produktzulassung prüfen, ob die nachfolgenden Kriterien (noch) erfüllt sind. Die Anforderungen an Kryptowährungen als Basiswerte an der BX Swiss sind im ZRETP explizit geregelt (Ziff. 8 ZRETP BX Swiss).

---

<sup>21</sup> Als anerkannte ausländische Handelsplätze qualifizieren solche, die über eine Vollmitgliedschaft der Federation of European Securities Exchanges (FESE) verfügen oder Mitglieder der World Federation of Exchanges (WFE) sind. Weitere Handelsplätze, die über eine gleichwertige Regulierung verfügen, können ebenfalls anerkannt werden. Vgl. Art. 9 Abs. 2 ZRETP SIX oder Ziff. 7.2 ZRETP BX Swiss.

<sup>22</sup> Art. 9 ZRETP SIX bzw. Ziff. 7.1 a) ZRETP BX Swiss.

<sup>23</sup> Art. 9 Abs. 1 ZRETP SIX bzw. Ziff. 7.1 i) ZRETP BX Swiss.

<sup>24</sup> Art. 10 Abs. 1 ZRETP SIX.

<sup>25</sup> Art. 10 Abs. 2 ZRETP SIX und Ziff. 7.1 f) ZRETP BX Swiss.

<sup>26</sup> Art. 11 ZRETP SIX und Ziff. 7.1 j) ZRETP BX Swiss. Die Emittentin muss interessierten Anlegern zudem auf Verlangen, ohne Interessennachweis, unentgeltlich den letzten publizierten Indexstand sowie das Indexreglement bekannt geben bzw. zustellen (Art. 11 ZRETP SIX).

<sup>27</sup> Art. 12 ZRETP SIX und Ziff. 7.1 b)-e) ZRETP BX Swiss.

Zulässige Krypto-Basiswerte sind an beiden Börsen jeweils nur solche, die als Kryptowährungen bzw. Zahlungs-Token qualifizieren.<sup>28</sup> Dabei muss jeweils eine Zahlungsfunktionalität nachgewiesen werden. Bei einem – sehr häufig vorkommenden – hybriden Token muss die Zahlungsfunktion zumindest ein zentrales Element sein. Dieses Kriterium dient der Abgrenzung zu Anlage-Token und dient vor allem dazu, eine indirekte Umgehung der Börsenregularien durch die Verwendung von ETPs für indirekte ICOs oder die Kotierung von Beteiligungsrechten oder Anleihen im ETPs Segment zu verhindern.

Den einzelnen Kriterien der SIX Swiss Exchange oder BX Swiss für zulässige Krypto-Basiswerte liegen Schutzinteressen zugunsten der Investoren zugrunde. So soll etwa der Kurs der Basiswerte jederzeit transparent nachvollziehbar sein,<sup>29</sup> der Basiswert muss über eine grosse Marktkapitalisierung verfügen damit eine entsprechende Liquidität sichergestellt ist<sup>30</sup> und es muss z.B. sichergestellt sein, dass die Kryptowährung direkt gegen eine gängige Fiat-Währung wie z.B. USD oder EUR gehandelt werden kann.<sup>31</sup>

Sofern eine Kryptowährung erstmalig verwendet wird,<sup>32</sup> ist der betreffenden Zulassungsstelle vor bzw. mit der Einreichung des Kotierungsgesuches darzulegen, wie die vorgenannten Anforderungen erfüllt werden.<sup>33</sup>

## 5. Mindestkapitalisierung

An der SIX Swiss Exchange kotierte ETPs müssen zum Zeitpunkt der Einreichung des Kotierungsgesuchs eine Mindestkapitalisierung von CHF 1 Mio. aufweisen. Bei ETPs auf Kryptowährungen wird ein gewisser Sicherheitspuffer empfohlen, da der Wert des Basiswerts stark schwanken kann; zudem

---

<sup>28</sup> Für die Kategorisierung der FINMA, siehe z.B. <<https://www.finma.ch/de/news/2018/02/20180216-mm-ico-wegleitung/>>.

<sup>29</sup> Ziff. 8.2 ZRETP BX Swiss und Rundschreiben Nr. 3 der SIX, Rz. 17 (der Kurs der Kryptowährung muss regelmässig zustandekommen und öffentlich über das Internet sowie gängige Informationssysteme wie z.B. Bloomberg oder Reuters zugänglich sein).

<sup>30</sup> Ziff. 8.3 ZRETP BX Swiss („eine der 50 grössten Kryptowährungen gemessen an der Marktkapitalisierung in USD handeln, die über [www.coinmarketcap.com](http://www.coinmarketcap.com) oder [www.openmarketcap.com](http://www.openmarketcap.com) publiziert wird“) und Rundschreiben Nr. 3 der SIX, Rz. 16 (Rundschreiben Nr. 3 der SIX, Rz. 17 („eine der 15 grössten Kryptowährungen gemessen an der Marktkapitalisierung in USD handeln. Als Referenz dienen die Angaben gemäss der Webseite: <https://coinmarketcap.com/coins/>“). Stablecoins können i.d.R. jeweils „rausgerechnet“ werden.

<sup>31</sup> Rundschreiben Nr. 3 der SIX, Rz. 17.

<sup>32</sup> Die BX Swiss publiziert eine Liste der bereits zugelassenen Kryptowährungen – dann ist jeweils nur die erforderliche Marktkapitalisierung bzw. der aktuelle Rang an [coinmarketcap.com](http://www.coinmarketcap.com) nachzuweisen.

<sup>33</sup> Ziff. 8.4 ZRETP BX Swiss und Rundschreiben Nr. 3 der SIX, Rz. 19.



schwankt der USD (in welchem die meisten Kryptowährungen gequoted werden) zum CHF. Es kommt häufig vor, dass das Pricing noch nicht bekannt ist, in einem solchen Fall muss sichergestellt bzw. zugesichert werden, dass dieses Erfordernis erfüllt sein wird. Der Nachweis ist diesfalls vor dem ersten Handelstag zu erbringen. Nach dem ersten Handelstag kann es zu Unterschreitungen der Mindestkapitalisierung von CHF 1 Mio. kommen, z.B. aufgrund von Marktschwankungen oder Verkäufen der Investoren und Redemptions der Authorized Participants bzw. des Market Makers.

An der BX Swiss gibt es kein Erfordernis einer Mindestkapitalisierung der betreffenden ETP Serie am ersten Handelstag (so explizit Ziff. 9.1 ZRETP BX Swiss). Es ist aber insbesondere aus reputationellen Gründen für das Produkt ratsam, eine gewisse Kapitalisierung zu haben.

## 6. Market Making

Bei ETPs, die an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, muss der Emittent gegenüber der SIX Swiss Exchange zusichern, dass für die betreffenden ETPs ein Markt besteht, d.h. dass es für die betreffenden ETPs einen Market Maker gibt (vgl. Art. 19 ZRETP SIX). Die Market Maker-Vereinbarung für die betreffenden ETPs zwischen dem bezeichneten Market Maker und der SIX Swiss Exchange ist ebenfalls Bestandteil des Kotierungsgesuchs und kann i.d.R. vor erstem Handelstag nachgereicht werden.<sup>34</sup>

Die SIX Swiss Exchange ist befugt, Ausführungsbestimmungen zum Market Making zu erlassen, hat dies jedoch für ETPs bisher nicht getan.

An der BX Swiss besteht ebenfalls eine Pflicht für einen Market Maker (Ziff. 3.3 ZRETP BX Swiss). Der alleinige Market Maker Lang & Schwarz TradeCenter AG & Co. KG quotiert Finanzinstrumente an der BX Swiss. Darüber hinaus können an der BX Swiss kotierte ETPs weitere Market Maker aufweisen (z.B. für andere/zusätzliche Handelsplätze).

---

<sup>34</sup> Vgl. auch die SIX Swiss Exchange Mitteilung Nr. 02/2023 zur „Prozessautomatisierung Market Making ETF und ETP per 1. April 2023“, abrufbar unter <<https://www.six-group.com/dam/download/market-data/news/swiss-exchange-messages/2023/swx-message-20230301-02-de.pdf>>. Alternativ steht die derzeitige Methode mittels Anpassung des Market Making Appendix weiterhin zur Verfügung, ibid.

## 7. Anwendbares Recht und Gerichtsstand

An der SIX Swiss Exchange und der BX Swiss kotierte ETPs unterstehen grundsätzlich schweizerischem Recht.<sup>35</sup> ETPs, die ausländischem Recht unterstehen, können an der SIX Swiss Exchange nur kotiert werden, wenn die ausländische Rechtsordnung vom Regulatory Board der SIX Swiss Exchange anerkannt wird;<sup>36</sup> dazu zählen alle Rechtsordnungen der OECD Staaten.<sup>37</sup> Auf Gesuch hin kann das Regulatory Board der SIX Swiss Exchange weitere ausländische Rechtsordnungen anerkennen, sofern der Gesuchsteller nachweisen kann, dass die betreffende Rechtsordnung internationalen Standards bezüglich Anlegerschutz und Transparenzvorschriften genügt.<sup>38</sup> An der BX Swiss können die Bedingungen der ETP neben schweizerischem Recht auch ausländischen Recht eines OECD Mitgliedsstaates unterstellt sein.<sup>39</sup>

Um den Anlegern eine realistische Chance zu geben, ihre Rechte aus den ETPs oder im Zusammenhang mit der Struktur durchzusetzen, müssen die Anleger bei an der SIX Swiss Exchange kotierten ETPs die Möglichkeit haben, ihre Rechte gegen die an der Struktur Beteiligten (z.B. gegen den Emittenten, den Verwahrer der Sicherheiten usw.) vor einem staatlichen Gericht geltend zu machen.<sup>40</sup> Der Gerichtsstand muss zumindest alternativ sicherstellen, dass die Gerichte des Landes, dessen Rechtsordnung auf die Bedingungen der betreffenden Emission anwendbar ist, für solche Fälle zuständig sind.<sup>41</sup> Für ETPs, die schweizerischem Recht unterstehen, kann beispielsweise die Zuständigkeit der Gerichte der Stadt Zürich als Gerichtsstand gewählt werden.

## 8. Prospekt für die Handelszulassung

Nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ist für die Handelszulassung und das öffentliche Angebot in der Schweiz ein genehmigter Prospekt erforderlich.<sup>42</sup> Der Prospekt kann entweder in Form eines Basisprospekts (der auch ein Muster der endgültigen Bedingungen enthält) und ausgefüllten endgültigen Bedingungen für die spezifische Serie von ETPs, die angeboten und kotiert werden soll, oder in Form eines separaten Prospekts für eine einzelne Serie von ETPs erstellt werden. Neben einem von einer Schweizer Prüfstelle geprüften Prospekt kann

---

<sup>35</sup> Art. 6 Abs. 1 ZRETP SIX und Ziff. 5.3 ZRETP BX Swiss.

<sup>36</sup> Art. 6 Abs. 2 ZRETP SIX.

<sup>37</sup> Art. 6 Abs. 2 ZRETP SIX.

<sup>38</sup> Art. 6 Abs. 3 ZRETP SIX.

<sup>39</sup> Ziff. 5.3 ZRETP BX Swiss.

<sup>40</sup> Art. 5 Abs. 1 ZRETP SIX.

<sup>41</sup> Art. 5 Abs. 2 ZRETP SIX.

<sup>42</sup> Siehe zur Prospektpflicht ausführlich SK FIDLEG-Bösch/Leisinger, Art. 35, N 8 ff.

auch ein von einer anerkannten ausländischen Prüfstelle genehmigter (Basis-)Prospekt verwendet werden (Art. 54 FIDLEG). In der Praxis sieht man häufig in Schweden oder Liechtenstein genehmigte Basisprospekte. Viele Emittenten entscheiden sich dennoch (zum Teil zusätzlich) für einen Schweizer Basisprospekt, weil nach FIDLEG bei der Ausgestaltung der einzelnen (z.B. innovativen) Serien von ETPs mehr Flexibilität besteht – Art. 56 Abs. 3 FIDLEV können insbesondere die produktspezifischen Bedingungen, die produktspezifische Beschreibung der Effekten und die Angaben zu den produktspezifischen Risiken in die endgültigen Bedingungen aufgenommen werden. Das ist in der EU nach Kenntnis des Autors nicht möglich, da dort die endgültigen Bedingungen die allgemeinen Bedingungen lediglich vervollständigen können und keine neuen Elemente/Bedingungen hinzugefügt werden können.

