

## Rechtliche Aspekte der Selbstkotierung einer Börsen-AG

Prof. Dr. Rolf H. Weber und lic. iur. Jean-Marc Schaller (Zürich)\*

***Mit Blick auf die Frankfurter Börse, an der die Deutsche Börse AG an sich selbst kotiert ist, prüft der Autor, welche rechtlichen Probleme sich bei der Selbstkotierung der Swiss Exchange AG an der SWX ergäben. Die Pflichten der Swiss Exchange als Selbstregulierungsorganisation einerseits und als Emittentin andererseits sind klar definiert. Trotzdem birgt die Situation, dass Mitglieder der Zulassungsstelle, die das Kotierungsreglement anzuwenden haben, in einem Vertragsverhältnis zur Emittentin stehen, die Gefahr eines Interessenkonflikts in sich. De lege ferenda ist deshalb nach Regelungen zu suchen, deren Ziel die Verhinderung von Interessenkonflikten ist und welche «independence in fact» wie auch «independence in appearance» gewährleisten. Zi.***

Im April 2002 wechselte die SWX Swiss Exchange ihr Rechtskleid vom Verein zur Aktiengesellschaft (hernach SWX AG); alle ausgegebenen Aktien hat dabei der neu gegründete Verein SWX Swiss Exchange übernommen<sup>1</sup>; seither sind die Beherrschungsverhältnisse unverändert geblieben. Ein Wandel zur Publikumsgesellschaft (Going Public), mit der Folge einer Börsenkotierung der SWX-Aktien auf ihrer eigenen Plattform, steht soweit ersichtlich derzeit nicht an<sup>2</sup>. Gleichwohl lässt sich dogmatisch die Frage diskutieren, ob die Selbstkotierung einer Börsen-AG mit Blick auf die schweizerischen Regulierungsbestim-

\* Wertvolle Hinweise zum Thema verdanken wir Herrn Dr. Heinrich Henckel von Donnersmarck und Herrn Dr. Dieter Sigrist (SWX); die Verantwortung für die Aussagen liegt indessen allein bei den Autoren.

<sup>1</sup> Vgl. die Medienmitteilung «SWX Swiss Exchange wird Aktiengesellschaft» vom 23.04.2002 ([www.swx.com/news/media/media20020423\\_de.html](http://www.swx.com/news/media/media20020423_de.html)) sowie den Geschäftsbericht 2002 der SWX Gruppe, 23 ([www.swx.com/annual\\_report](http://www.swx.com/annual_report)).

<sup>2</sup> Für die Börsenorgane der SWX ist die Selbstkotierung derzeit kein Thema; ausländische Börsen haben hingegen z.T. ihre Aktien bereits kotiert, wie z.B. die Deutsche Börse AG (<http://deutsche-boerse.com>; dazu hinten II.2); deshalb erscheint es prospektiv durchaus angebracht, potenzielle Rahmenbedingungen einer Selbstkotierung zu diskutieren.

<sup>3</sup> Das Interessenkonfliktsthema in der Öffentlichkeit (vgl. Sonntagszeitung vom 11.05.2003, 73) betrifft vornehmlich die Tatsache, dass Organe kotierter Gesellschaften auch Mitglieder der Zulassungsstelle sind; über mögliche Interessenkonflikte im Falle einer Selbstkotierung ist indessen gesondert zu befinden.

<sup>4</sup> Der Beitrag beschränkt sich auf rechtliche Fragen, ohne auf weitere Aspekte wie mögliche Kapitalbedürfnisse der Börse oder wirtschaftliche Interessen ihrer Teilnehmer einzugehen.

<sup>5</sup> Vgl. dazu die pointierten Bemerkungen von *Druet Jean Nicolas*: Die schweizerische Rechtswissenschaft heute – Fragen an ihre Befindlichkeit, in: Geiser Thomas/Koller Thomas/Reusser Ruth/Walter Hans-Peter/Wiegand Wolfgang (Hrsg.), *Privatrecht zwischen gesellschaftlichem Wandel und ethischer Verantwortung*, Festschrift für Heinz Hausheer zum 65. Geburtstag, Bern 2002, 3, 15 f.

