



Ralph Malacrida / Till Spillmann\*

## Repatriierung der Schweizer Blue Chip Unternehmen



### Inhaltsübersicht

- I. Vorgeschichte
- II. Neues Regime für Schweizer Blue Chip Unternehmen
- III. Rechtliche Konsequenzen für Schweizer Blue Chip Unternehmen
  1. Primärmarkt
    - 1.1 Ursprünglich im UKERM-Segment zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte
    - 1.2 Ursprünglich im EURM-Segment zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte
    - 1.3 Herkunftsmitgliedstaat und entsprechende zuständige Behörde
    - 1.4 Vorgehen bei zukünftigen öffentlichen Angeboten im EU-Raum oder Handelszulassungen an einem geregelten Markt
  2. Sekundärmarkt
    - 2.1 UKERM-Segment
    - 2.2 EURM-Segment
  3. Zusammenfassung
- IV. Mögliche Nachteile der Repatriierung?

### I. Vorgeschichte

Die Aktien der Schweizer Blue Chip Unternehmen wurden mit der Lancierung der virt-x<sup>1</sup> (später SWX Europe) am 25. Juni 2001 erstmals in London gehandelt. Weil es sich bei der virt-x um einen Recognised Investment Exchange handelte, waren die betroffenen Unternehmen gehalten, auch britisches Recht zu beachten.<sup>2</sup> Das EU-

Kapitalmarktrecht erlebte sodann aufgrund des Financial Services Action Plan und des Erlasses verschiedener Richtlinien eine erhebliche Umgestaltung. Das Regulierungsfeld dieser neuen EU-Richtlinien erfasste auch die an der virt-x gehandelten Aktien der Schweizer Blue Chip Unternehmen.<sup>3</sup> Neben einem geregelten Markt, für welchen europäisches Gemeinschaftsrecht massgebend ist, schuf die virt-x allerdings noch ein weiteres Handelssegment, welches nur den schweizerischen und britischen Bestimmungen unterstand.<sup>4</sup>

Nach acht Jahren virt-x und SWX Europe entschieden die Schweizer aber, den Blue Chip Handel in die Schweiz zu «repatriieren». Die Migration erfolgte anfangs Mai und am 4. Mai 2009 wurden die Aktien der Blue Chip Unternehmen erstmals unter dem neuen Schweizer Regime gehandelt. Die SIX Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») begründete diese Rückführung vor allem mit Effizienzsteigerungen, Kosteneinsparungen und einem vereinfachten regulatorischen Umfeld sowohl für die Emittenten als auch für die Teilnehmer.<sup>5</sup> Abgesehen vom kompetitiveren Umfeld aufgrund des Inkrafttretens der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)<sup>6</sup>, dürfte als weitere Ursache für diesen Schritt aber auch die Einsicht gestanden haben, dass dem Markt für pan-europäische Blue Chip Titel in absehbarer Zeit kein Erfolg beschieden sein würde.

Zudem rückt im Zeitalter elektronischer Börsen der Ort des Handels als Erfolgsfaktor im internationalen Wettbewerb immer mehr in den Hintergrund. Bereits vor der Repatriierung hatte der Aktienhandel der SWX

\* Dr. iur. Ralph Malacrida, Rechtsanwalt, LL.M., und Dr. iur. Till Spillmann, Rechtsanwalt, beide Bär & Karrer AG, Zürich.

<sup>1</sup> Bei virt-x Exchange Limited («virt-x») handelt es sich um die frühere Börse Tradepoint, die am Alternative Investment Market (AIM) der London Stock Exchange (LSE) kotiert war. Idee der Schweizer Börse war es, den SMI-Handel in die virt-x einzubringen und einen pan-europäischen Markt für den Handel in Blue Chip Unternehmen aufzubauen. Ursprünglich waren an der virt-x neben SWX Swiss Exchange (heutige SIX Swiss Exchange) auch TPG (eine Beteiligungsgesellschaft, welche von den damals elf grössten Investmentbanken kontrolliert wurde) und Publikumsaktionäre beteiligt. In einem zweiten Schritt hat SIX Swiss Exchange dann aber im Rahmen eines öffentlichen Angebots 100% der Aktien der virt-x übernommen. Dies vor allem deshalb, um sich die Handlungsfreiheit in Bezug auf den SMI-Handel (*Swiss securities*) wieder vollständig zu sichern, nachdem der pan-europäische Markt nicht den Erfolg brachte, den man sich ursprünglich erhofft hatte.