Der Prospekt muss die Anforderungen gemäss Anhang 3 FIDLEV (Mindestinhalt des Prospektes – Schema für Derivate) erfüllen. Neben den Risikofaktoren, den Angaben zum Emittenten und den Angaben zu den Effekten, die grundsätzlich in einem Prospekt enthalten sein müssen, sind weitere spezifische Angaben zu machen. Dazu gehören die Beschreibung der Art der Besicherung und des Verfahrens zur Verwertung der Sicherheiten im Falle eines Ausfalls (Event of Default).<sup>43</sup> Darüber hinaus sind i.d.R. detaillierte Angaben zu den an der Struktur beteiligten Parteien erforderlich. Anhang 3 fordert diese Angaben zwar nicht ausdrücklich, jedoch sind diese Angaben m.E. unabdingbar, damit der Prospekt die nach Art. 40 Abs. 1 lit. b für den Entscheid der Anleger *wesentlichen Angaben* zu den ETPs enthält. Um nochmals klarzustellen, dass es sich bei den ETPs nicht um kollektive Kapitalanlagen handelt, ist eine fettgedruckte Erklärung erforderlich, dass es sich bei den ETPs nicht um kollektive Kapitalanlagen im Sinne des KAG handelt und dass sie weder einer Bewilligung noch der Aufsicht der FINMA unterstehen.<sup>44</sup>

Bei ETPs auf Kryptowährungen muss der Prospekt zudem die im SIX-Rundschreiben Nr. 3 verlangten zusätzlichen Risikofaktoren und Informationen enthalten. Gemäss Rz. 22 des Rundschreibens muss der Kotierungsprospekt bei Kryptowährungen auch Angaben zu den folgenden Punkten enthalten: Die wesentlichen Unterschiede und die daraus resultierenden Risiken zwischen herkömmlichen (Fiat-)Währungen und der Kryptowährung sind zu erläutern. Dies sind insbesondere die fehlende Werthaltigkeit, der Handel der Kryptowährung auf unregulierten Online-Börsen, das geringere Handelsvolumen und die höhere Volatilität sowie die spezifischen Risiken im Zusammenhang

---

<sup>43</sup> Ziff. 3.7 Anhang 2 der Verordnung über Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV, SR 950.11) analog.

<sup>44</sup> Ziff. 0.2.3 Anhang 3 FIDLEV.

mit Produkten in Kryptowährungen, insbesondere Betrugsrisiken und Risiken, die sich aus möglichen Hackerangriffen ergeben. Nach Meinung des Autors wird damit nicht der Inhalt des Prospektes geregelt,<sup>45</sup> sondern lediglich allgemeinverständlich festgehalten, was i.d.R. als Mindestinhalt der wesentlichen Risiken gemäss Art. 40 Abs. 1 lit. a Nr. 4 angesehen werden dürfte.

SIX Exchange Regulation (wohl in der Funktion als Prüfstelle gemäss Art. 52 FIDLEG) behält sich vor, weitere Angaben im Prospekt zu verlangen, wenn die Kryptowährung oder die Produktstruktur dies erfordern.

## 9. Basisinformationsblatt

Da ETPs als strukturierte Produkte qualifizieren (vgl. oben, [II.1](#)) muss gemäss Art. 58 i.V.m. Art. 59 FIDLEG und Art. 86 Abs. 2 FIDLEV ein Basisinformationsblatt erstellt werden, wenn diese Privatkunden angeboten werden sollen (was mit einer Kotierung der Fall ist). In der Praxis wird allerdings i.d.R. ein PRIIP KID gemäss der einschlägigen EU Verordnung erstellt und verwendet. Dieses ist nach Art. 59 Abs. 2 FIDLEG i.V.m. Anhang 10 FIDLEV als gleichwertig anerkannt und kann anstelle eines Schweizer Basisinformationsblatts verwendet werden.

## 10. Aufrechterhaltung der Kotierung

Bei einer blossen Kotierung von ETPs an der SIX Swiss Exchange entfällt die Pflicht zur Zwischenberichterstattung. Dies bedeutet, dass der Emittent von ETPs keinen Halbjahresabschluss erstellen und veröffentlichen muss. Der Emittent ist auch nicht verpflichtet, einen mindestens das laufende Geschäftsjahr umfassenden Unternehmenskalender zu erstellen und aktuell zu halten. Stattdessen enthalten die ZRETP der SIX Swiss Exchange einen Anhang, in dem die regelmässigen Berichts- und Meldepflichten und die entsprechenden Fristen aufgeführt sind, z.B. in Bezug auf den Jahresabschluss (der ab 1. Februar 2024 nicht mehr „per se“ ad hoc bekanntgegeben werden muss)<sup>46</sup> oder die Erhöhung oder Verringerung der Anzahl der ETPs. Selbstverständlich gelten auch die in den Anlagebedingungen genannten Meldepflichten, die gemäss dem jeweiligen Prospekt und den Emissionsbedingungen der spezifischen ETPs zu erfüllen sind.

---

<sup>45</sup> Dafür wäre die Börse seit Inkrafttreten des FIDLEG nämlich nicht zuständig.

<sup>46</sup> Art. 4 Abs. 2 der Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität in der Version vom 28. Juni 2023.

Bei einer Kotierung an der BX Swiss ergeben sich die Pflichten für die Aufrechterhaltung der Kotierung ebenfalls direkt aus dem ZRETP BX Swiss. Dazu gehören die Pflicht, einen Geschäftsbericht zu veröffentlichen,<sup>47</sup> die Einhaltung der ad hoc Publizitätspflichten sowie weitere Regelmeldepflichten gemäss der Weisung zu den Regelmeldepflichten für Derivate und die Einhaltung der vertraglichen Meldepflichten gemäss den Emissionsbedingungen.<sup>48</sup>

### III. Ausblick und Schlusswort

International und in der Schweiz bestehen nach den jüngsten Skandalen im Blockchain bzw. Kryptobereich Bestrebungen, diesen weiter zu regulieren oder gar zu verbieten. Diese Bestrebungen könnten sich auch auf die Krypto-ETPs auswirken.

Angesichts der – mit Schwankungen – anhaltenden Beliebtheit von Kryptowährungen als (spekulative) Anlageklasse ist es nach Meinung des Autors wichtig, den Zugang über regulierte Börsen mittels klassischen Finanzinstrumenten zu bewahren. Wie in diesem Beitrag dargestellt bestehen einige Anforderungen an diese Produkte, welche den Anlegerschutz sicherstellen sollen. Bestünde diese Möglichkeit der Investition nicht mehr, würden die Investitionen mutmasslich nicht aufhören, sondern über Wallets und über unregulierte Plattformen statt über Depots und kotierte Produkte erfolgen. Dem Anlegerschutz wäre damit ein Bärendienst erwiesen.

### Literaturverzeichnis

Andreas Bohrer et al., Finanzmarktrecht – Entwicklungen 2019, Bern 2020. Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz, in: Bösch René et al. (Hrsg.), 2. A., Basel 2016 (zit. BSK KAG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Gomez Richa Lucia, Les produits structurés et la protection de l'investisseur, Genf/Zürich/Basel 2015, 43 ff.

Kogens Ronald/Montanari Mark, Möglichkeiten zur rechtsgeschäftlichen Begründung von Sicherungsrechten an Kryptowährungen als unkörperliche Gegenstände sui generis unter geltendem Recht, SZW 2021, 461 ff.

Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, in: Rolf Sethe et al. (Hrsg.), Zürich 2021 (zit. SK FIDLEG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

---

<sup>47</sup> Dieser umfasst den geprüften Jahresbericht gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard und den Prüfbericht der Revisionsstelle. Vgl. Ziff. 11.1 ZRETP BX Swiss.

<sup>48</sup> Vgl. Ziff. 11 ZRETP BX Swiss.



# Restrukturierung von Bonds

Lukas Roesler

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	152
1.	<a href="#">Anleihen</a>	152
2.	<a href="#">Typische Anleihssemissionen schweizerischer Konzerne</a>	152
II.	<a href="#">Rolle der Finanzgläubiger in einer Sanierung</a>	153
1.	<a href="#">Die Unternehmung in der finanziellen Krise</a>	153
2.	<a href="#">Sanierung</a>	154
3.	<a href="#">Einbezug der Anleihsngläubiger in eine Sanierung</a>	156
4.	<a href="#">Mittel für den Einbezug der Anleihsngläubiger</a>	157
a)	<a href="#">Gläubigerversammlung</a>	157
b)	<a href="#">Individuelle Vereinbarung mit jedem Anleihsngläubiger</a>	158
aa)	<a href="#">Umtausch gegen neue Anleihe</a>	159
bb)	<a href="#">Cash Tender Offer auf alte Anleihe unter gleichzeitiger Ausgabe einer neuen Anleihe</a>	159
cc)	<a href="#">Rückkäufe</a>	160
dd)	<a href="#">Umtausch gegen Aktien (Debt-Equity Swap)</a>	160
ee)	<a href="#">Senkung von Options-/Wandelpreis/Akzelerierte Wandlung</a>	160
c)	<a href="#">Angebote auf zum Handel zugelassene Effekten oder deren Derivate</a>	161
aa)	<a href="#">Verbot des Insiderhandels und Marktmanipulation</a>	161
bb)	<a href="#">Wandelanleihen</a>	161
III.	<a href="#">Rolle des Anleihsnvertreters</a>	163
IV.	<a href="#">Die Gläubigerversammlung</a>	166
1.	<a href="#">Anwendbare Bestimmungen</a>	166
2.	<a href="#">Möglichkeiten der Anpassung der Anleihsbedingungen via Gläubigerversammlung</a>	167
3.	<a href="#">Beschlüsse der Gläubigerversammlung in der Praxis</a>	169
4.	<a href="#">Genehmigung des Beschlusses / Rahmenbedingungen</a>	169
a)	<a href="#">Verletzung der Vorschriften über Einberufung und Zustandekommen (Ziff. 1)</a>	170
b)	<a href="#">Mangelnde Notwendigkeit zur Abwendung einer Notlage (Ziff. 2)</a>	170
c)	<a href="#">Ungenügende Wahrung der gemeinsamen Interessen der Gläubiger (Ziff. 3)</a>	171
d)	<a href="#">Unredliches Zustandekommen des Beschlusses (Ziff. 4)</a>	171
V.	<a href="#">Kombination: Das duale Vorgehen von „Santhera“</a>	171
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	173

# I. Einleitung

## 1. Anleihen

Der nachfolgende Beitrag fokussiert auf die Restrukturierung von Anleihen (*Bonds*) im Sinne des schweizerischen Rechts, welche von privaten Emittenten ausgegeben werden. Anleihen, welche nicht von privaten Emittenten (z.B. von Bund und Kantonen) ausgegeben werden,<sup>1</sup> wie auch regulatorische Anleihen von Banken und das spezielle Sanierungsregime nach Bankgesetz werden nicht behandelt.

Bei einer Anleihe handelt es sich um ein in Teilbeträge aufgeteiltes Grossdarlehen mit einheitlichen Bedingungen (*Terms & Conditions*, T&Cs) bezüglich Zeichnungsfrist, Liberierungsdatum, Ausgabepreis, Zinssatz und Laufzeit, welche i.d.R. als Wertpapier oder Wertrecht ausgestaltet werden.<sup>2</sup> Anleihen sind u.a. abzugrenzen von Darlehen, Derivaten und kollektiven Kapitalanlagen.<sup>3</sup>

## 2. Typische Anleihensemissionen schweizerischer Konzerne

Anleihensemissionen schweizerischer Emittenten sind u.a. unterscheidbar nach Platzierungsart, Ort der Emission und nach dem anwendbaren Recht. Letzteres ist jeweils zu prüfen, wobei nicht in allen Konstellationen die Bestimmungen von Art. 1157 ff. OR über die Gläubigergemeinschaft bei Anleihensobligationen zur Anwendung gelangen, welche nachfolgend besprochen werden.