<sup>6</sup> Vgl. neuerdings *Gauch Peter*: Die Fehlerwelt der Juristen, in: Honsell Heinrich/Portmann Wolfgang/Zäch Roger/Zobl Dieter (Hrsg.), *Aktuelle Aspekte des Schuld- und Sachenrechts*, Festschrift für Heinz Rey zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2003, 543, 554 ff.; vgl. auch *Klöpfer Michael*: Zukunft und Recht, in: Ruch Alexander/Hertig Gérard/Nef Urs Ch. (Hrsg.), *Das Recht in Raum und Zeit*, Festschrift Martin Lendi, Zürich 1998, 253, 266 f.

<sup>7</sup> Vgl. hinten I.2.

<sup>8</sup> Vgl. u.a. *Henckel von Donnersmarck Heinrich*: Die Kotierung von Effekten, Freiburg 1996, 107 ff.

<sup>9</sup> Im Einzelnen zur Begründung vgl. *Weber Rolf H.*: Börsenrecht, Kommentar zum BEHG, Zürich 2001, Art. 4 N 8; *BEHG-Daeniker*, in: Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.): *Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Basel/Genf/München 1999, Art. 4 N 8 f., mit weit. Verw.

<sup>10</sup> Vgl. *Ruffner Markus*: Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen, in: Meier-Schatz Christian J. (Hrsg.), *Das neue Börsengesetz der Schweiz*, St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 44, Bern/Stuttgart/Wien 1996, 7, 55; *Taufer Martin*: Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglementes der Schweizer Börse, *AJP* 2000 1120, 1127.

mungen als zulässig zu erachten ist, und – bejahendenfalls – welche Interessenkonflikte<sup>3</sup> eine Selbstkotierung mit sich bringen würde<sup>4</sup>. Weil die Theorie ohne Praxisbezug etwas lebensfremd ist<sup>5</sup>, wird die Problematik am ausgedachten Szenario «SWX AG stellt ein Kotierungsgesuch um Kotierung an die Zulassungsstelle der SWX» untersucht; mittels dieser Blickrichtung sollen die vorliegenden Ausführungen der Forderung nach einer prospektiveren Rechtswissenschaft nachkommen<sup>6</sup>.

## I. Kotierung und Selbstkotierung

### 1. Rechtsnatur einer Kotierung

Zur besseren Verständlichkeit der Rahmenbedingungen einer Selbstkotierung<sup>7</sup> ist vorerst kurz der Diskussionsstand mit Bezug auf die Rechtsnatur einer Kotierung zusammenzufassen.

#### a) Kotierungsreglement

Zutreffenderweise (und zumindest in diesem Punkt ist sich die Lehre einig) ist die Rechtsnatur des Kotierungsreglementes (KR) unter zwei Aspekten zu beurteilen: Einerseits bedarf das Kotierungsreglement aufgrund der (nach wie vor) dichotomischen Struktur des hiesigen Rechtssystems einer Zuordnung zum Privatrecht oder zum öffentlichen Recht, andererseits fragt es sich, ob das Kotierungsreglement als Rechtssatz oder als vertragliche Vereinbarung zu qualifizieren sei<sup>8</sup>.

(1) Vorliegend wird davon ausgegangen, dass rechtssystematisch betrachtet eine Zuordnung des Kotierungsreglementes zum *Privatrecht* als sachgerecht erscheint, weil (a) die SWX privatrechtlich konstituiert<sup>9</sup> und (b) der Rechtsmittelweg (Art. 9 Abs. 3 BEHG) zivilrechtlich ausgestaltet ist<sup>10</sup>. Die Vertreter der öffentlich-recht-

*En prenant pour exemple la bourse de Francfort, à laquelle la Deutsche Börse AG est elle-même cotée, l'auteur examine les problèmes juridiques qui pourraient se poser si la Swiss Exchange SA était elle-même cotée à la SWX. Les obligations de Swiss Exchange comme organisme d'autorégulation d'une part et comme société émettrice d'autre part sont clairement définies. Cette situation présente cependant le risque d'un conflit d'intérêts, puisque des membres de l'instance d'admission qui doivent appliquer le règlement de cotation se trouvent dans une relation contractuelle avec la société émettrice. On doit dès lors chercher, de lege ferenda, une réglementation tendant à éviter les conflits d'intérêts et qui garantirait une «independence in fact» ainsi qu'une «independence in appearance».* P.P.