<sup>2</sup> Vgl. dazu insb. RALPH MALACRIDA, New Market Misconduct Rules for virt-x Participants – Will the Swiss have to Play Cricket?, AJP 2001, 802 ff.

<sup>3</sup> Die relevanten EU-Richtlinien erfassen Unternehmen, deren Aktien an einem geregelten Markt in der EU gehandelt werden oder die ein öffentliches Angebot von Wertpapieren im EU-Raum lancieren.

<sup>4</sup> Vgl. dazu THOMAS REUTTER/STEN E. D. RASMUSSEN, Auswirkungen neuer EU-Richtlinien auf Kapitalmarkttransaktionen schweizerischer Emittenten, in: Reutter/Watter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen, Zürich 2006, 1 ff.

<sup>5</sup> Vgl. dazu die Medienmitteilung der SIX Swiss Exchange AG vom 11. November 2008 (abrufbar unter <[http://www.six-swiss-exchange.com/about\\_us/communications/media\\_releases/2008\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/about_us/communications/media_releases/2008_de.html)>).

<sup>6</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.

Europe technisch immer in Zürich auf dem elektronischen Börsensystem der SIX Swiss Exchange stattgefunden. In dieser Hinsicht hat sich für die Teilnehmer und deren Händler mit der Repatriierung auch nichts geändert.<sup>7</sup> Der zunehmende Wettbewerb zwischen den Börsenplätzen, welcher nicht zuletzt durch die in der MiFID stärker betonte Pflicht der *best execution* getrieben wird, macht dafür die effiziente und kostengünstige Abwicklung von Transaktionen und die *Liquidität des Börsenplatzes* zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren. Nicht der Ort, sondern die Tiefe des Marktes – gemessen an der Liquidität des Handelsbuchs – und die Transaktionskosten sind die entscheidenden Treiber im Wettbewerb.<sup>8</sup>

Ein weiteres wichtiges Motiv der Repatriierung betrifft die *Interessen der Emittenten*, die Effizienz nicht nur im wirtschaftlichen, sondern auch im rechtlichen Bereich fordern. Zweifelsohne vereinfacht und strafft die Repatriierung die anwendbare Regulierung. Konflikte zwischen der Rechtsordnung des Ortes, wo die Kotierung erfolgte (Schweiz), und jener, wo das Unternehmen zum Handel zugelassen wurde (Grossbritannien), werden inskünftig weitgehend vermieden. Sofern in der Vergangenheit nicht die Financial Services Authority (FSA), sondern eine andere EU-Behörde (wie etwa das BaFin) die kompetente Behörde (*competent home regulator*) war, konnten bei der Anwendung der entsprechenden EU-Richtlinien und deren innerstaatlicher Umsetzung gar Konflikte zwischen drei verschiedenen Jurisdiktionen entstehen. Es wird sich zeigen müssen, inwiefern das veränderte regulatorische Umfeld v.a. im Sekundärmarkt diesen Wettbewerb mitbeeinflusst.

Das Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, die *rechtlichen Konsequenzen* der Repatriierung für die *Emittenten* aufzuzeigen. Es soll die Frage beantwortet werden, welches rechtliche Regime für Schweizer Blue Chip Unternehmen nach der Rückführung des Handels ihrer Aktien in die Schweiz zur Anwendung kommt. Die neue Rechtslage für die *Teilnehmer*, insbesondere hinsichtlich der Handelsregeln, die in den AGB, dem Transitional Rule Book for Blue Chip Trading und den entsprechenden Weisungen und Mitteilungen enthalten sind, werden im vorliegenden Beitrag nicht näher erläutert<sup>9</sup>.