Nach Platzierungsart sind in der Schweiz öffentlich angebotene, und ev. an einer Schweizer Börse kotierte Anleihen, für welche grundsätzlich eine Prospektpflicht nach Art. 35 FIDLEG gilt,<sup>4</sup> von privat platzierten Anleihen zu unterscheiden. Je nach Platzierungsart, Stückelung und Komplexität sind die einzelnen Anleihen an unterschiedliche, potenzielle Anleger gerichtet, welche Anleihensgläubiger der Emittentin werden.

---

<sup>1</sup> Solche Anleihen sind von Art. 1157 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) ausgenommen.

<sup>2</sup> Meier-Hayoz/von der Crone, Rz. 1084 ff.

<sup>3</sup> Siehe dazu BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1156 OR, N 3.

<sup>4</sup> Keine Prospektpflicht besteht bei öffentlichen Angeboten, welche unter einer der Ausnahmen von Art. 36 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1) gemacht werden.



Nach dem Ort der Emission sind in der Schweiz ausgegebene Anleihen von solchen zu unterscheiden, welche im Ausland ausgegeben werden. Eine typische Erscheinungsform von im Ausland ausgegebenen Anleihen schweizerischer Konzerne sind Anleihen, welche durch eine ausserhalb der Schweiz inkorporierte Konzernfinanzierungsgesellschaft ausgegeben und durch die schweizerische Konzernmutter garantiert werden (z.B. Eurobonds). Solche Anleihen sehen i.d.R. eine eingeschränkte Verwendung der aufgenommenen Mittel in der Schweiz vor, damit die Zinszahlungen nicht unter die schweizerische Verrechnungssteuer fallen, da deren Belastung ausländische Investoren von einer Investition abhalten würde.

Für die Anwendung der Bestimmungen von Art. 1157 ff. über die Gläubigergemeinschaft ist vorausgesetzt, dass der Emittent Wohnsitz oder eine geschäftliche Niederlassung in der Schweiz hat, und die Anleiheobligationen durch öffentliche Zeichnung ausgegeben wurden.<sup>5</sup>

## II. Rolle der Finanzgläubiger in einer Sanierung

### 1. Die Unternehmung in der finanziellen Krise

Eine finanzielle Notlage kann sich in Form von mangelnder Liquidität, Zahlungsunfähigkeit, Unterbilanz oder Überschuldung zeigen.<sup>6</sup> Sobald betriebliche Massnahmen alleine nicht reichen, um eine solche Notlage zu beheben und das Verhältnis von Schulden zu Ertrag und Fremd- zu Eigenkapital eines Unternehmens zurück in gesunde Bahnen zu lenken, muss eine Gesellschaft finanzielle Massnahmen ergreifen. Neben einer Bilanzbereinigung ist dazu (positiv) auf der Eigenkapitalseite via Wiederherstellung oder Erhöhung des Eigenkapitals und (negativ) auf der Fremdkapitalseite via Reduktion des Fremdkapitals oder Anpassung dessen Fälligkeitsstruktur anzusetzen.<sup>7</sup>

Eigenkapitalseitig ist an die Neuzuführung von Eigenkapital via Kapitalerhöhung oder *à-fond-perdu* Zuschüssen durch die Eigentümer oder neue Investoren zu denken,<sup>8</sup> was generell voraussetzt, dass Investoren gefunden werden, welche die benötigten Mittel haben, und bereit sind, zu investieren. Eigenkapitalmassnahmen bei einer Aktiengesellschaft stehen grundsätzlich in der Kompetenz der Generalversammlung, d.h. erfordern die Mitwirkung der Aktionäre.

---

<sup>5</sup> Zur Rechtswahl und Art. 1157 ff. OR vgl. unten, [IV.1](#).

<sup>6</sup> Boemle/Stolz, 256.

<sup>7</sup> Boemle/Stolz, 259.

<sup>8</sup> Giger, 104.

Fremdkapitalseitig ist an die Reduktion des Fremdkapitals durch (Teil-)Verzicht der Gläubiger auf ihre Forderungen und an eine Erleichterung des Kapitaldiensts durch Stundung oder den Erlass von Zinsen oder auch eines Fälligkeitsaufschub für die Rückzahlung des Prinzipals zu denken. Fremdkapitalmassnahmen bei einer Aktiengesellschaft liegen grundsätzlich in der Kompetenz des Verwaltungsrats, welcher für die Gesellschaft gegenüber den Gläubigern handeln kann.

Eine direkte Verbindung von Fremd- und Eigenkapitalmassnahmen könnte in Form einer Wandlung von Fremd- in Eigenkapital (*Debt-Equity Swap*) angestrebt werden.

Generell ist es u.U. erforderlich, dass neue Liquidität zur Verfügung gestellt wird, resp. dass (auch bereits vorhandene) Liquidität nicht oder nur verlangsam abfließt.

Auf der betrieblichen Seite wird die Unternehmung versuchen, sich auf Geschäfte in erfolgversprechenden Gebieten zu konzentrieren und sich von verlustbringenden Aktivitäten und Überkapazitäten zu trennen, sei es durch Schliessung, Verkauf oder „Gesundschumpfung“. Ein Verkauf (auch eines gut laufenden Geschäftsteils) kann dabei auch der Schaffung der für den Umbau oder Investitionen in erfolgversprechende Geschäfte benötigten Liquidität dienen.

## 2. Sanierung

Unternehmen in der Schweiz versuchen meist, eine Sanierung auf privatrechtlicher Basis durchzuführen, d.h. sie versuchen sich ausserhalb eines Konkurs- oder Nachlassverfahrens nach SchKG mit den einzelnen (wesentlichen) Gläubigern und Aktionären, ev. auch neuen Investoren, auf eine Sanierungslösung zu einigen.<sup>9</sup> Während ein Nachlassverfahren nach SchKG zwar sanierungsbegünstigend eine Einschränkung der Gläubigerrechte erlaubt (u.a. Stopp von Beteiligungen und Zinsenlauf) und (Zwangs-)Mittel zur Durchsetzung der Sanierungslösung bereitstellt, geht es mit einem erhöhten Risiko von Wertvernichtung, Betriebsunterbruch und Nicht-Fortführung des Unternehmens einher.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Boemle/Stolz, 274, wonach schätzungsweise 90% der Unternehmenssanierungen mit den Banken aussergerichtlich gelöst werden.

<sup>10</sup> Kälin, Rz. 93 ff.; Schenker, 205, mit weiteren Verweisen.

Eine private Sanierungslösung wird primär unter Einbezug von (Gross-)Aktionären und Finanzgläubigern verhandelt. Der Einbezug von anderen Gläubigern, wie z.B. Lieferanten und Dienstleistern ist oft riskant, da Lieferanten und Dienstleister ihre fortlaufenden Leistungen u.U. nur noch auf Basis von Vorauskassen erbringen oder ganz einstellen, sobald sie von der finanziellen Krise Kenntnis erlangen. Den damit verbundenen, erhöhten Liquiditätsbedarf kann sich das Unternehmen in der Krise meist nicht leisten, was zu einem Betriebsunterbruch mit weiteren, nachteiligen Konsequenzen führen könnte.

Im Vergleich zu Lieferanten und Dienstleistern haben (Gross-)Aktionäre und Finanzgläubiger den Grossteil ihrer Investitionen bereits erbracht und daher ein Interesse daran, an einer Sanierung mitzuwirken, um ihre möglichen Verluste zu minimieren. Zudem haben gerade die Finanzgläubiger oft die Expertise, die Lage des Unternehmens zu beurteilen und ihre Chancen zu errechnen. Weiter handelt es sich bei der genannten Interessengruppe um einen kleineren Personenkreis, als wenn alle Gläubiger anzusprechen wären. Es ist daher eher möglich, in diesem Kreis einen gemeinsamen Nenner für eine Lösung zu finden.

Ein privater Sanierungsplan kann Erfolg haben, wenn den (Gross-)Aktionären und Finanzgläubigern im Rahmen eines Sanierungsplans aufgezeigt werden kann, dass für sie die Sanierung finanziell vorteilhafter ist als ein Konkurs,<sup>11</sup> und sie überzeugt werden können, dass das Unternehmen sanierungswürdig und sanierungsfähig<sup>12</sup> ist. Damit es gelingt, sie zu überzeugen, ist generell vorausgesetzt, dass der Sanierungsplan transparent und nachvollziehbar ist.

Im Grundsatz werden die einbezogenen Aktionäre und Gläubiger erwarten, dass alle vergleichbaren Aktionäre und Gläubiger involviert werden und für die Sanierung faire Beiträge zu leisten haben (*sharing the pain*). Eine besondere Schwierigkeit kann darin bestehen, das individuelle Interesse einzelner Gläubigergruppen zu bestimmen und adäquat zu adressieren. So kann die Betrachtung der vorgeschlagenen Sanierungslösung durch besicherte Gläubiger gegenüber unbesicherten Gläubigern stark divergieren, z.B. weil die besicherten Gläubiger in einem Konkursfall wenige oder keine Verluste erwarten, die Unbesicherten hingegen einen Totalverlust.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Kälin, Rz. 86, mit Verweisen.

<sup>12</sup> Kälin, Rz. 112 ff., mit Verweisen; Boemle/Stolz, 256, mit Verweisen.

<sup>13</sup> In einem solchen Szenario werden die besicherten Gläubiger kaum bereit sein, auf Ihre Ansprüche zu verzichten oder sogar neue Investitionen zu leisten.

Wo die Erfahrung zur Erarbeitung eines Sanierungsplans auf Ebene der Unternehmung nicht vorhanden ist (was meist der Fall ist), ist unbedingt zu empfehlen (und wird von den Finanzgläubigern erwartet), dass unabhängige Sanierungsspezialisten die Analyse der Situation der Gesellschaft und die Erstellung des Sanierungsplans unterstützen. Die Mitwirkung solcher Spezialisten verleiht dem Sanierungsplan das sachliche Fundament und die nötige Glaubwürdigkeit, was die Chance erhöht, die angesprochenen Stakeholder davon überzeugen zu können.

### 3. Einbezug der Anleiensgläubiger in eine Sanierung

Die Anleiensgläubiger sind auch zu den Finanzgläubigern zu zählen. Die anderen Finanzgläubiger und die Aktionäre werden daher grundsätzlich wollen, dass die Anleiensgläubiger ebenfalls einen angemessenen Beitrag zur Sanierung leisten. Der Einbezug der Anleiensgläubiger ist aber, wenn es sich dabei um eine grosse Zahl handelt, schwierig und mit Ungewissheit verbunden, weshalb ihr Einbezug u.U. als zu hohes Risiko gewertet und vermieden wird.<sup>14</sup> Ob und wie Anleiensgläubiger konkret in eine Sanierung einbezogen werden, kann in diesem Zusammenhang wesentlich davon abhängen, um was für eine Investorengruppe es sich dabei handelt.

Bei Anleihen mit geringer Streuung, z.B. aufgrund hoher Stückelung (z.B. CHF 200'000) und einer gewissen Komplexität, welche nur bei wenigen Grossinvestoren platziert sind, unterscheidet sich die Ausgangslage dabei insofern nicht von derjenigen bei anderen Finanzgläubigern (wie z.B. Banken), als dass mit ihnen der direkte Dialog gesucht werden kann. Diese Investoren haben das nötige Fachwissen und die Ressourcen, um bei einer Sanierung aktiv mitzuwirken.