lichen Rechtsnatur argumentieren hingegen mit funktions- und interessen-theoretischen Überlegungen, indem sie das Kotierungsreglement als Regelwerk interpretieren, welches öffentlichen Interessen (v.a. dem Interesse der Investoren an einem transparenten Kapitalmarkt unter Beachtung des Anleger- und Funktions-schutzes) dienen soll<sup>11</sup>. Schliesslich wird eine vermittelnde Ansicht vertreten, die besagt, dass es sich bei den Bestimmungen des Kotierungsreglementes aufgrund ihrer doppelten Zielsetzung (Schutz privater und öffentlicher Interessen) um Doppelnormen handeln könne<sup>12</sup>.

(2) Für eine Zuordnung des Kotierungsreglementes zu den *vertraglichen Vereinbarungen* (i.S.v. AGB) spricht insbesondere, dass (a) der Betrieb der Börse keine Staatsaufgabe, sondern eine privatwirtschaftliche Tätigkeit darstellt, und (b) das Kotierungsreglement keine generell-abstrakte Wirkung zeitigt, sondern nur für Unternehmen, die in einer Rechtsbeziehung zur SWX stehen (z.B. Handelsteilnehmer, Emittenten), gilt<sup>13</sup>. Das Gegenargument, die Kotierungsbestimmungen seien deswegen als *Rechtssatz* zu interpretieren, weil sie sich auch auf die Stellung der Anlegerschaft i.S. einer verbesserten Information auswirken, lässt die Tatsache unbeachtet, dass die Kotierungsbestimmungen gleichwohl nur die Emittenten verpflichten<sup>14</sup>, mithin bloss relative Rechte und Pflichten begründen.

#### b) Kotierungsentscheid

Der (positiv oder negativ ausfallende) Kotierungsentscheid (Art. 59 KR) ist das Ergebnis des durch die Art. 50 ff. KR geregelten Kotierungsverfahrens. Die Vertreter der öffentlich-rechtlichen Rechtsnatur des KR qualifizieren

den Kotierungsentscheid als Verfügung<sup>15</sup>. Wird wie vorliegend das KR als privatrechtliche Vereinbarung angesehen, handelt es sich bei einem positiven Kotierungsentscheid um das Akzept einer Offerte (Kotierungsgesuch), mit der Folge eines Vertragsabschlusses (Art. 1 OR)<sup>16</sup>. Dass die Börse einem Kontrahierungszwang unterliegt (Art. 8 Abs. 4 BEHG), ändert nichts an der vertragsrechtlichen Rechtsnatur des Zulassungsentscheides, denn die Pflicht zum Kontrahieren ist regelmässig die Konsequenz des Vorliegens einer Monopolstellung<sup>17</sup>.

## 2. Rahmenbedingungen einer Selbstkotierung

### a) Rechtsnatur der Selbstkotierung

Im Falle eines Kotierungsinteresses müsste die SWX AG als Emittentin ein Kotierungsgesuch gemäss Art. 50 KR an die Zulassungsstelle der SWX AG stellen. Charakteristisch für die Selbstkotierung ist somit, dass sich die SWX als Börsen-AG in einer Doppelfunktion befindet, nämlich (1) als Emittentin und (2) als Selbstregulierungsorganisation hinsichtlich ihrer eigenen Plattform.

Folgt man der vorliegend vertretenen Ansicht, die Kotierung sei ein Vertragsverhältnis, ergibt sich die besondere Situation, dass die SWX AG mit der SWX AG, also mit sich selbst, einen Vertrag schliessen müsste. Rechtlich würde es sich hierbei, im Gegensatz zum Selbstkontrahieren<sup>18</sup>, um ein und dieselbe Vertragspartei handeln. Art. 1 OR verlangt hingegen für den Abschluss eines Vertrages «die übereinstimmende gegenseitige Willensäusserung *der Parteien*». Das Gesetz will Verträge somit wegen der gegenseitigen Bindungswirkung nur zwischen verschiedenen Rechtspersönlichkeiten entstehen lassen. Immerhin handelt es

sich im Falle der Selbstkotierung zwar nicht um zwei Rechtspersönlichkeiten, wohl aber von der vom Kapitalmarktrecht zugewiesenen Rechtsposition her funktionell um zwei unterschiedliche Parteien, nämlich (1) die Emittentin SWX AG und (2) die SWX AG als Selbstregulierungsorganisation. An diese beiden Rechtspositionen knüpfen sowohl das BEHG als auch das Kotierungsreglement jeweils unterschiedliche Pflichten an. Kommt die SWX AG den Anforderungen, die das BEHG (insb. Art. 3 Abs. 2, Art. 4 sowie Art. 8) und das Kotierungsreglement (insb. Art. 2 KR) an die Börse als Selbstregulierungsorganisation stellt,

