

# Aufmerksamkeit für alle Details beugt schlimmen Folgen vor Korrekt in jeder Phase

Der Kapitalmarkt ist der Markt für die mittel- und langfristige Kapitalaufnahme bzw. -anlage. Ziele sind Allokations-, Informations- und Preisbildungseffizienz. Zu unterscheiden sind diverse Segmente: Primär- vs. Sekundärmarkt, Kassa- vs. Terminmarkt, organisierter vs. nicht-organisierter Kapitalmarkt und regulierter vs. nicht regulierter Kapitalmarkt. Marktteilnehmer sind kapitalsuchende Unternehmen, Anleger oder Finanzintermediäre. Gehandelt wird an einer Börse, d.h. einer Einrichtung des Effektenhandels, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effekthändlern sowie den Vertragsabschluss bezweckt. In der Schweiz ist es der wichtigste Handelsplatz die SIX Swiss Exchange AG. Allein aus dieser Begriffsaufreihung wird deutlich: Wer sich Mittel am Kapitalmarkt beschafft, hat verschiedene organisatorische und juristische Auflagen zu beherzigen. Vorsicht und Ausdauer sind gefragt.



Dr. iur. Jürg Frick, LL.M.,  
Partner, Homburger AG

Neben Bankkrediten stehen Spitälern auch Anleihen als Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Rechtlich handelt es sich bei Anleihen um in Teilbeträge aufgeteilte Grossdarlehen auf einheitlicher juristischer Grundlage. Zu unterscheiden sind Anleiheobligationen (Straight Bonds), Obligationen mit variablem Zinssatz (Floating Rate Bonds), Nullprozenter (Zero-bonds), Wandelanleihen (Convertible Bonds), Optionsanleihen (Option Bonds resp. Warrant Bearing Bonds) oder Risikoanleihen (High Yield Bonds). Die Anleihen können besichert oder unbesichert, vorrangig oder nachrangig, inkl. strukturelle Subordination sein. Daneben gibt es Asset-Backed Securities. Dabei handelt es

sich um Schuldverschreibungen, deren Rückzahlung und Zinsdienst aus dem Cash flow der besichernden Aktiven erfolgen.

Jüngste Beispiele von Anleiheemittenten sind die Regionalspital Emmental AG mit 75 Mio. à 1,625% und der Spitalverband Limmattal mit 100 Mio. Franken à 1,875%. Im Gegensatz dazu steht ein Beispiel einer klassischen grösseren Bankfinanzierung: eine Spitalgruppe aus der Romandie mit ca. 200 Mio. Franken im Rahmen eines Facilities Agreements (Kosten: LIBOR plus Marge).

### Klare Rechtsgrundlagen sind die Basis

Wo es um grosse Summen, entsprechende Sicherheiten und Verantwortlichkeiten geht, braucht es klare Rechtsgrundlagen. Das Kapitalmarktrecht i.w.S. umfasst Normen betr. Organisation des Kapitalmarkts und Verhalten der Teilnehmer. Das Kapitalmarktrecht i.e.S. regelt den börslichen oder ausserbörslichen Effektenhandel. «Es besteht», so unterstrich Dr. iur. Jürg Frick, Homburger AG, Zürich, «ein öffentliches Interesse bezüglich Anleger-, Funktions- und Reputationsschutz.»

Weiter bestehen aufsichtsrechtliche Normen und Institutionen wie das Aktien- und Rechnungslegungsrecht (Recht der Publikums-gesellschaft), die Aufsichtsbehörde FINMA, das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG), diverse FINMA-Rundschreiben sowie SIX-Regularien, worunter insbesondere das Kotierungsreglement und das Zusatzreglement Anleihen fallen. Zusätzlich laufen eidgenössische Gesetzgebungsprojekte wie FIDLEG

(Finanzdienstleistungsgesetz), FINIG (Finanzinstituts-gesetz) und FinfraG (Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastruktur).

Nicht zu vergessen sind schliesslich die aus der Minder-Initiative hervorgegangene und noch junge Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) – wobei diese auf Spitälernur dann Anwendung findet, wenn die Spitäler Aktien an der Börse kotiert hätten –, das Insiderrecht gemäss BEHG 40 (Ausnutzen von Insiderinformationen) resp. BEHG 40a (Kursmanipulation) sowie Corporate Governance-Regeln wie der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance der economiesuisse.

Die nebenstehende Abbildung zeigt die Rechtsbeziehungen der an einer Anleiheemission beteiligten Parteien auf.

### Regelmässig Transparenz pflegen

Bei einer Finanzierung über Anleihen besteht eine Prospektpflicht und die Prospekthaftung. Die Prospektpflicht knüpft an das öffentliche Angebot an. Werden Anleihen nicht nur öffentlich begeben, sondern auch an einer Schweizer Börse kotiert, so besteht zusätzlich die Pflicht, einen Kotierungsprospekt zu erstellen. Der Emissions- und der Kotierungsprospekt werden typischerweise in einem Dokument vereint. In diesem Prospekt werden Angaben über den Emittenten und die Effekten gemacht. Zusätzlich umfasst der Prospekt die geprüften Jahresabschlüsse der letzten vollen zwei Geschäftsjahre und den Revisionsbericht des letzten geprüften Jahresabschlusses.