Bei Anleihen mit weiter Streuung, z.B. mit kleiner Stückelung (z.B. CHF 5'000), welche via Börse öffentlich bei einer Vielzahl von Kleinanlegern platziert wurden, unterscheidet sich die Ausgangslage grundlegend. Bei solchen Anleihen kann es äusserst schwierig sein, die Investoren nur schon mit einseitiger Kommunikation zu erreichen. Oft ist es der Gesellschaft ohne Mitwirkung der für die Anleihe involvierten Zahlstelle (*Paying Agent*) nicht einmal möglich, festzustellen, um wen es sich dabei handelt, und, selbst wenn Kommunikation sinnvoll möglich ist, kann nicht erwartet werden, dass diese Investoren die nötige Expertise und Ressourcen haben, um bei einer Lösung mitzuwirken, welche nicht auf den ersten Blick klar vorteilhaft erscheint.

---

<sup>14</sup> Boemle/Stolz, 279.

Zu erwähnen ist weiter, dass es sich ein Investor mit wenig Einsatz allenfalls auch leisten kann, darauf zu spekulieren, dass ihn die Investoren mit höherem Einsatz auskaufen, um eine Lösung möglich zu machen. Er wird in einem solchen Fall eine Lösung blockieren, resp. einfach nicht mitmachen (*hold out*), bis ihm ein passendes Angebot gemacht wird. Zu dieser Gruppe können auch Investoren kommen, welche sich die Instrumente erst während den laufenden Sanierungsbemühungen mit einem Preisabschlag und in der Absicht kaufen, durch eine Blockade der Sanierungsbemühungen die anderen Gläubiger dazu zu bringen, sie zu einem besseren Preis auszukaufen.

Allgemein kann in diesem Zusammenhang festgehalten werden, dass ein Angebot an die Anleiensgläubiger so ausgestaltet sein sollte, dass die Position des Zustimmenden besser ist als diejenige des Nicht-Zustimmenden, da ansonsten der vernünftige Gläubiger auf die Zustimmung und Sanierung durch die anderen spekuliert.<sup>15</sup>

#### 4. Mittel für den Einbezug der Anleiensgläubiger

Es stellt sich die Frage, mit welchen Mitteln die Anleiensgläubiger erfolgreich in die Sanierung einbezogen werden können. Denkbar ist eine individuelle Ansprache jedes einzelnen Anleiensgläubigers oder ein Vorgehen via die gesetzlich vorgesehene Einberufung einer Gläubigerversammlung. Beide Vorgehensweisen können in der Not auch kombiniert werden, wie das Vorgehen von *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*<sup>16</sup> im Frühling 2021 gezeigt hat.

Ideal wäre es, man könnte mit dem Anleiensvertreter eine Sanierungslösung verhandeln und vereinbaren, welche für die Anleiensgläubiger ohne deren Einbezug verbindlich wird. Die Vertretungsbefugnis des Anleiensvertreters ist aber gesetzlich beschränkt, und eine Lösung, welche in die Rechte der Anleiensgläubiger eingreift, liegt in der Kompetenz der Gläubigerversammlung oder braucht die Zustimmung jedes einzelnen Gläubigers. Eine genauere Betrachtung der dennoch wichtigen Rolle des Anleiensvertreters findet nachfolgend unter [III.](#) statt.

##### a) Gläubigerversammlung

Bei der Gläubigerversammlung handelt es sich im Prinzip um eine für Anleihen zur Verfügung gestellte Form eines Spezialnachlassverfahrens,<sup>17</sup> wobei es ausreicht, die im Gesetz definierte Mehrheit der Anleiensgläubiger von der Zu-

---

<sup>15</sup> Schenker, 216 f.

<sup>16</sup> Siehe dazu unten, [V.](#)

<sup>17</sup> Schenker/Schmid, 52.

stimmung zu einer Lösung zu überzeugen, welche dann (zwingend) auch für die Minderheit der Anleiensgläubiger gilt, welche dieser Lösung nicht zugestimmt oder gar nicht an der Lösungsfindung mitgewirkt hat. Eine genauere Betrachtung der Gläubigerversammlung findet nachfolgend unter [IV](#). (die Gläubigerversammlung) statt.

b) *Individuelle Vereinbarung mit jedem Anleiensgläubiger*

Grundsätzlich kann mit jedem einzelnen Anleiensgläubiger auf vertraglicher Basis ein Beitrag zur Sanierung vereinbart werden. Denkbar ist eine Leistung in Form einer Stundung von oder eines Verzichts auf Zins- oder Kapitalansprüche, aber auch die Wandlung der Anleihe in Aktien.

Die möglichen Leistungen der Anleiensgläubiger in der Sanierung können wie folgt eingeteilt werden:<sup>18</sup>

- Erleichterung der Zinsenlast;
- Umwandlung von (bereits) kurzfristigem in längerfristiges Fremdkapital;
- Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital; und
- Forderungsverzicht.

Da es bei einer grösseren Anzahl von Anleiensgläubigern nicht möglich ist, mit jedem Einzelnen eine individuelle Lösung zu verhandeln, wird die Ansprache der Anleiensgläubiger letztlich in Form eines Angebots, dessen Annahme jedem Anleiensgläubiger offensteht, erfolgen müssen. Ein direkter Forderungsverzicht ist dabei kaum zu erreichen.

Der Nachteil dieses Vorgehens gegenüber dem Vorgehen via Gläubigerversammlung liegt darin, dass gewisse Anleiensgläubiger das Angebot ev. nicht annehmen und – anders als bei Erreichen des benötigten Mehrs in der Gläubigerversammlung – auch dann nicht zu einer Annahme gezwungen werden können, wenn eine Mehrheit der Anleiensgläubiger bereit ist, das Angebot anzunehmen. Weiter ist ein genereller Nachteil des privaten Vorgehens, dass keine gesetzliche Stundung eintritt wie z.B. im Falle der Einberufung der Gläubigerversammlung nach Art. 1166 OR für die Anleiensgläubiger. Eine Stundung kann allerdings durch einen Verzicht des Anleiensvertreters auf eine Fälligestellung der Anleihe auch erreicht werden.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Boemle/Stolz, 280 ff.

<sup>19</sup> Siehe zur Rolle des Anleiensvertreters unten, [III](#).

Typische Angebote sind folgende:

*aa) Umtausch gegen neue Anleihe*

Der Umtausch der ausstehenden Anleihen gegen Neue<sup>20</sup> hat für den Emittenten letztlich denselben Effekt, wie eine Anpassung der Bedingungen via Beschluss der Gläubigerversammlung. Der Umtausch erlaubt aber die Vermeidung der hohen Hürden und der Unsicherheit der Anpassung der Bedingungen via Gläubigerversammlung. Ein Umtausch bewirkt grundsätzlich keine Reduktion der Schulden des Emittenten und muss zu Konditionen erfolgen, welche die neuen Anleihen gegenüber den Alten für die Investoren attraktiv machen, und die Investoren für allfällige Zugeständnisse entschädigen. Der Emittent kann beispielsweise eine neue Anleihe mit längerer Laufzeit aber gleichzeitig höherem Zins oder mit einer zusätzlichen Option auf Aktien anbieten.

*bb) Cash Tender Offer auf alte Anleihe unter gleichzeitiger Ausgabe einer neuen Anleihe*

Bei dieser Variante begibt der Emittent eine neue Anleihe aus deren Erlös er die alte Anleihe bar zurückkaufen möchte, wofür er ein Rückkaufangebot macht.<sup>21</sup> Der Emittent wird dabei die beiden Angebote aufeinander bedingen, d.h. das Angebot an die Gläubiger der ausstehenden Anleihe und die Platzierung der neuen Anleihe wird jeweils unter die Bedingung gestellt, dass eine definierte Anzahl von Anleihen zum Rückkauf angeboten und genügend neue Anleihen platziert werden können. Der Effekt dieser Variante ist aus Sicht des Emittenten grundsätzlich derselbe wie beim Angebot, die ausstehende Anleihe gegen eine Neue zu tauschen. Zusätzlich erlaubt sie aber einen Wechsel des Kreises der Gläubiger (z.B. von Retail- zu institutionellen Gläubigern, allenfalls auch zu nahestehenden oder am Unternehmen interessierten Gläubigern). Da bei diesem Vorgehen die Anleihegläubiger gegenüber anderen Gläubigern frühzeitig zurückbezahlt werden, ist es nur möglich, wenn es ausserhalb einer ernststen finanziellen Krise erfolgt oder ein Sanierungsplan befolgt wird, der eine Gläubigerbevorzugung ausschliesst.

---

<sup>20</sup> Bsp. Santhera Pharmaceuticals Holding AG im Frühling 2021, wobei die bestehende Wandelanleihe teilweise in eine neue Anleihe und teilweise in Aktien umgetauscht wurde, siehe dazu die Verfügung 781/01 der UEK vom 10. März 2021.

<sup>21</sup> Bsp. Basilea Pharmaceuticals AG im Juni 2020, siehe dazu die Verfügung 762/01 der UEK vom 17. April 2020.

cc) *Rückkäufe*

Ein Rückkauf der Anleihen durch die Gesellschaft<sup>22</sup> ohne die gleichzeitige Aufnahme neuer Mittel ist in einer Situation der finanziellen Krise oft keine Variante, ausser es besteht die Möglichkeit, die Anleihen unter pari zurückzukaufen, womit die Gesellschaft einen Gewinn zur Stärkung des Eigenkapital realisieren kann.<sup>23</sup> Auch hier gilt, dass ein Rückkauf aber nur ausserhalb einer Sanierung gemacht werden kann oder unter Befolgung eines Sanierungsplans, der eine Bevorzugung der Anleihegläubiger gegenüber anderen Gläubigern ausschliesst.<sup>24</sup>

Ein Rückkauf könnte auch durch einen Dritten vorgenommen werden mit welchem bereits eine Vereinbarung für weitere Sanierungsschritte besteht (z.B. zur Wandlung der Anleihen in Aktien).<sup>25</sup>

dd) *Umtausch gegen Aktien (Debt-Equity Swap)*

Der Umtausch der ausstehenden Anleihen gegen Aktien<sup>26</sup> führt direkt zu einer Stärkung der Bilanz via Reduktion des Fremdkapitals und – im Falle der Schaffung neuer Aktien – via Erhöhung des Eigenkapitals. Diese Variante setzt voraus, dass der Emittentin Aktien zur Verfügung stehen, welche sie für diesen Umtausch verwenden kann. Entsprechend muss bei der Schaffung neuer Aktien via Kapitalerhöhung ein Bezugsrechtsentzug vorgesehen werden. Rein praktisch kann es sein, dass u.U. nicht alle Gläubiger Aktionäre werden wollen oder können (z.B. aufgrund von Anlagebeschränkungen eines investierten Fonds), was negative Auswirkungen auf den Erfolg des Angebots oder auch auf den Aktienkurs nach Abschluss des Angebots aufgrund von Verkäufen haben kann.

ee) *Senkung von Options-/Wandelpreis/Akzelerierte Wandlung*

Bei Wandel- oder Optionsanleihen kann der Emittent gerade in einer finanziell angespannten Situation grosses Interesse haben, dass möglichst viele Anleihegläubiger ihr Wandlungsrecht ausüben, resp. allenfalls zeitlich früher ausüben. Die Ausübung des Wandelrechts führt direkt zu einer Stärkung der Bilanz des Emittenten durch Reduktion der Schulden und Stärkung des Ei-

---

<sup>22</sup> Bsp. ams AG im März 2021, siehe dazu die Verfügung 780/01 der UEK vom 19. März 2021.

<sup>23</sup> Schenker, 215.

<sup>24</sup> Schenker, 215.

<sup>25</sup> Schenker, 215.