<sup>11</sup> Vgl. *Henckel von Donnersmarck* (Fn. 8), 121 ff.; *Langhart Albrecht*: Rahmengesetz und Selbstregulierung, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 153, Zürich 1993, 322 ff.

<sup>12</sup> Vgl. *Taufer* (Fn. 10), 1127.

<sup>13</sup> Vgl. ausführlich *Weber* (Fn. 9), Art. 4 N 11; *BEHG-Daeniker* (Fn. 9), Art. 4 N 13; vgl. auch *Kunz Peter V.*: Publikums-gesellschaften in der Schweiz – theoretische und praktische Ansätze zum Investorenschutz, recht 1997 136, 142, sowie *ders.*: Aktienrechtliche Verantwortlichkeit, *AJP* 1998 1267, 1274 f.

<sup>14</sup> Vgl. *Weber* (Fn. 9), Art. 4 N 11; *BEHG-Daeniker* (Fn. 9), Art. 4 N 13.

<sup>15</sup> Vgl. *Henckel von Donnersmarck* (Fn. 8), 130 ff.

<sup>16</sup> Vgl. *Weber* (Fn. 9), Art. 8 N 27; so auch *Küng Manfred/Huber Felix M./Kuster Matthias*: Kommentar zum Börsengesetz, Band II, Zürich 1998, Art. 8 N 10 f.

<sup>17</sup> Vgl. dazu ausführlich *BGE* 129 III 35, 42 ff. (E. 6).

<sup>18</sup> Als Selbstkontrahieren wird die Rechts-handlung bezeichnet, bei der eine Person in Vertretung einer anderen Person mit sich selbst einen Vertrag schliesst, wobei die Rechtswirkungen zwischen der vertretenen Person und dem Vertreter selbst eintreffen (vgl. *Gauch Peter/Schlupe Walter R./Schmid Jörg*: Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Band I, 7. A., Zürich 1998, 1438).

nicht nach, verletzt sie (im Falle des BEHG) gesetzliche Bestimmungen bzw. (im Falle des Kotierungsreglementes) betriebsinterne vertragliche Vorschriften<sup>19</sup> und läuft damit das Risiko, dass die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) Sanktionen ergreift<sup>20</sup>, z.B. als «ultima ratio» die Bewilligung zum Betrieb einer Börse entzieht<sup>21</sup>.

Die SWX AG als Emittentin ist ebenso nicht pflichtenfrei, sondern sie hat die vom Kotierungsreglement aufer-

legten Pflichten zu erfüllen. Die Einhaltung dieser Pflichten ist von der SWX AG in der Funktion der Selbstregulierungsorganisation zur Vermeidung von Rechtsnachteilen auch zu überwachen und durchzusetzen. Im Ergebnis liegt dementsprechend ein spezielles Pflichtenverhältnis zwischen der SWX AG als Emittentin und der SWX AG als Selbstregulierungsorganisation vor, dessen Funktionsweise unter dem Sanktionsdruck ex lege seitens der EBK steht<sup>22</sup> und sich als «Selbstkotierungsverhältnis» bezeichnen lässt.