## II. Neues Regime für Schweizer Blue Chip Unternehmen

Im Rahmen der Rückführung des Blue Chip Handels kommt es zu einer Neuordnung der bis anhin bestehenden Segmente, einerseits hinsichtlich der Kotierung und andererseits hinsichtlich des Handels:

1. Hinsichtlich der *Kotierung* wird das Kotierungssegment «EU kompatibles Segment» der SIX Swiss Exchange gänzlich aufgehoben; in diesem Segment wurden Aktien geführt, welche im EU Regulated Market Segment der SWX Europe zum Handel zugelassen waren. Die Aktien sämtlicher Blue Chip Unternehmen werden wieder im Hauptsegment bzw. nach Inkrafttreten der Revision des Kotierungsreglements<sup>10</sup> im sogenannten *Main Standard* zusammengeführt<sup>11</sup>.
2. Hinsichtlich des *Handels* werden die beiden Handelssegmente für Aktien an der SWX Europe, das UK Exchange Regulated Market Segment («UKERM») und das EU Regulated Market Segment («EURM»), aufgehoben und sämtliche bisher an der SWX Europe gehandelten Effekten werden in einem eigenen Handelssegment der SIX Swiss Exchange, dem *Swiss Blue Chip Segment*, gehandelt. Dies stellt insofern eine Neuerung dar, als das BEHG die Unterscheidung zwischen Kotierung und Zulassung zum Handel nicht vorsieht<sup>12</sup>, diese aber auf der Ebene der Selbstregulierung der Börse bereits mit der Lancierung der virt-x eingeführt wurde.<sup>13</sup> Hintergrund dieser Regelung ist, dass für den Blue Chip Handel möglichst keine Änderungen auf Seiten der Teilnehmer, insbesondere in Bezug auf die Handelsregeln, beabsichtigt sind. Das Swiss Blue Chip Segment ist denn auch separaten Handelsregeln unterworfen, welche in einer Übergangsphase im Transitional Rule Book for Blue Chip Trading festgelegt sind.<sup>14</sup> Für die Emittenten ergeben sich

<sup>7</sup> Die Aktien werden nach wie vor auf dem Handelssystem in Zürich gehandelt.

<sup>8</sup> Die SIX Swiss Exchange hat deshalb ihre Gebührenstruktur bereits im Jahr 2007 angepasst und Rabatte eingeführt für Teilnehmer, die Liquidität zuführen (*poster*), anstatt sie abzuziehen (*aggressor*) (vgl. Weisung 16 der SIX Swiss Exchange).

<sup>9</sup> Das Transitional Rule Book for Blue Chip Trading of SIX Swiss Exchange und die zugehörigen Weisungen können unter <[http://www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation/transitional\\_rulebook\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation/transitional_rulebook_de.html)> abgerufen werden. Vgl. auch die SIX Swiss Exchange Mitteilung Nr. 20/2009 (abrufbar unter <[http://www.six-swiss-exchange.com/swx\\_messages/online/swx\\_message\\_200904171332\\_de.pdf](http://www.six-swiss-exchange.com/swx_messages/online/swx_message_200904171332_de.pdf)>).

<sup>10</sup> Das neue Kotierungsreglement wird voraussichtlich per 1. Juli 2009 in Kraft treten (vgl. dazu JACQUELINE MORARD, Die revidierten Kotierungsregularien, GesKR 2/2009 [erscheint demnächst]).

<sup>11</sup> Vgl. dazu auch die Mitteilung des Regulatory Board Nr. 1/2009 vom 17. April 2009 (abrufbar unter <[http://www.six-swiss-exchange.com/download/admission/regulation/notices/2009/notice\\_200901\\_de.pdf](http://www.six-swiss-exchange.com/download/admission/regulation/notices/2009/notice_200901_de.pdf)>).

<sup>12</sup> Art. 8 Abs. 1 BEHG verpflichtet die Börse, ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel zu erlassen. Damit sind sowohl die Kotierung wie auch die Zulassung zum Handel gemeint (vgl. dazu auch BSK BEHG-LANZ/BAUMGARTEN, Art. 8 N 2).