<sup>26</sup> Bsp. Santhera Pharmaceuticals Holding AG, siehe dazu FN 20.



genkapitals. Gerade wenn es dem Emittenten nicht gut geht, ist das Wandelrecht aber oft „out of the money“, d.h. der Aktienpreis ist gesunken und liegt unter dem vereinbarten Wandelpreis, womit die Wandlung für den Anleiensgläubiger finanziell uninteressant ist. In dieser Situation ist es möglich, dass der Emittent den Ausübungspreis einseitig senkt<sup>27</sup> (oder den Wandelnden eine „Wandelprämie“ offeriert).<sup>28</sup> Allenfalls braucht der Emittent dazu die Zustimmung der Aktionäre an einer Generalversammlung, falls nicht genügend Aktien vorhanden sind, oder der Verwaltungsrat nicht die Kompetenz hat, die Ausgabebedingungen der Aktien anzupassen.<sup>29</sup>

c) *Angebote auf zum Handel zugelassene Effekten oder deren Derivate*

aa) *Verbot des Insiderhandels und Marktmanipulation*

Bei Anleihen, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, oder – wie im Fall von Wandelanleihen auf in der Schweiz zum Handel zugelassenen Aktien – daraus abgeleiteten Derivaten, sind im Zusammenhang mit den genannten Angeboten an die Anleiensgläubiger die Insiderbestimmungen und das Marktmanipulationsverbot nach FinFraG 142 f. und die dazu formulierten Ausnahmen von FinFraV 122 ff. sinngemäss zu beachten, wobei zu bemerken ist, dass Anleihen generell weniger preissensitiv auf neue Informationen reagieren, als Aktien, ausser die Informationen stehen direkt im Zusammenhang mit der Rückzahlungsfähigkeit des Emittenten. Das bedeutet, dass der Anbieter unter gegebenen Umständen Black-out Perioden i.S.v. Art. 124 FinFraV zu beachten und ein Rückkaufinserat (Art. 125 FinFraV) zu veröffentlichen hat. Beteiligte Broker orientieren sich zudem an den Marktverhaltensregeln gemäss FINMA Rundschreiben 2013/8.

bb) *Wandelanleihen*

Öffentliche angekündigte Rückkaufprogramme für den Erwerb von eigenen Beteiligungspapieren – wozu auch Wandel- und Optionsrechte gezählt wer-

---

<sup>27</sup> Bsp. Meyer Burger Technology AG, Gläubigerversammlung vom 25. November 2016 (Senkung des Wandelpreises).

<sup>28</sup> Bsp. nochmals Meyer Burger Technology AG im Dezember 2017 (Bezahlung eines Incentive Betrags von CHF 250 pro CHF 5'000 des bis 5. Dezember 2017 in Aktien gewandelten Prinzips einer Wandelanleihe).

<sup>29</sup> Schenker, 216.

den<sup>30</sup> – unterstehen grundsätzlich dem vierten Kapitel des FinfraG über öffentliche Kaufangebote.<sup>31</sup> Gemäss UEK ist das selbst dann der Fall, wenn die Wandelanleihe im Zeitpunkt der Meldung des Rückkaufprogramms „out of the money“ ist, da einer Wandelanleihe stets ein (hypothetisches) Beteiligungselement innewohne.<sup>32</sup>

Ausnahmen gemäss Art. 4 Abs. 2 UEV<sup>33</sup> für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere, wie von der Übernahmekommission in UEK-RS 1 zu Rückkaufprogrammen präzisiert, sind möglich, wenn Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben gewährleistet sind und kein Hinweis auf Umgehungen besteht.

Leider steht das vereinfachte Meldeverfahren, wie es von der Übernahmekommission generell für Rückkaufprogramme, welche die Anforderungen von Kapitel 1 bis 4 von UEK-RS 1 erfüllen, zur Verfügung gestellt wird, für Wandelanleihen nicht zur Verfügung, da die Anforderungen von UEK-RS 1 mit Blick auf den Rückkauf von Aktien definiert und für Wandelanleihen keine spezifischen Ergänzungen gemacht wurden. Für den vollständigen Rückkauf einer Wandelanleihe muss daher stets um eine Ausnahmeverfügung der Übernahmekommission ersucht werden, wobei die Verfügung im Normalfall auch erhältlich ist.<sup>34</sup> Zeitlich ist das Gesuch mindestens 20 Börsentage vor Lancierung des Rückkaufprogramms<sup>35</sup> einzureichen und darf erst 10 Börsentage nach der Veröffentlichung der Verfügung der Übernahmekommission<sup>36</sup> lanciert werden, soweit dazu nicht auch gleich eine Ausnahme verfügt wird.

---

<sup>30</sup> Art. 2 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) i.V.m. Art. 15 der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA).

<sup>31</sup> Rundschreiben Nr. 1 (Rückkaufprogramme) der UEK vom 27. Juni 2013 (Stand am 1. Januar 2016, zit. UEK-RS 1); grundlegend: Verfügung der EBK vom 4. März 1998 in Sachen Pharma Vision et al., E. 2.

<sup>32</sup> Verfügung 461/01 der UEK vom 16. November 2001 i.S. Transocean Ltd., E. 4; a.A. Riedi/Reutter, Ziff. 3.

<sup>33</sup> Art. 131 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinFraG, SR 958.1).

<sup>34</sup> Es wäre wünschenswert, dass die UEK die für Wandelanleihen üblicherweise benötigten Ausnahmen spezifisch ergänzen würde, um so auch für den Rückkauf von Wandelanleihen das zeitlich kürzere Meldeverfahren zu ermöglichen.

<sup>35</sup> UEK-RS 1, Rz. 36.

<sup>36</sup> UEK-RS 1, Rz. 38.

Im Rahmen der Ausnahmerechtsetzung kann die UEK u.a. Ausnahmen von den maximalen Rückkaufvolumen, welche auch für die *Safe Harbors* gemäss Art. 123 Abs. 1 lit. b und c FinfraV wirken, verfügen (vgl. Art. 120 Abs. 3 FinfraV). Die mit Blick auf den Rückkauf von Beteiligungspapieren formulierten, maximalen Rückkaufvolumen passen für den Rückkauf von Anleihen i.d.R. nicht, insbesondere wenn es das Ziel ist, ausstehende Anleihen vollständig zurückzukaufen und vom Markt zu nehmen. Zudem werden Wandelanleihen mit hoher Stückelung oft nur wenig gehandelt, womit eine Limitierung des Rückkaufs auf einen Prozentsatz des täglichen Handelsvolumens einen zeitgerechten Rückkauf u.U. verunmöglicht.

Im Falle der Ausgabe einer neuen Anleihe zwecks Rückkaufs der Ausstehenden muss die UEK überdies um Genehmigung ersucht werden, dass das Rückkaufsangebot auf die ausstehende Wandelanleihe mit der Bedingung verknüpft werden darf, dass ein definierter Anteil der neuen Anleihe erfolgreich platziert werden kann. Die neue Anleihe wird dabei wiederum unter der Bedingung platziert, dass genügend Gläubiger der ausstehenden Anleihe das Rückkaufsangebot annehmen. Ohne diese Bedingungen stünde die Emittentin entgegen der Intention zur Verbesserung ihrer Finanzlage im schlechtesten Fall nach Ausgabe der neuen Anleihe mit mehr Anleihenschulden da, als sie vor der Lancierung des Angebots hatte.

### III. Rolle des Anleihensvertreters

Bei Anleihen eines Schuldners, der in der Schweiz seinen Wohnsitz oder geschäftliche Niederlassung hat, ist der Anleihensvertreter nach Gesetzeswortlaut (und mangels gegenteiliger Bestimmungen) Vertreter der Gläubigergemeinschaft und des Schuldners (Art. 1158 Abs. 1 i.V.m. Art. 1157 Abs. 1 OR). Wenn diese Interessen divergieren, ist er aber zur vorrangigen Wahrung derjenigen der Anleihensgläubiger verpflichtet.<sup>37</sup> Als solcher hat er die Befugnisse, welche ihm durch das Gesetz, die Anleihensbedingungen oder die Gläubigerversammlung übertragen werden (Art. 1159 Abs. 1 OR). Soweit der Vertreter zur Geltendmachung von Rechten der Gläubiger ermächtigt ist, sind die einzelnen Gläubiger zur selbständigen Ausübung ihrer Rechte nicht befugt (Art. 1159 Abs. 3 OR).

Nicht zu den Befugnissen des Anleihensvertreter gehört die Abänderung der Anleihensbedingungen. Solchen Änderungen kann nur durch jeden einzelnen Obligationär oder durch einen Beschluss der Gläubigergemeinschaft zugestimmt werden, wobei für einen Beschluss der Gläubigergemeinschaft vorausgesetzt ist, dass es sich um Änderungen handelt, welche in Art. 1170 OR auf-

---

<sup>37</sup> Daeniker, 130.

gezählt sind.<sup>38</sup> Darüber hinausgehende Änderungen (wie. z.B. ein Teilverzicht auf den Kapitalbetrag, welcher in Art. 1170 nicht vorgesehen ist) können durch die Gläubigerversammlung nicht beschlossen werden,<sup>39</sup> resp. können nur mit Zustimmung aller Gläubiger oder allenfalls in einem ordentliche Nachlassverfahren gemäss SchKG erreicht werden.<sup>40</sup>

Der Vertreter wird hingegen typischerweise in den Anleihsbedingungen dazu ermächtigt, über die Kündigung der Anleihe zu entscheiden, wenn einer der in den Anleihsbedingungen vereinbarten Kündigungsgründe (sog. *Event of Default*) eingetreten ist.<sup>41</sup> Neben dieser Ermächtigung, welche auch die Möglichkeit beinhaltet, die Anleihe nicht zu kündigen und dem Emittenten mit diesem Verzicht faktisch eine Stundung zu gewähren, wenn dadurch das Interesse der Gläubigergemeinschaft besser gewahrt wird, hat der Vertreter regelmässig auch ein gewisses Ermessen bei der Beurteilung, ob ein konkretes Ereignis überhaupt als Kündigungsgrund qualifiziert,<sup>42</sup> soweit es im konkreten Fall eine Interpretation benötigt (was z.B. bei Eintritt des eindeutigen Falls eines Zahlungsverzugs nicht, bei einem schwammig definierten Verbot von Transaktionen, welche einen „wesentlichen Einfluss auf die Fähigkeit der Emittentin hat oder haben könnte, ihre Verpflichtungen aus der Anleihe zu erfüllen“ hingegen nötig ist).<sup>43</sup>

Die Kündigungsgründe in Kombination mit der Kündigungsermächtigung des Anleihsvertreters hat u.a die Funktion, ihn im Falle einer Sanierung und generell bei Umstrukturierungen und wirtschaftlich bedeutenden Ereignissen mit der Gesellschaft und anderen wichtigen Gläubigern an einen Tisch zu bringen. Entsprechend ist es oft der Fall, dass die Anleihsbedingungen einen *Event of Default* enthalten, wonach eine Kündigung bereits möglich ist, wenn die Emittentin mit anderen Gläubigern ein Stillhalteabkommen abschliesst,<sup>44</sup> und erst recht dann, wenn Vollstreckungs- und Nachlassverfahren eingeleitet

---

<sup>38</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1170 OR, N 2; Giger, 116; BGE 96 II 200 E. 2 S. 202.

<sup>39</sup> Schenker/Schmid, 54; Meier-Hayoz/von der Crone, Rz. 1188.

<sup>40</sup> Ausserdem ist es unbestritten, dass z.B. ein Verzicht auf Kapitalrückzahlung bei Eintritt bestimmter Ereignisse bereits in den Anleihsbedingungen vorgesehen werden kann.

<sup>41</sup> Möglich ist es aber auch, dass er in solchen Fällen durch die Anleihsbedingungen zu einer Kündigung gezwungen wird, siehe dazu Giger, 112.

<sup>42</sup> Giger, 112.

<sup>43</sup> Giger, 110, mit konkretem Textbeispiel.