#### b) Zulässigkeit einer Selbstkotierung

Eine Selbstkotierung der SWX ist dann als zulässig zu erachten, wenn die SWX AG «das Spiel der Kotierung spielt»<sup>23</sup>. Konkret heisst dies, dass die SWX AG sich in ihrer Doppelfunktion an die Verhaltensanordnungen zu halten hat, die ihr einerseits in ihrer Rolle als Emittentin, andererseits in ihrer Rolle als Selbstregulierungsorganisation zukommen. Als Emittentin ihrer Beteiligungspapiere hat die SWX AG genauso wie jede andere Emittentin ein Kotierungsgesuch nach Art. 50 KR einzureichen, das formell wie materiell den Anforderungen von Art. 51 ff. KR entsprechen muss; weiter sind die Bedingungen, die das KR mit Bezug auf die Kotierung an die Emittenten stellt (vgl. Art. 6 ff. KR), vollumfänglich einzuhalten; damit die Kotierung aufrecht erhalten werden kann, müssen schliesslich die in Art. 64 ff. KR normierten Publizitätspflichten von der SWX AG erfüllt werden. Seitens der SWX in ihrer Funktion als Selbstregulierungsorganisation bedarf es einer rechtskonformen Durchführung des Kotierungsverfahrens (Art. 50 ff. KR) sowie einer sachgerechten Beurteilung des Kotierungsgesuches der SWX AG<sup>24</sup>.

Unzulässig wären dementsprechend Verfahrensabkürzungen in Form von internen, informellen Abwicklungsmechanismen anstelle eines formellen Kotierungsverfahrens. Derartige Vorgehensweisen würden gegen die Regulierungsbestimmungen des KR und des BEHG verstossen. Insbesondere liesse sich weder Transparenz noch Gleichbehandlung aller Emittenten gewährleisten, was mit den Grundsätzen des Anleger- und Funktionsschutzes (Art. 1 BEHG) nicht vereinbar wäre. Einer besonderen Betrachtung bedürfen indessen mögliche Interessenkonflikte, die angesichts der Doppelfunktion der SWX eintreten können.

## II. Interessenkonflikte

### 1. Interessenkonflikts-Situationen

Die Zulassungsstelle ist gemäss SWX-Statuten zuständig für die Regelsetzung (z.B. gegenüber Emittenten) und die Durchsetzung der erlassenen Regeln. Die eingesetzte Geschäftsstelle betreut den Geschäftsbereich Zulassung, der sich in die Abteilung Kotierung und die Abteilung Publizität gliedert; letzlicher Verantwortungsträger bleibt indessen die Zulassungsstelle<sup>25</sup>. Der Zulassungsstelle (bzw. der Disziplinarkommision) stehen gegenüber einem säumigen Emittenten Sanktionsmöglichkeiten zu<sup>26</sup>. Der Spezialfall einer Selbstkotierung der SWX ruft dabei eine typische Interessenkonflikts-Situation hervor: Einerseits haben die Mitglieder der Zulassungsstelle<sup>27</sup> das Kotierungsreglement sachadäquat anzuwenden, andererseits stehen dieselben Mitglieder in einem Vertragsverhältnis zur Emittentin selbst. Dogmatisch geht es um einen (entgeltlichen oder unentgeltlichen) Auftrag kraft Ernennung, mit der Besonderheit der statutarisch festgelegten

<sup>19</sup> Vgl. dazu den Tatbestand von Art. 36 Abs. 1 BEHG.

<sup>20</sup> Vgl. dazu überblicksweise Weber (Fn. 9), Art. 36 N 6 in fine.

<sup>21</sup> Vgl. die Rechtsfolge in Art. 36 Abs. 1 BEHG; Weber (Fn. 9), Art. 36 N 8.

<sup>22</sup> Neuerdings schlägt die EBK vor, eine Weisungskompetenz über die Börse zu erhalten (vgl. EBK-Sanktionenbericht vom April 2003, 31 [www.ebk.ch/d/aktuell/m030502-02d.pdf]); damit wird allerdings das Prinzip der Selbstregulierung der Börsen in Frage gestellt.

<sup>23</sup> In Anlehnung an das Zitat «das Spiel der AG spielen», in: Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter: Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 62 N 40; dieses Zitat sollte zum Ausdruck bringen, dass sich eine Einpersonen-AG dann zu Recht auf ihre Rechtspersönlichkeit berufen kann, wenn sie sich ihrerseits vollumfänglich an die Bestimmungen des Aktienrechts hält.

<sup>24</sup> Vgl. zu den Pflichten der SWX als Selbstregulierungsorganisation vorne I.2.a.

<sup>25</sup> Vgl. das Paper «Dienstleistungen» unter www.swx.com/swx/services\_de.html.