<sup>13</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 2 KR. Die Unterscheidung ist an der SIX Swiss Exchange letztlich kein Novum, da Beteiligungsrechte im Sponsored Segment ebenfalls zum Handel zugelassen sind, ohne dass sie an der SIX Swiss Exchange kotiert wären. Gleiches gilt für internationale Anleihen oder für den Handel in dekotierten Anleihen.

<sup>14</sup> Das Transitional Rule Book for Blue Chip Trading ist abrufbar unter <[http://www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation/transitional\\_rulebook\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation/transitional_rulebook_de.html)>. Prämisse bei der Erstellung dieses Transitional Rule Book for Blue Chip Trading

aufgrund dieser separaten Handelsregeln allerdings keine Konsequenzen.

Übersicht über die Segmente vor und nach der Repatriierung:

	Vor Repatriierung SWX Europe	Nach Repatriierung SIX Swiss Exchange
<b>Kotierung</b>	Kotierung erfolgte entweder im EU kompatiblen Segment oder im Hauptsegment (beides Segmente der SIX Swiss Exchange).	Kotierung erfolgt im Hauptsegment bzw. Main Standard <sup>15</sup> .
<b>Handel</b>	Zulassung zum Handel erfolgte entweder im EU Regulated Market Segment der SWX Europe (verbunden mit einer Kotierung im EU kompatiblen Segment) oder im UK Exchange Regulated Market Segment der SWX Europe (verbunden mit einer Kotierung im Hauptsegment).	Zulassung zum Handel erfolgt im Swiss Blue Chip Segment der SIX Swiss Exchange.

### III. Rechtliche Konsequenzen für Schweizer Blue Chip Unternehmen

Nachfolgend werden die rechtlichen Konsequenzen der Repatriierung für die betroffenen Blue Chip Unternehmen dargelegt, wobei je für den Primärmarkt und den Sekundärmarkt zwischen jenen Emittenten unterschieden wird, deren Aktien vor der Repatriierung im UKERM-Segment zum Handel zugelassen waren, und solchen, deren Aktien vor der Repatriierung im EURM-Segment zum Handel zugelassen waren.

#### 1. Primärmarkt

Die SWX Europe war ein reiner Sekundärmarkt. Die Schweizer Blue Chip Aktien wurden an der SIX Swiss Exchange nach Schweizer Recht im Hauptsegment oder im EU-kompatiblen Segment kotiert und der SWX Europe in Anwendung von Art. 2 Abs. 2 Kotierungsreglement («KR») zum Handel im UKERM-Segment oder EURM-Segment zugeordnet.<sup>16</sup> Gleiches galt für die an

der SWX Europe zum Handel zugelassenen *Pan-European Securities* und die *Exchange Traded Funds* (ETFs), da auch eine Handelszulassung in diesen beiden Segmenten eine Kotierung durch die SIX Swiss Exchange bzw. die zuständige Behörde eines europäischen Herkunftsmitgliedstaats<sup>17</sup> voraussetzte.

#### 1.1 Ursprünglich im UKERM-Segment zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte

Wie bereits ausgeführt, erfolgte die Kotierung im Hauptsegment der SIX Swiss Exchange und die Zulassung zum Handel im UKERM-Segment der SWX Europe gemäss dem KR und den entsprechenden Ausführungsbestimmungen. Da das UKERM-Segment nicht als geregelter Markt qualifizierte, waren die EU-Richtlinien<sup>18</sup>, die an die Handelszulassung an einem geregelten Markt anknüpfen, nicht anwendbar.<sup>19</sup> Dies bedeutete für den Primärmarkt insbesondere, dass keine Prospektspflicht gemäss EU-Prospektrichtlinie bestand, sofern keine Handlungen vorgenommen wurden, die als «öffentliches Angebot von Wertpapieren» gemäss EU-Prospektrichtlinie qualifizierten.