<sup>44</sup> Siehe dazu das Beispiel bei Giger, 110: „Ein Verzugsfall liegt vor, wenn die Emittentin ein Stillhalte- oder ähnliches Abkommen abschliesst, es sein denn, die Obligationäre werden nach Ansicht des Lead Agent gegenüber den übrigen Gläubigern nicht in unsachlicher Weise benachteiligt.“

werden.<sup>45</sup> Ein Stillhalteabkommen mit den Bankgläubigern ist typischerweise einer der ersten Schritte eines typischen Sanierungsablaufs,<sup>46</sup> da die Finanzsituation des Kreditnehmers im Rahmen von Bankfinanzierungen eng und regelmässig geprüft wird, während eine solche Prüfung bei einer Anleihe i.d.R. nur gemacht wird, wenn der Emittent gewisse Transaktionen vornehmen möchte.<sup>47</sup>

Weiter typisch ist, dass eine Restrukturierung der Emittentin, welche einen wesentlich negativen Effekt auf die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft unter der Anleihe hat, und die Verletzung der Bedingungen anderer wesentlicher Finanzierungsverträge (*Cross Default*) Kündigungsgründe unter den Anleihebedingungen bilden.<sup>48</sup> Diese und alle weiteren, in den konkreten Anleihebedingungen vereinbarten *Events of Default* sind zu Beginn einer Sanierung seitens Emittentin zu analysieren, um zu verstehen, was im Rahmen der Sanierung gemacht werden darf, ohne einen Kündigungsgrund auszulösen, resp. um die Emittentin in die Lage zu versetzen, mit dem Anleihevertreter Lösungen für unvermeidliche Sanierungsschritte zu finden, welche ohne ein gemeinsames Verständnis möglicherweise in einer Kündigung der Anleihe resultieren würden.

Im Rahmen eines solchen Austauschs hat der Anleihevertreter die vorgeschlagene Sanierungslösung im Interesse der Anleihegläubiger zu beurteilen. Faktisch kriegt er damit auch die Möglichkeit, sie mitzugestalten. Grundsätzlich kann der Anleihevertreter auf eine Kündigung der Anleihe nur dann verzichten, wenn er zur Einsicht gelangt, dass die vorgeschlagene Sanierungslösung zu einer Verbesserung der Situation der Obligationäre, d.h. ihrer Chance auf Rückzahlung, führt.<sup>49</sup> Weiter wird er darauf achten, dass auf dem Weg dorthin die Interessen der Obligationäre gleich gewahrt werden wie diejenigen der anderen Finanzgläubiger. Falls eine Sanierung z.B. vorsieht, dass Unternehmensteile verkauft und mit dem Erlös Schulden zurückgeführt

---

<sup>45</sup> Giger, 111.

<sup>46</sup> Siehe Übersicht der Phasen bei Boemle/Stolz, 259.

<sup>47</sup> Damit hat der Emittent bei Anleihen eine gewisse Kontrolle und kann Kündigungsgründe vermeiden. Als Gegenstück können sich die Anleihegläubiger einfacher von ihrem Investment trennen oder den Risiken mit Diversifikation ihrer Investments entgegenwirken.

<sup>48</sup> Daeniker, 200 ff.

<sup>49</sup> Schenker, 213.

werden, wird er verlangen, dass die Obligationäre ihren angemessenen Anteil daran erhalten; falls andere Gläubiger Sicherheiten erhalten, wird er verlangen, dass die Obligationäre ebenfalls angemessen besichert werden.<sup>50</sup>

Falls die Frage, ob auf die Kündigung der Anleihe durch den Anleihevertreter verzichtet werden kann, nicht genügend klar zu beantworten ist, kann der Anleihevertreter auch eine Gläubigerversammlung i.S. Art. 1164 ff. OR einberufen, um darüber abstimmen zu lassen.<sup>51</sup> Wie bereits vorher unter Absatz 2 dieser Ziffer erwähnt, ist es dann unumgänglich, eine Gläubigerversammlung einzuberufen, wenn die vorgeschlagene Sanierungslösung Änderungen der Anleihebedingungen erforderlich macht, welche nur durch Beschluss der Gläubigerversammlung (oder Zustimmung jedes einzelnen Anleihegläubigers) vorgenommen werden können.

## IV. Die Gläubigerversammlung

### I. Anwendbare Bestimmungen

Die Stellung der Anleihegläubiger ergibt sich aus den Anleihebedingungen und aus dem Gesetz.<sup>52</sup> Die gesetzlichen Bestimmungen von Art. 1157 ff. OR über die Gläubigerversammlung kommen – mangels einer ausdrücklichen Wahl – aber nur zur Anwendung, wenn der Emittent seinen Sitz oder eine geschäftliche Niederlassung in der Schweiz hat und die Anleihen öffentlich platziert wurden. Sie bilden eine Art „Spezialnachlassverfahren“,<sup>53</sup> welche auf Emittenten ohne Sitz oder geschäftlicher Niederlassung in der Schweiz grundsätzlich keine Anwendung finden sollen.

Auf die vielen Anleihen schweizerischer Konzerne, welche durch ausländische Finanzierungsgesellschaften (garantiert durch die Muttergesellschaft in der Schweiz) in Jurisdiktionen ausgegeben werden, wo die Steuersituation für solche Instrumente besser ist (v.a. keine Verrechnungssteuer anfällt), sind die Art. 1157 ff. OR daher grundsätzlich gerade nicht anwendbar. Selbst wenn die Anleihen generell eine Rechtswahl zugunsten des schweizerischen Rechts ent-

---

<sup>50</sup> Diese Gleichbehandlung ist nicht absolut zu verstehen, sondern hat der Rangfolge und Subordination der verschiedenen Gläubiger Rechnung zu tragen. So wird der Verkauf eines Assets, welches einem Gläubiger als Sicherheit begeben ist, primär der Rückzahlung dieses Gläubigers dienen.

<sup>51</sup> Schenker, 213.

<sup>52</sup> Art. 1157 ff. OR, Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen vom 9. Dezember 1949 (SR 221.522.1).

<sup>53</sup> Schenker/Schmid, 52.

halten, genügt das für die Anwendung von Art. 1157 ff. OR noch nicht: Für die wahlweise Anwendung der Vorschriften von Art. 1157 OR ff. ist erforderlich, dass sie *explizit* in den Anleihsbedingungen gewählt wird.<sup>54</sup> Oft enthalten Anleihsbedingungen ausländischer Emittenten denn auch keine Wahl der Vorschriften von Art. 1157 OR, sondern eigene, detaillierte Vorschriften für die Gläubigerversammlung, wobei insbesondere tiefere Quoren für Beschlüsse, welche in die Rechte der Obligationäre eingreifen, vorgesehen werden, als in Art. 1157 ff. OR.

Seit dem 1. Januar 2023 gibt der neue Art. 1186 Abs. 2 OR, welcher mit dem revidierten Bankgesetz in Kraft getreten ist, auch einer Gesellschaft mit Sitz oder geschäftlicher Niederlassung in der Schweiz eine Rechtswahlmöglichkeit betreffend Regelungen der Gläubigergemeinschaft, namentlich alternativ für die Rechtsordnung, welche mit dem Land zusammenhängt, wo die Anleihen gesamthaft oder teilweise (ausserhalb der Schweiz) öffentlich ausgegeben werden. Diese Wahlmöglichkeit steht aber aufgrund der auf die Zinsen anfallenden schweizerischen Verrechnungssteuer faktisch nur für Anleihen zur Verfügung, welche von der Verrechnungssteuer befreit sind, namentlich für regulatorische Too-big-to-fail-Instrumente von Banken.

Nachfolgend wird nur auf die Vorschriften der gesetzlich vorgesehenen Gläubigerversammlung nach Art. 1157 ff. OR eingegangen.

## 2. Möglichkeiten der Anpassung der Anleihsbedingungen via Gläubigerversammlung

Das Gesetz teilt die möglichen Beschlüsse der Gläubigerversammlung in zwei Kategorien ein, namentlich in solche, welche nicht in die Gläubigerrechte eingreifen und den Gläubigern keine Leistungen auferlegen (Art. 1181 OR), und in solche, welche in die Gläubigerrechte eingreifen oder die Gläubiger zu Leistungen verpflichten (Art. 1173 Abs. 1 OR). Für Letztere, unter welche insbesondere Beschlüsse fallen, welche die Anleihsbedingungen zugunsten des Emittenten in einer Sanierung anpassen, sieht das Gesetz vor, dass sich kein Anleihsgläubiger andere Eingriffe durch die Gläubigergemeinschaft in seine Rechte gefallen lassen muss als diejenigen, welche in Art. 1170 OR vorgesehen sind. Für Beschlüsse nach Art. 1170 OR gilt zudem ein qualifiziertes Quorum

---

<sup>54</sup> Zobl, 142; Daeniker, 88 ff., BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1157 OR, N 18.

von zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals (also nicht nur der an der Versammlung vertretenen Stimmen), während für andere Beschlüsse ein Quorum der absoluten Mehrheit der vertretenen Stimmen gilt (Art. 1181 OR).<sup>55</sup>

Der abschliessende Katalog von Art. 1170 OR beinhaltet grob u.a. folgende möglichen Eingriffe in die Gläubigerrechte, welche miteinander kombiniert werden können (Art. 1170 Abs. 2 OR):

- Bezüglich Zinsen: Stundung oder Erlass von Zinsen, Ermässigung des Zinsfusses,
- Bezüglich Rückzahlungen des Prinzipals: Verlängerung der Amortisationsfristen, Stundung der Rückzahlung des Prinzipals oder eines Teils davon, Ermächtigung zu einer frühzeitigen Rückzahlung,
- Bezüglich Sicherheiten: Verzicht oder Änderung der Sicherheiten für die Anleihe, Einräumung von Vorgangspfandrechten für neu zugeführtes Kapital,
- Andere: Zustimmung zu einer Änderung der Bestimmungen über Beschränkungen der Obligationenausgabe im Verhältnis zum Eigenkapital, Zustimmung zu einer gänzlichen oder teilweisen Umwandlung von Anlehensobligationen in Aktien (*Debt-Equity Swap*).

Die vorgesehenen Massnahmen des genannten Katalogs können meist nur zeitlich begrenzt beschlossen werden (z.B. Stundung der Zinsen für eine maximale Dauer von 5 Jahre (mit zweimaliger Verlängerungsoption)).

Eine „Vermehrung“ der Gläubigerrechte bedarf stets der Zustimmung des Emittenten (Art. 1173 Abs. 2 OR), ist aber ansonsten gesetzlich nicht beschränkt. Somit hat es der Emittent in der Hand, den Gläubigern ihre Zustimmung mit anderweitigen Verbesserungen der Bedingungen der Anleihe zu versüssen, z.B. mit einem erhöhten Zins als Ausgleich für eine Verlängerung der Amortisationsfristen oder, im Falle einer Wandelanleihe, mit einer Senkung des Wandelpreises.