<sup>26</sup> Vgl. Art. 2, Art. 80 ff. KR; Geschäftsbericht 2002 (Fn. 1) 83.

<sup>27</sup> Die Zulassungsstelle besteht teilweise aus von der economiesuisse gewählten Mitgliedern, was zur Unabhängigkeit beitragen soll; jedoch ist nicht zu übersehen, dass die restlichen Mitglieder vom Verwaltungsrat der SWX gewählt werden, somit von der SWX nicht völlig unabhängig sind (vgl. Art. 16 der Statuten der SWX, Ziff. 1.2.1 der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle).

Weisungsunabhängigkeit<sup>28</sup>, doch ändert dies nichts am potenziellen Risiko eines «Dienern zweier Herren»<sup>29</sup>. Eine objektivierte Anwendung der Regulierungsbestimmungen, in erster Linie des Kotierungsreglementes, kann zumindest theoretisch gefährdet sein. Zwar ist die Zulassungsstelle an die Bestimmungen des Kotierungsreglementes gebunden<sup>30</sup>; dennoch stellen sich bei der Anwendung rechtlicher Bestimmungen oft Auslegungs- und Ermessensfragen. Liegt eine Interessenkonflikts-Situation vor, ist deshalb dafür zu sorgen, dass nicht unrechtmässig Bestimmungen zugunsten einer Partei ausgelegt bzw. begünstigende Ermessensfehler begangen werden.

## 2. Lösungsansätze

Die Frankfurter Wertpapierbörse, die Deutsche Börse AG, ist bereits an sich selbst kotiert, weshalb die Regelung allfälliger Interessenkonflikte von Interesse ist.

### a) Rechtsvergleich Deutsche Börse AG

Vorschriften zur Vermeidung von Interessenkonflikten finden sich in den deutschen Regulierungsbestimmungen auf verschiedenen Stufen. Als Grundsatz bestimmt § 31 Abs. 2 des Börsengesetzes<sup>31</sup>, dass mindestens die Hälfte aller Mitglieder der Zulassungsstelle Personen sein müssen, die sich nicht berufsmässig am Börsenhandel mit Wertpapieren beteiligen. Die Börsenordnung<sup>32</sup> wiederholt in § 51 diese Vorschrift, enthält aber in § 54 eine zusätzliche Bestimmung, welche diejenigen Mitglieder der Zulassungsstelle von der Beratung und Beschlussfassung ausschliesst, bei denen hinsichtlich des Beschlussfassungsgegenstandes die Besorgnis der Befangenheit besteht. § 7 der Geschäftsordnung für

die Zulassungsstelle<sup>33</sup> führt schliesslich exemplifikativ die einzelnen Befangenheitsgründe auf. Vorliegend interessiert insbesondere folgende Anordnung: Als befangen gilt und deshalb von der Beratung und Beschlussfassung ausgeschlossen ist insbesondere ein Mitglied, das bei einem Beteiligten des zu entscheidenden Zulassungsverfahrens *gegen Entgelt* beschäftigt oder bei einem Beteiligten *als Mitglied des Vorstandes, des Aufsichtsrates oder eines gleichartigen Organes tätig* ist (§ 7 Abs. 2 Unterabs. 3 der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle).

### b) SWX AG

Ziel einer Interessenkonflikte verhin- dernden Regelung muss sein, mit Blick auf eine allfällige Kotierung der SWX AG an sich selbst sowohl eine «independence in fact» als auch eine «independence in appearance» zu gewährleisten<sup>34</sup>. Somit zählt nicht bloss die wirkliche Einstellung der von einem Interessenkonflikt betroffenen Personen, sondern es sind jegliche äussere Beziehungen, die den Anschein einer Voreingenommenheit entstehen lassen, zu vermeiden<sup>35</sup>. Deshalb ist zu prüfen, inwieweit die bestehenden Verhaltensanordnungen diesem Ziel nachkommen und welche Massnahmen de lege ferenda noch zu ergreifen sind.