Für die Kotierung und die Zulassung zum Handel war denn auch die Zulassungsstelle der SIX Swiss Exchange alleine zuständig.<sup>20</sup> Ebenso bewilligte die Zulassungsstelle den Prospekt, sofern eine Prospektspflicht gemäss KR bestand. Die Regeln zur Kotierung und Zulassung zum Handel waren dem Schweizer Recht zuzuordnen. Die SWX Europe erliess überdies für ihre Handelssegmente Zulassungsregeln, welche britischem Recht unterstanden.<sup>21</sup> Diese knüpften hauptsächlich an die Kotierung durch eine kompetente Kotierungsbehörde an und legten einige wenige weitere (mehrheitlich technische) Voraussetzungen fest. Aus der Sicht schweizerischer Emittenten fand deshalb im Primärmarkt grundsätzlich Schweizer Recht Anwendung, insbesondere die Regularien der SIX Swiss Exchange.

Die Repatriierung der im UKERM-Segment gehandelten Beteiligungsrechte hat aus Emittentensicht im Primärmarkt dementsprechend keine rechtlichen Konsequenzen. Weggefallen sind einzig die unter britischem Recht stehenden Zulassungsregeln der SWX Europe, welche aus Emittentensicht praktisch weitgehend unbedeutend waren. Regulatorisches Umfeld wie auch

war es, die Rules of SWX Europe nach Möglichkeit identisch zu übernehmen bzw. nur insofern anzupassen, als dies aufgrund des Schweizer Rechts notwendig ist, um den Teilnehmern den örtlichen Wechsel der Handelsplattform so leicht wie möglich zu gestalten. Das Transitional Rule Book for Blue Chip Trading wird allerdings, wie es der Name bereits sagt, nur während einer Übergangsphase gültig sein, bis die anstehende Totalrevision der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SIX Swiss Exchange abgeschlossen ist und ein neues Börsenreglement bzw. Rule Book für den gesamten Handel an der SIX Swiss Exchange vorliegt.

<sup>15</sup> Nach Inkrafttreten des revidierten Kotierungsreglements voraussichtlich per 1. Juli 2009, siehe dazu auch FN 10.

<sup>16</sup> Ausschlaggebend für die Zuordnung an ein Handelssegment der SWX Europe und nicht an die SIX Swiss Exchange war grundsätzlich die Indexzugehörigkeit. Sämtliche SMI/SLI-Titel wurden der SWX Europe zugeordnet. Die Emittenten konnten wählen, in welchem der beiden Segmente sie zum Handel zugeordnet wurden, wobei ursprünglich (d.h. per 1. Juli 2005) eine automatische Zuordnung ins EURM-Segment erfolgte, wenn die Emittenten passiv blieben.

<sup>17</sup> Siehe dazu hinten III.1.3.

<sup>18</sup> In vorliegendem Zusammenhang sind die EU-Prospektrichtlinie, die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie und die EU-Transparenzrichtlinie angesprochen. Allfällige Auswirkungen der MiFID für Emittenten, die in der Finanzindustrie beheimatet sind, werden in vorliegendem Beitrag nicht behandelt.

<sup>19</sup> Vgl. zur Nichtanwendbarkeit der EU-Prospekt-, EU-Transparenz- und EU-Marktmissbrauchsrichtlinie für im UKERM-Segment zum Handel zugelassene Titel etwa auch REUTTER/RASMUSSEN (FN 4), 4 f.

<sup>20</sup> Vgl. dazu Art. 8 BEHG i.V.m. Art. 2 KR.

<sup>21</sup> Diese waren in The Rules of SWX Europe festgelegt.

Zulassungsstelle bleiben somit nach der Repatriierung grundsätzlich unverändert. Die Beteiligungsrechte der entsprechenden Emittenten sind weiterhin im Hauptsegment bzw. nach Inkrafttreten des revidierten KR im *Main Standard* der SIX Swiss Exchange kotiert<sup>22</sup>.

Zu berücksichtigen bleibt in diesem Zusammenhang, dass Emittenten, welche ein öffentliches Angebot von Wertpapieren im EU-Raum vornehmen, weiterhin der EU-Prospektrichtlinie und damit insbesondere der Prospektpflicht unterstehen. Dies gilt sowohl für ehemals im UKERM-Segment wie auch für schon immer an der SIX Swiss Exchange gehandelte Emittenten.