Es fällt auf, dass ein (Teil-)Verzicht auf die Rückzahlung des Prinzipals der Anleihe im Katalog von Art. 1170 Abs. 1 OR nicht vorgesehen ist. Ein solcher (Teil-)Verzicht auf Rückzahlung des Prinzipals, wie generell Beschlüsse, welche über die in Art. 1170 Abs. 1 OR vorgesehenen Eingriffe in die Gläubigerrechte

---

<sup>55</sup> In Art. 1180 OR ist mit Bezug auf Vollmachten des Anlehensvertreters eine Mehrheit von mehr als der Hälfte des im Umlauf befindlichen Kapitals erforderlich.



hinausgehen, können nur mit Zustimmung aller Anleiensgläubiger gefällt werden (oder erfordern die Einleitung eines ordentlichen Nachlassverfahrens nach SchKG).<sup>56</sup>

Generell sind die Einschränkungen auf die in Art. 1170 Abs. 1 vorgesehenen Massnahmen wie auch die erforderlichen, zwingenden Quoren, die Formalitäten und das Genehmigungsverfahren der Gläubigerversammlung nicht sehr marktnah und entsprechend reformbedürftig.<sup>57</sup>

### 3. Beschlüsse der Gläubigerversammlung in der Praxis

Beschlüsse, welche in die Gläubigerrechte eingreifen, erfordern nach Art. 1170 OR ein qualifiziertes Quorum von *zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals*. Ein Erreichen des Quorums würde daher voraussetzen, dass mindestens zwei Drittel des im Umlauf befindlichen Kapitals an der Gläubigerversammlung anwesend oder vertreten ist. Bei weit gestreuten Anleihen ist dies unrealistisch. Das Gesetz sieht daher vor, dass der Emittent die fehlenden Stimmen in Form von schriftlichen und beglaubigten Zustimmungen noch innert 2 Monaten nach dem Versammlungstag beibringen kann, um das nötige Quorum zu erreichen. Die Gläubigerversammlung ist daher nur der erste Akt bevor die Jagd nach den fehlenden Stimmen beginnt. Der Emittent ist dabei in der Regel auf die Mitwirkung der Banken angewiesen, welche den Kontakt zu den Obligationären haben. Er muss entsprechend versuchen, diese einzubinden und Ihnen die nötigen Unterlagen so zur Verfügung stellen, dass sie auch sinnvoll zu den relevanten Obligationären gelangen können.<sup>58</sup> Bei weit gestreuten Anleihen ist die Erreichung des qualifizierten Quorums eine hohe Hürde, womit die Erfolgsaussichten unangenehm unsicher sind.<sup>59</sup>

### 4. Genehmigung des Beschlusses / Rahmenbedingungen

Gelingt es, das nötige Quorum für einen Zustimmungsbeschluss nach Art. 1170 OR zu erreichen, wird dieser nur wirksam, wenn er von der oberen kantonalen Nachlassbehörde genehmigt worden ist (Art. 1176 Abs. 1 OR), wo er innerhalb eines Monats nach Zustandekommen zur Genehmigung unterbreitet werden muss (Art. 1176 Abs. 2 OR). Ausgenommen ist der seltene Fall von Be-

---

<sup>56</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Vorbemerkungen zu Art. 1170-1182 OR, N 2, mit Verweis auf BGE 62 III 168 und dem Hinweis, dass Beschlüsse, welche die Beschränkungen von Art. 1170 OR verletzen u.U. auf das zulässige Mass reduziert werden können.

<sup>57</sup> Siehe dazu insbesondere die Vorschläge von Bösch, 510 ff.

<sup>58</sup> Schenker, 227.

<sup>59</sup> Siehe dazu die detaillierte Darstellung bei Schoch/Sieber/Hoti, 197 ff.; Schenker, 227.

schlüssen nach Art. 1170 OR, welche einstimmig zustande gekommen sind.<sup>60</sup> Die Genehmigung darf nur verweigert werden, wenn eine der Voraussetzungen gemäss Ziff. 1 – 4 von Art. 1177 verletzt wurde. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass der zu genehmigende Beschluss der Anleiensgläubiger ein sehr hohes, qualifiziertes Mehr erreicht hat, ist die Genehmigung „im Zweifel zu erteilen“.<sup>61</sup> Im Prinzip wird bei der Genehmigung kontrolliert, ob die wesentlichen, gesetzlichen Grundsätze zur Gläubigerversammlung nicht verletzt wurden, weshalb sie zum besseren Verständnis dieser Grundsätze nachfolgend einzeln kurz behandelt werden:

*a) Verletzung der Vorschriften über Einberufung und Zustandekommen (Ziff. 1)*

Eine Verletzung der formellen Vorschriften über die Einberufung und das Zustandekommen der Beschlüsse der Gläubigerversammlung führt zu einer Ablehnung der Genehmigung. Dazu zählen nicht nur die Vorschriften aus dem Gesetz, sondern auch diejenigen der Anleiensbedingungen, wobei auch zu prüfen ist, ob die Beschlüsse die materiellen Anforderungen derselben erfüllen, z.B. ob die beschlossene Massnahme im Katalog von Art. 1170 OR überhaupt vorgesehen ist.<sup>62</sup> Zu den formellen Vorschriften gehören insbesondere die Einberufungs- und Durchführungsvorschriften, welche auf Basis von Art. 1169 OR in der Verordnung über die Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen vom 19. Dezember 1949 festgelegt wurden, aber auch die richtige Information der Gläubigerversammlung (wie der Vorlage eines Status oder ordnungsgemässen Bilanz nach Art. 1175 OR für Beschlüsse nach Art. 1170 OR).

*b) Mangelnde Notwendigkeit zur Abwendung einer Notlage (Ziff. 2)*

Bei diesem Verweigerungsgrund geht es darum, die nicht-zustimmenden Anleiensgläubiger davor zu schützen, dass sie zu Konzessionen gezwungen werden, welche zur Abwendung einer Notlage des Schuldners gar nicht notwendig sind, d.h. der Beschluss wird auf objektive Zweckmässigkeit und materielle Angemessenheit geprüft.<sup>63</sup> Für die Bejahung einer Notlage genügt es grundsätzlich bereits, wenn es dem Schuldner nicht möglich ist, die Anleihe zurückzubezahlen<sup>64</sup> oder einen Teil seiner (auch anderen) Schulden zu refi-

---

<sup>60</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1176 OR, N 3.

<sup>61</sup> CHK OR-Kuhn, Art. 1177, N 1.

<sup>62</sup> CHK OR-Kuhn, Art. 1177, N 2, a.A. BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 2, wonach nur Formelles zu prüfen sei.

<sup>63</sup> CHK OR-Kuhn, Art. 1177, N 3, mit weiteren Verweisen.

<sup>64</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 4 mit Verweisen auf BGE 89 II 344; Urteil des Bundesgerichts vom 13. Oktober 2006 7B.156/2006.

finanzieren.<sup>65</sup> Für Beschlüsse, welche gemäss Katalog von Art. 1170 OR beantragt werden können, aber gar nicht dem Zweck der Abwendung einer Notlage dienen (z.B. Erlaubnis zur vorzeitigen Rückzahlung), ist dieses Kriterium m.E. nicht zu prüfen.<sup>66</sup>

c) *Ungenügende Wahrung der gemeinsamen Interessen der Gläubiger (Ziff. 3)*

Dieser Verweigerungsgrund schützt die Gleichbehandlung der Anleiensgläubiger und erlaubt eine Prüfung der Angemessenheit der Massnahme im Lichte der Situation des Schuldners.<sup>67</sup> Nach BGE 89 II 344 sind die Beschlüsse jedenfalls dann angemessen und die Interessen der Anleiensgläubiger genügend gewahrt, wenn die Gläubiger im Liquidationsfall schlechter gestellt wären als aufgrund der Durchführung der beschlossenen Massnahme.

d) *Unredliches Zustandekommen des Beschlusses (Ziff. 4)*

Dieser Verweigerungsgrund soll die Anleiensgläubiger vor unredlichen Vorkerungen des Emittenten (oder interessierten Dritten) schützen, womit auf das Zustandekommen des Beschlusses kausal eingewirkt wurde. Gängige Beispiele sind Stimmenkauf, Täuschung der Anleiensgläubiger mit falschen Informationen oder Missbrauch von Vollmachten.<sup>68</sup> Weiter werden anfechtbare Handlungen des Emittenten zulasten der Anleiensgläubiger nach Art. 285 ff. OR als Grund für eine Verweigerung der Genehmigung unter diesem Titel genannt.<sup>69</sup> Für den Emittenten dient dieser Verweigerungsgrund als Gradmesser dessen, was er für die Erreichung eines zustimmenden Beschlusses unternehmen darf und was nicht.

## V. Kombination: Das duale Vorgehen von „Santhera“

Wie dargestellt haben beide Vorgehensvarianten, d.h. das Vorgehen via Gläubigerversammlung wie auch das Vorgehen via Angebot, ihre Vor- und Nachteile.

---

<sup>65</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 4 (mit Verweis auf das Urteil des Obergerichts Zürich vom 10. März 2010, ZR 2011, Nr. 93, E. 3 c.) und der Anmerkung, dass gewisse Beschlüsse nach Art. 1170 Abs. 1 OR per se gar nicht für Notlagen gedacht sind (z.B. Ziff. 6 für eine Ermächtigung zur vorzeitigen Rückzahlung), weshalb in solchen Fällen Ziffer 2 von Art. 1177 nicht zu prüfen ist.

<sup>66</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 4.

<sup>67</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 5.

<sup>68</sup> BSK Wertpapierrecht-Reutter/Steinmann, Art. 1177 OR, N 6.

<sup>69</sup> Schenker, 230 f.

Während das Vorgehen via Gläubigerversammlung erlaubt, die Anleiensgläubiger, welche den vorgeschlagenen Anpassungen nicht zugestimmt haben, bei Erreichen des erforderlichen Beschlussquorums zur Mitwirkung zu zwingen, hat sich das Quorum von *zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals* für Änderungen der Rechte der Gläubiger einer breit gestreuten Anleihe in der Praxis als sehr hoch erwiesen, weshalb oft unsicher ist, ob genügende Zustimmung erreicht werden kann. Zudem geht es bei der Abstimmung an der Gläubigerversammlung um „Alles oder Nichts“, da dem Emittenten droht, mangels Erreichens des erforderlichen Quorums ohne eine Lösung dazustehen.

Ein Vorgehen via Angebot hat wiederum den Nachteil, dass u.U. nicht alle Anleiensgläubiger mitwirken und auch nicht zur Mitwirkung gezwungen werden können, weshalb theoretisch den Anleiensgläubigern zwecks Eliminierung von *Free-Riders* ein wirtschaftlich besseres Angebot gemacht werden muss als an der Gläubigerversammlung. Es eröffnet dem Emittenten aber die Möglichkeit, zumindest einen Teilerfolg zu erzielen, wenn bereits die Annahme des Angebots durch einen Teil der Anleiensgläubiger für ihn eine hilfreiche Entlastung seiner finanziellen Situation bedeutet.

*Santhera Pharmaceuticals Holding AG* entschied sich im Frühling 2021 zu einem dualen Vorgehen, um eine Anpassung einer ausstehenden Wandelanleihe zu erreichen:

Mit Einladung vom 17. Februar 2021 berief *Santhera* eine Gläubigerversammlung per 8. März 2021 in Zürich zwecks Anpassung der Bedingungen einer ausstehenden Wandelanleihe ein. Bereits während der Vorbereitung der Gläubigerversammlung wandte sich *Santhera* an die UEK, um im Zeitpunkt der Anleiens-Gläubigerversammlung die benötigte Ausnahmeverfügung für ein öffentliches Umtauschangebot für dieselbe Wandelanleihe in der Hinterhand zu haben und – für den Fall der Ablehnung ihrer Anträge an der Gläubigerversammlung – ohne Zeitverlust bereit zu sein, ein öffentliches Umtauschangebot auf die ausstehende Wandelanleihe zu unterbreiten. Die UEK genehmigte die beantragten Ausnahmen für ein Umtauschangebot mit Verfügung vom 10. März 2021,<sup>70</sup> d.h. 2 Tage nach der Gläubigerversammlung, an welcher das erforderliche, qualifizierte Mehr für die vorgeschlagenen Anpassungen der Anleihe mit 58% Zustimmung des sich im Umlauf befindlichen Kapitals knapp verpasst wurde.

---

<sup>70</sup> UEK, Verfügung 781/01 vom 10. März 2021 i.S. *Santhera Pharmaceuticals Holding AG*: Das Umtauschangebot ist auch insofern interessant, da die verschiedenen Elemente möglicher Angebote, welche oben unter [II.4.b](#)) besprochen wurden, kombiniert werden (u.a. Umtausch gegen Aktien und eine neue Anleihe mit späterer Fälligkeit und höherem Zins).

Das öffentliche Umtauschangebot lancierte Santhera kurz darauf mit Rückkaufinserat vom 25. März 2021 mitten in die Periode hinein, in welcher es ihr noch möglich war, zusätzliche Stimmen für die nachträgliche Annahme der Anträge an die Gläubigerversammlung zusammenzutragen. Das öffentliche Umtauschangebot hatte dieselben Konditionen wie der Vorschlag an die Gläubigerversammlung und war bedingt darauf, dass das Quorum für einen zustimmenden Beschluss der Gläubigerversammlung nicht doch noch erreicht würde (womit dann die vorgeschlagene Lösung für alle Anleiensgläubiger verbindlich geworden wäre).