(1) *De lege lata* befassen sich bereits einige kapitalmarktrechtliche Bestimmungen zumindest indirekt mit der Unterbindung von Interessenkonflikten. Art. 3 BEHG setzt einerseits eine den zu erfüllenden gesetzlichen Pflichten angemessene Organisation und Reglementierung der Börse voraus<sup>36</sup>; andererseits muss die Börse nachweisen, dass sie und ihre verantwortlichen Mitarbeiter Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bie-

<sup>28</sup> Die Weisungsgebundenheit der Beauftragten ist auch aus anderen Rechtsgebieten bekannt (z.B. Sonderprüfer in der AG, vgl. OR-Weber, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf [Hrsg.] Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530-1186 OR, 2. A., Basel/Genf/München 2002, Art. 697c N 10).

<sup>29</sup> Zum Begriff vgl. von der Crone Hans Caspar: Interessenkonflikte im Aktienrecht, SZW 1994 1, 2; zu den Interessenkonflikten bei juristischen Personen allgemein Weber Rolf H.: Juristische Personen, SPR II/4, Basel/Genf/München 1998, 179 ff.

<sup>30</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 4 BEHG.

<sup>31</sup> Der Wortlaut des deutschen Börsengesetzes (BörsG) ist im Volltext zu finden unter [http://www.boersenaufsicht.de/4\\_fmfg.pdf](http://www.boersenaufsicht.de/4_fmfg.pdf).

<sup>32</sup> Die Börsenordnung ist zu finden unter [http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN-52CDY7/\\$FILE/FWB01-03-03-27.pdf?OpenElement](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN-52CDY7/$FILE/FWB01-03-03-27.pdf?OpenElement).

<sup>33</sup> Die Geschäftsordnung ist zu finden unter [http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN52FANF/\\$FILE/FWB-GO-Zulassungsstelle-01-03-03.pdf?OpenElement](http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/PublikationenID/HAMN52FANF/$FILE/FWB-GO-Zulassungsstelle-01-03-03.pdf?OpenElement).

<sup>34</sup> Mit Bezug auf die Unabhängigkeit des *Revisors* nach Art. 727c OR vgl. BGE 123 III 31, 32 f., sowie Watter Rolf, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II Art. 530-1186 OR, 2. A. Basel 2002, Art. 727c N 1; mit Bezug auf die gegenwärtig rege geführte Diskussion im *Finanzanalysten-Recht* vgl. nebst vielen *Bertschinger Urs*: Der eingetragene Berater – ein Beitrag zur faktischen Organschaft, in: von der Crone Hans Caspar/Weber Rolf H./Zäch Roger/Zobl Dieter (Hrsg.), Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2003, 455, 474, sowie mit Bezug auf die Unabhängigkeit der Ratingagenturen *ders.*: Rechtsprobleme rund um Ratings und Ratingagenturen, in: Nobel Peter (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1999, 87, 100.

<sup>35</sup> Vgl. BGE 123 III 32.

<sup>36</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. a BEHG.

ten<sup>37</sup>. Diesen beiden Voraussetzungen kann nur nachgekommen werden, wenn die Börse sich grundsätzlich in der Lage zeigt, Interessenkonflikte zu verhindern. Weiter bestimmt Art. 6 BEHV, dass die Zulassungsstelle ausgeglichen mit Vertretern der Emittenten und der Anleger zu besetzen ist, was allfälligen Interessenkonflikten ebenfalls entgegenzuwirken vermag. Ähnliche Anordnungen finden sich in den Statuten der SWX und in der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle, welche für die Wahl deren Mitglieder teils die *economiesuisse* und teils den Verwaltungsrat der SWX vorsehen<sup>38</sup>. Schliesslich beinhaltet das Kotierungsreglement eine Reihe von Vorschriften, die für Transparenz und Objektivität sorgen sollen, wie Art. 56 (Publikation von Kotierungen), Art. 57 (Recht der SWX-Teilnehmer zur Stellungnahme mit Bezug auf ein laufendes Kotierungsverfahren), Art. 58 Abs. 2 (Recht der Zulassungsstelle zur Einholung einer «fairness opinion»), sowie die

Einsetzung einer unabhängigen Disziplinarkommission und einer Beschwerdeinstanz, deren Entscheide sich an ein Schiedsgericht weiterziehen lassen.

Das börsenrechtliche Instrumentarium, verstärkt durch einen Rückbezug auf die allgemeine Ausstandsregelung des Vereinsrechts (Art. 68 ZGB)<sup>39</sup>, erscheint als zweckmässig, vermag aber eine «independence in appearance» noch nicht umfassend zu gewährleisten; als Schwachstelle lässt sich nämlich das Fehlen einer konkreten Ausstandsregelung mit Blick auf die Zusammensetzung und Beschlussfassung der Zulassungsstelle ausmachen.