Obwohl dies für den Emittenten grundsätzlich nicht massgebend ist, sei der Vollständigkeit halber darauf hingewiesen, dass die Aktien handelstechnisch im Swiss Blue Chip Segment zum Handel zugeordnet werden. Dies ist für die *Teilnehmer und deren Händler* bedeutsam, weil für die im Swiss Blue Chip Segment gehandelten Beteiligungspapiere grundsätzlich nicht die Handelsregeln gemäss den AGB und den Ausführungsbestimmungen (insbesondere Weisungen und Trading Guides), sondern die im Transitional Rule Book for Blue Chip Trading festgelegten Handelsregeln und die entsprechenden Swiss Blue Chip Segment Directives gelten. Mit diesem Vorgehen konnte sichergestellt werden, dass die ehemaligen Handelsregeln der SWX Europe (Rules of SWX Europe) praktisch unverändert ins Schweizer Recht überführt werden konnten, und die Teilnehmer, die für die Liquidität des Marktes sehr wichtig sind, keine technischen Anpassungen an ihren Handelssystemen vornehmen mussten.

## 1.2 Ursprünglich im EURM-Segment zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte

Beim EURM-Segment handelte es sich um einen geregelten Markt i.S. der einschlägigen EU-Richtlinien.<sup>23</sup> Die Zulassung von Beteiligungsrechten zum Handel an einem geregelten Markt löst u.a. grundsätzlich die Prospektpflicht aus.<sup>24</sup> Die unter Schweizer Recht stehenden zusätzlichen Voraussetzungen für eine Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SIX Swiss Exchange und die Zulassung zum Handel im EURM-Segment, welche im Zusatzreglement für die Kotierung im «EU-kompatiblen» Segment der SIX Swiss Exchange («ZR EU») geregelt waren<sup>25</sup>, sowie deren Aufrechterhaltung (siehe dazu hinten III.2.2) entsprachen materiell im Wesent-

lichen EU-Recht, für den Prospekt insbesondere der EU-Prospektrichtlinie.<sup>26</sup>

Das Verfahren für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SIX Swiss Exchange und für die Zuordnung zum Handel im EURM-Segment der SWX Europe zeichnete sich deshalb durch eine Parallelkompetenz der SIX Swiss Exchange bzw. deren Zulassungsbehörde und der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats<sup>27</sup> des Emittenten innerhalb der EU (i.d.R. die FSA) aus. Während die SIX Swiss Exchange die Bedingungen für die Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SIX Swiss Exchange, die Zulassung zum Handel im EURM-Segment der SWX Europe und die Abnahme des Kotierungsprospekts nach Schweizer Recht<sup>28</sup> und Regulierung überprüfte, kontrollierte und bewilligte die kompetente EU-Behörde die Erstellung des Prospekts gemäss EU-Recht (insbesondere gemäss der EU-Prospektrichtlinie).<sup>29</sup> Die SIX Swiss Exchange hatte sich im Rahmen eines *exchange of letters* mit der FSA als der i.d.R. kompetenten EU-Behörde auf ein entsprechend koordiniertes und effizientes Verfahren geeinigt.<sup>30</sup>

Jeder Emittent, dessen neue Beteiligungsrechte im EURM-Segment zum Handel zugelassen werden sollten, hatte somit bei Primärkotierungen, bei denen eine Prospektpflicht bestand, den Prospekt nicht nur von der SIX Swiss Exchange, sondern auch von der kompetenten EU-Behörde kontrollieren und bewilligen zu lassen. Dies galt unabhängig davon, ob ein öffentliches Angebot von Beteiligungsrechten (faktisch) lediglich in der Schweiz erfolgte oder auch in einem EU- oder EWR-Staat, weil die Zulassung von Beteiligungsrechten zum Handel an einem geregelten Markt gemäss EU-Prospektrichtlinie eine Prospekt- und damit auch eine entsprechende Bewilligungspflicht auslöst.