Am 27. April 2021 gab Santhera das Ergebnis des Umtauschangebots bekannt: Interessanterweise wurde es von 74.7% der Anleiensgläubiger angenommen, während es bis Ablauf der Frist nicht gelang, genügend Stimmen für das erforderliche Beschlussquorum der Gläubigerversammlung von *zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals* zusammenzutragen. Dabei wäre es doch für die Investoren rationaler gewesen, mit ihrer Stimmabgabe an der Gläubigerversammlung auszuschliessen, dass sich kein Anleiensgläubiger einer Mitwirkung zur Sanierung entziehen kann. Es fragt sich in diesem Zusammenhang, ob der formelle, vom Gesetz vorgesehene Aufwand zur Teilnahme an einer Gläubigerversammlung, resp. der nachträglichen, schriftlichen und beglaubigten Stimmabgabe, so hoch ist, dass es für die Anleiensgläubiger geringere Kosten verursacht, an einem öffentlichen Umtauschangebot (was vermutlich via e-Banking oder e-mail angenommen werden kann) unter Inkaufnahme teilzunehmen, dass andere Gläubiger bei den Sanierungsbemühungen nicht mitwirken. Nicht auszuschliessen ist aber auch, dass ein Teil der Anleihen nach der Gläubigerversammlung die Hand gewechselt hat und beim nachträglichen Einholen der Stimmen nicht berücksichtigt, aber im Angebot angedient werden konnte. Auf jeden Fall deutet das Ergebnis darauf hin, dass die gesetzlichen Vorgaben zur Gläubigerversammlung hinsichtlich Form und Quoren zu streng sind.

Das von Santhera gewählte Vorgehen hat u.U. den unerwünschten Effekt, dass der Druck auf die Anleiensgläubiger, sich einer Lösung via Gläubigerversammlung anzuschliessen, kleiner wird, was die Erfolgchancen für eine Zustimmung der Gläubigerversammlung verringert.

## Literaturverzeichnis

Basler Kommentar zum Wertpapierrecht (Art. 965-1186 OR, Bucheffektengesetz, Haager Wertpapier-Übereinkommen, Art. 108a-108d IPRG), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basel 2012 (zit. BSK Wertpapierrecht-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

- Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, Band 2, Langfristige Fremdfinanzierung, Besondere Finanzierungsanlässe, Unternehmensbewertung, 14. A., Zürich 2012.
- Bösch René, Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen, in: Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich 2017, 510 ff.
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Band 7, GmbH, Genossenschaft, Handelsregister und Wertpapiere inkl. Bucheffektengesetz. Art. 772-1186 OR, in: Roberto Vito/Trüeb Hans Rudolf (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016 (zit. CHK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Daeniker Daniel, Anlegerschutz bei Obligationenanleihen, Diss., Zürich 1992.
- Giger Marcel, Sanierungen aus Sicht der Aktionäre und Obligationäre, in: Vito Roberto (Hrsg.), Sanierung einer AG, ausgewählte Rechtsfragen für die Unternehmenspraxis, Zürich 2003, 104 ff.
- Kälin Oliver, Die Sanierung der Aktiengesellschaft – Ein Handbuch für Verwaltungsräte, Zürich 2016.
- Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A. Bern 2018.
- Riedi Wirth Ariane/Reutter Thomas U., Repurchase of Convertible Bonds, CapLaw 2009, 9 ff.
- Schenker Urs, Sanierungsmassnahmen bei Obligationenanleihen, in: Sprecher Thomas (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Zürich 2011, 205 ff.
- Schenker Urs/Schmid Christian, Sanierungstransaktionen auf dem Kapitalmarkt, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain, Europa Institut an der Universität Zürich, Zürich 2021, 52 ff.
- Schoch Daniel/Sieber Andrea/Hoti Sadri, Bondrestrukturierungen in der Praxis – Rechtliche und praktische Herausforderungen bei der Änderung von Anleihensbedingungen, GesKR 2017, 197 ff.
- Zobl Dieter, Änderungen von Anleihensbedingungen, SZW 1990, 142 ff.







## Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 219 **Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts**  
Tagung zu Konzernrecht – Tagungsband 2020  
ALEXANDER VOGEL (Hrsg.), mit Beiträgen von Christoph B. Bühler, Thomas Geiser, Lukas Glanzmann, Karl Hofstetter, Alexander Vogel, 2022 – CHF 39.90.
- Band 220 **Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis**  
23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2020  
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Nicolas Birkäuser, Brice Bolinger, Hans-Jakob Diem, Dieter Gericke, Thomas Karg, Marcel Meinhardt, Frank Röhling, Franziska Stadtherr-Glättli, Marco Superina, Philippe A. Weber, 2022 – CHF 39.90.
- Band 221 **Rechnungswesen und Kapitalschutz im Strafrecht**  
12. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2021  
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Garland, Lukas Glanzmann, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Christian Krämer, Stefan Maeder, Nora Markwalder, David Zollinger, 2022 – CHF 39.90.
- Band 222 **Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis**  
24. Züricher Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2021  
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Aegerter, Hans-Jakob Diem, Frank Gerhard, Lorenz Lehmann, Alex Nikitine, Patrick Schmidt, 2022 – CHF 39.90.
- Band 223 **A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen**  
8. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2022  
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Valeria Ceccarelli, Dieter Gericke, Nathan Kaiser, Margrit Marti, Frédéric Rochat, Matthias Staehelin, Kevin Vangehr, Christian Wenger, 2022 – CHF 44.90.
- Band 224 **VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?**  
HANSJÜRGEN APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Daniel Bell, Petra Ginter, Olivier Hirsbrunner, Peter Ch. Hsu, Michel Kähr, Irene Klauer, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Katja Roth Pellanda, Rolf H. Weber, 2023 – CHF 39.90.
- Band 225 **Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht**  
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Olivier Buff, Matthias Courvoisier, Sandro Fehlmann, Daniel Häusermann, Patrick Hünerwadel, Urs Kägi, Camilla Kehler-Weiss, Dominique Müller, Oliver Seiler, Philip Spoerlé, Matthias Tanner, Simon Vorburger, 2023 – CHF 44.90.

- Band 226 **European Integration Perspectives in Times of Global Crises**  
13th Network Europe Conference, Athens, 19 – 22 June 2022  
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, CORINNE REBER (Hrsg.), mit Beiträgen von Michael Ambühl, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Christelle Genoud, Christos V. Gortsos, Iris Goldner Lang, Nora Meier, Peter Christian Müller-Graff, Eva Pils, Clara Portela, Peter R. Rodrigues, 2023 – CHF 39.90.
- Band 227 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**  
Überblick und Kommentar 2022/23  
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, David Bruch, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Eva Jürgens, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Selim Tisli, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, 2023 – CHF 54.90.
- Band 228 **Nur gut gemeint? – Vorsatz, Absicht und Schuld im Wirtschaftsstrafrecht**  
13. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2022  
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Ladina Cavelti, Friedrich Frank, Elmar Habermeyer, Daniel Holenstein, Nicolas Leu, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Peter Pellegrini, David Zollinger, 2023 – CHF 39.90.
- Band 229 **Managerhaftung bei Unternehmenskrisen und -zusammenbrüchen**  
11. Zürcher Tagung zur Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht – Tagungsband 2022  
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Dedeyan, Patrick Dummermuth, Peter R. Isler, Karl Schädler, Rolf Sethe, Thomas Trölitzzsch, Karl Wüthrich, 2023 – CHF 44.90.
- Band 230 **Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert**  
25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2022  
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Sara Banelli, Alexander Cochardt, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Dieter Gericke, Michael Maag, Alex Nikitine, Mariella Orelli, Fabienne Perlini-Frehner, Katalin Siklosi, Philippe A. Weber, Valentin Wiesner, 2023 – CHF 44.90.
- Band 231 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Umsetzung Istanbul-Konvention**  
Tagungsband 2022  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Nicole Fernandez, Rahel Ott, Gérard Pfeifer, Joder Regli, Claudia Wiederkehr, 2023 – CHF 60.00.
- Band 232 **Finanzmarkt und Strafrecht**  
14. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2023  
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Friedrich Frank, Sabine Gless, Daniel Holenstein, Doris Hutzler, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Wolfgang Wohlers, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.

## Weitere Publikationen und Monografien

### **Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts**

THOMAS JUTZI, DAMIAN SIERADZKI, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **25 Jahre Kartellgesetz – ein kritischer Ausblick**

HENRIQUE SCHNEIDER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von Jean-Pierre Bringham, Daniel Emch, Andreas Kellerhals, Pranvera Këllezi, Laura Müller, Cristina Schaffner, Henrique Schneider, Markus Saurer, Anne-Cathrine Tanner, Nina Zosso, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Der Empfang der Sakramente der Busse, der Eucharistie oder der Krankensalbung durch katholische Gläubige in einer nichtkatholischen Kirche oder kirchlichen Gemeinschaft**

Rechtsgeschichtliche Entwicklung der kanonischen Normen

ANDREA G. RÖLLIN, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Recht und Evidenz in der Pandemie**

Juristische Analysen aus zwei Jahren der Covid-19-Bekämpfung

KASPAR GERBER, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Der Beitritt der Schweiz zur Europäischen Union**

Voraussetzungen, Verfahren, Ausnahmen, Staatsleitung, Volksrechte

MATTHIAS OESCH, DAVID CAMPI, 2022 – CHF 49.90/69.90.

### **Can. 844 § 4 CIC/83 und Can. 671 § 4 CCEO im Licht des Kommunionstreits der deutschen Bischöfe**

ANDREA G. RÖLLIN, 2023 – CHF 79.90/99.90.

### **75 Jahre GATT**

RICHARD SENTI, 2023 – CHF 19.90.

### **Subventionen in der Schweiz**

Implikationen einer Übernahme des EU-Beihilferechts in ausgewählten Sektoren

ANDREAS KELLERHALS, DIRK TRÜTEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi

André S. Berne, Janine Dumont, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, 2023 – CHF 79.90/99.90.

### **Vom Vierwaldstättersee an den Lac Léman**

Ausgewählte Schriften aus den Jahren 2014 – 2023

THOMAS GÄCHTER (Hrsg.), Autor: Ulrich Meyer, 2023 – CHF 49.90/69.90.

### **Central Bank Digital Currencies (CBDCs)**

Proceedings of a Colloquium

CHRISTOS V. GORTSOS, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Christian Hofmann, Thomas Moser, Dirk Niepelt, Rolf H. Weber, Chiara Zilioli, 2023 – CHF 39.90/59.90.

### **Der EuGH und die Schweiz**

MATTHIAS OESCH, 2023 – CHF 49.90/69.90.

### **Continuing Legal Education**

Ambition and Reality

ANDREAS KELLERHALS, MICHAEL MAYER, JANICK ELSENER (Hrsg.), mit Beiträgen von James Bellerjeau, Thomas Gächter, Stephan Göcken, Melissa Hardee, Dirk Hartung, Andreas Kellerhals, Hadrien Mangeat, Bruno Mascello, Richard Norman, Jed S. Rakoff, Flavio Romerio, Lukas Wyss, 2023 – CHF 39.90/59.90.

Entdecken Sie in diesem Tagungsband einen tiefen Einblick in die dynamischen Entwicklungen und Herausforderungen der globalen Finanzmärkte, präsentiert im Rahmen der 18. EIZ-Tagung „Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen“. Die geldpolitische Schwemme, ausgelöst durch die Pandemie, hat den Kapitalmarkt nachhaltig beeinflusst und zu einer Neubewertung etablierter Paradigmen geführt. Inmitten globaler politischer Unruhen und dem Ukraine Konflikt zeichnen sich transformative Veränderungen ab. Von der Renaissance überholter Finanzinstrumente bis zu innovativen Blockchain-Produkten reflektieren die Expertenbeiträge die Vielfalt des Wandels. Ein unverzichtbares Werkzeug für alle, die die Zukunft der Kapitalmärkte verstehen wollen.

Mit Beiträgen von:

Petra Ginter

Jonas Hertner

Benjamin Leisinger

Rebecca Paumgartner-Schori

Matthias Portmann

Cédric Remund

Lukas Roesler

Michael Schneitter

Philip Spoerlé

Annette Weber