(2) *De lege ferenda* wäre in Anlehnung an die Geschäftsordnung der Deutschen Börse AG z.B. folgende Ausstandsregelung empfehlenswert: «Diejenigen Mitglieder der Zulassungsstelle, die hinsichtlich des Beschlussfassungsgegenstandes befangen sind, bleiben von der Beschlussfassung ausgeschlossen. Über das Vorliegen einer Befangenheit entscheidet die Zulassungsstelle unter Ausstand des betroffenen Mitgliedes. Befangenheit liegt namentlich vor, wenn das Mitglied beim in Frage stehenden Emittenten in leitender Funktion beschäftigt ist.»

Allerdings liesse sich einwenden, eine solche Befangenheitsklausel reiche zu wenig weit, weil nicht nur die Mitglieder der Zulassungsstelle, die bei der SWX AG in leitender Funktion tätig sind (wie der Präsident des Verwaltungsrates der SWX), sich in einem Interessenkonflikt befinden könnten, sondern ebenso alle übrigen Mitglieder, sobald sie für die SWX Dienste gegen Entgelt erbringen, wie dies derzeit diskutiert wird. Dabei spielt die Höhe des Entgeltes durchaus eine Rolle; insbesondere bei einer (derzeit

wohl nicht angedachten) *hohen* Entschädigung wäre die Unabhängigkeit der Mitglieder gefährdet und im Falle einer entsprechenden Ausstandsregel eine Beschlussfassung gar nicht mehr möglich<sup>40</sup>. Die «independence in appearance» könnte somit im Falle einer substanziellen Entgeltsregelung zumindest in Frage gestellt sein. Immerhin lässt sich auch auf den disziplinierenden Effekt der Reputation vertrauen<sup>41</sup>, wollen doch die Mitglieder der Zulassungsstelle als bekannte Personen der Wirtschaft wohl kaum durch unlautere Zulassungsentscheide ihren guten Ruf aufs Spiel setzen. Zudem bestehen die Revision der SWX durch die börsengesetzliche Revisionsstelle (Art. 10 BEHV) und die allgemeine Überwachung durch die Eidgenössische Bankkommission, die ebenfalls einen disziplinierenden Effekt haben dürften.

### III. Ergebnis

Grundsätzlich ist eine Selbstkotierung als zulässig zu erachten, sofern die SWX das Spiel der Kotierung spielt, sich mithin in ihrer Doppelrolle an die massgeblichen Regulierungsbestimmungen hält. Zudem erweisen sich mit Blick auf allfällige Interessenkonflikte die geltenden Verhaltensanordnungen sowohl des BEHG wie auch des Kotierungsreglementes und der Geschäftsordnung der Zulassungsstelle als einigermaßen griffig. Zusätzlich liesse sich indessen durch die Aufnahme einer Ausstandsregelung in die Geschäftsordnung der Zulassungsstelle das Abwehrsdispositiv gegen allfällige Interessenkonflikte verstärken. Entgeltsregelungen bergen oft das Risiko, die «independence in appearance» zu gefährden.

<sup>37</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. b BEHG.

<sup>38</sup> Vgl. schon vorne Fn. 27.

<sup>39</sup> Vgl. dazu *Riemer Hans Michael*: Personenrecht des ZGB, 2. A., Bern 2002, N 633 und 637.

<sup>40</sup> Ebenfalls nicht weiterzuhelfen vermag eine Bildung von Ausschüssen (vgl. *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, Juli 2002, 14 ff., [www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch)), weil alle Mitglieder der Zulassungsstelle bei einer Selbstkotierung gleich betroffen wären, sich somit kein unabhängiger Ausschuss bilden liesse.

<sup>41</sup> Vgl. dazu eingehend von *der Crone Hans Caspar/Beyeler Karin*: CD-ROM zur *Corporate Governance* 2003, ISBN 3-03708-003-5, Kap. X; vgl. auch *ders.*: *Corporate Governance und Reputation*, NZZ FOKUS Nr. 10, Oktober 2001, 11 ff.