Prospekthaftung gemäss OR 752 bedeutet Folgendes: «Sind bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbenden der Titel für den dadurch verursachten Schaden.»

**Weiter geht's nach der Emission**

Transparenz gilt auch für die Anleihebedingungen. Diese werden im Prospekt offengelegt und können bspw. eine Negativklausel (keine Besicherung anderer kapitalmarktmässig begebener Finanzierungsinstrumente) umfassen sowie verschiedene Verzugsfälle (Default). Ein Verzugsfall tritt etwa bei Zahlungsverzug nach Ablauf einer Heilungsfrist (Grace Period, z.B. 5 Tage) ein, der Verletzung einer Anleihebedingung nach Ablauf einer Heilungsfrist (z.B. 30 Tage), bei Zahlungs-

verzug unter anderem Finanzierungsinstrument (Cross Default), oder wenn Stillhalteabkommen mit Gläubigern abgeschlossen werden oder Zahlungsunfähigkeit, drohender Konkurs, Konkursaufschub oder Nachlass eintreten.

Weitere Ereignisse, über die informiert werden muss, sind Eigentümerwechsel und eine wesentliche negative Verschlechterung, beispielsweise Verteuerungen im Projekt oder massive Verzögerungen in der Umsetzung eines Projekts.

**Abschlüsse aufgrund anerkannter Rechnungslegungsstandards**

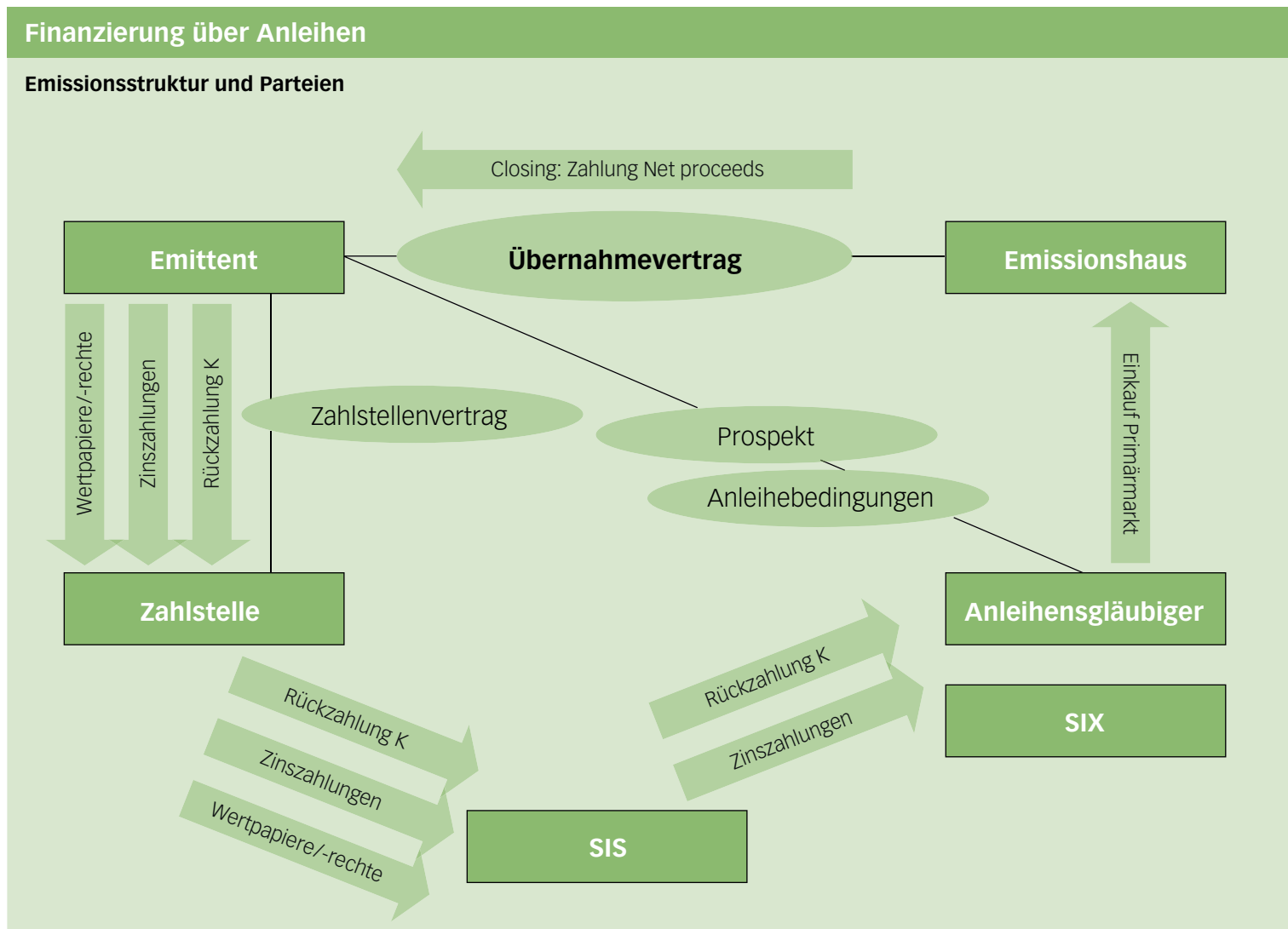
Zu den Regelmeldepflichten nach erfolgreicher Begebung der Anleihe gehören auf der Grundlage der SIX-Richtlinie betreffend Rechnungslegung vom 20. Juni 2012 der Jahresbericht – ein konsolidierter Abschluss nach anerkanntem Rechnungslegungsstandard (IFRS oder, sofern ausschliesslich Forderungsrechte kotiert sind, Swiss GAAP FER) –, ein handelsrechtlicher Abschluss und der Revisionsbericht. Die Ver-

öffentlichung muss innert vier Monaten nach Abschlussstichtag des Jahresabschlusses erfolgen, eine Publikation auf der Website ist zwingend, diese elektronische Veröffentlichung muss während fünf Jahren einsehbar sein.

Weitere Regelmeldepflichten sind der Halbjahresbericht mit Veröffentlichung innert drei Monaten nach Abschlussstichtag des Zwischenabschlusses und die elektronische Veröffentlichung (Website) während fünf Jahren sowie übrige Regelmeldepflichten gemäss Rundschreiben Nr. 1 SIX, beispielsweise Namensänderung, Wechsel des Revisors oder der Zahlstelle, Änderung des Rechnungslegungsstandards, vorzeitige Rückzahlung, Aufstockung usw.

**Ad hoc-Publizität**

Eine solche besteht bei potenziell kursrelevanten Tatsachen. Der Emittent hat dabei den Markt über kursrelevante Tatsachen zu informieren, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Als kursrelevant gelten Tatsachen, die





geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen. Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat. Die Bekanntmachung ist so vorzunehmen, dass die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleistet ist. Als Richtschur dienen die SIX-Richtlinie betreffend Ad-hoc-Publizität (Oktober 2008) und der SIX-Kommentar zur Richtlinie (2005).

## Strafen

Das Verletzen der Publikations- und Meldevorschriften ist kein Kavaliersdelikt. Der Gesetzgeber ahndet Vergehen konsequent. So könnten gegen Emittenten, Sicherheitsgeber und anerkannte Vertreter folgende Sanktionen – gegebenenfalls auch kumulativ – ausgesprochen werden: Verweis, Busse bis zu 1 Mio. (bei Fahrlässigkeit) bzw. 10 Mio. Franken (bei Vorsatz), Sistierung des Handels, Dekotierung oder Umteilung unter einen anderen regulatorischen Standard, Ausschluss weiterer Kotierungen und Entzug der Anerkennung.

Bei der Festsetzung der Sanktion wird namentlich die Schwere des Verstosses und des Verschuldens in Betracht gezogen. Bei der Festsetzung der Bussenhöhe wird zusätzlich die Sanktionsempfindlichkeit des Betroffenen berücksichtigt.

## Insidergeschäfte vermeiden

Das Insiderstrafrecht gemäss BEHG 40 sieht weiter vor: «Mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder

Geldstrafe wird bestraft, wer als Organ oder Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten oder einer den Emittenten beherrschenden oder von ihm beherrschten Gesellschaft oder als eine Person, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen hat, sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation:

- dazu ausnutzt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen;
- einem anderen mitteilt;
- dazu ausnutzt, einem anderen eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten abzugeben.

Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer durch eine Handlung nach Absatz 1 einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt. Mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe wird bestraft, wer sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation, die ihm von einer Person nach Absatz 1 mitgeteilt wurde oder die er sich durch ein Verbrechen oder Vergehen verschafft hat, dazu ausnutzt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz

zum Handel zugelassen sind, zu erwerben oder zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen.

Mit Busse wird bestraft, wer nicht zu den Personen nach den Absätzen 1–3 gehört und sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation dazu ausnutzt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen.»

## Konsequent gegen Kursmanipulationen

Streng verfolgt werden auch Kursmanipulationen. BEHG 40a regelt das Verbot: «Mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer in der Absicht, den Kurs von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen,

- um daraus für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen;
- wider besseren Wissens falsche oder irreführende Informationen verbreitet;
- Käufe und Verkäufe von solchen Effekten tätigt, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen.
- Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer durch eine Handlung nach Absatz 1 einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt.»