Hauptvorteil dieses aufwändigen Verfahrens und der zusätzlichen Anforderungen an den Prospekt war der sog. Emittenten-Pass.<sup>31</sup> Dieser Emittenten-Pass ermöglichte es einem Emittenten, nach Erhalt der Bewilligung des Prospekts durch die kompetente EU-Behörde die Beteiligungsrechte auch in anderen EU/EWR-Staaten öffentlich anzubieten oder an einem geregelten Markt eine Handelszulassung zu erlangen (*sog. Passporting*). Voraussetzung dafür ist einzig eine formelle Benach-

<sup>22</sup> Vgl. dazu auch die Mitteilung des Regulatory Board Nr. 1/2009 (FN 11).

<sup>23</sup> Streng genommen war die SWX Europe als Recognised Investment Exchange (RIE) ein geregelter Markt (und nicht alleine das EURM-Segment).

<sup>24</sup> Art. 3 Abs. 3 EU-Prospektrichtlinie.

<sup>25</sup> Vgl. insb. auch die ehemaligen und mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzten Schemata G und H.

<sup>26</sup> Vgl. dazu MARKUS BRÄNDLE/FRANCESCA IMBACH, Verfahrensrechtliche Aspekte der Kotierung bzw. Zulassung für SMI-Emittenten, GesKR 1/2007, 54 ff.

<sup>27</sup> Siehe dazu hinten III.1.3.

<sup>28</sup> Die bereits erwähnten Zulassungsregeln der SWX Europe, welche unter britischem Recht stehen, waren in diesem Zusammenhang aus Emittentensicht kaum bedeutsam.

<sup>29</sup> Vgl. dazu auch die ehemalige und mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzte Richtlinie betr. das Verfahren zur Kotierung im «EU-kompatiblen» Segment der SIX Swiss Exchange. Für eine Übersicht über das vor der Repatriierung anwendbare praktische Verfahren vgl. insb. BRÄNDLE/IMBACH (FN 26), 54 ff.

<sup>30</sup> Vgl. dazu insb. BRÄNDLE/IMBACH (FN 26), 55 ff.

<sup>31</sup> So auch BRÄNDLE/IMBACH (FN 26), 54 f.

richtung der entsprechenden Behörde des Aufnahme-mitgliedsstaats<sup>32</sup>, in welchem das öffentliche Angebot bzw. die Handelszulassung erfolgen sollte. Zudem kann diese Behörde verlangen, dass eine Zusammenfassung des Prospekts in einer offiziellen Landessprache verfasst und dem Prospekt hinzugefügt wird.<sup>33</sup>

Mit der Repatriierung sind nun die im ZR EU (und insbesondere auch Schema G und H) festgeschriebenen, dem EU-Recht angepassten zusätzlichen Erfordernisse weggefallen, was den Inhalt des Prospekts anbelangt. Zudem ist auch die Kontroll- und Bewilligungspflicht des Prospekts durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats, welche den Prospekt auf Einhaltung des EU-Rechts überprüft, obsolet geworden.

Das Erstellen der Dokumentation und das Verfahren für die Kotierung von Beteiligungsrechten hat sich deshalb mit der Repatriierung erheblich vereinfacht. Zudem ist es einem Emittenten wieder möglich, ein rein schweizerisches öffentliches Angebot von Beteiligungsrechten zu machen, ohne die kompetente EU-Behörde miteinbeziehen zu müssen, da die SIX Swiss Exchange bzw. deren Segmente keine geregelten Märkte i.S. der EU-Richtlinien darstellen. Der Emittent hat somit die Option auf ein einfacheres und weniger aufwändiges Verfahren bei einem rein schweizerischen öffentlichen Angebot, gleichzeitig bleibt ihm aber die bisher bestehende Möglichkeit eines öffentlichen Angebots oder einer Zulassung an einem geregelten Markt in der EU weiterhin offen.

Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass Emittenten – wie etwa ABB und Adecco –, deren Aktien auch nach der Repatriierung an einem geregelten Markt zum Handel zugelassen sind<sup>34</sup>, weiterhin in jedem Fall auch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats miteinbeziehen müssen und auch die EU-Prospektrichtlinie weiterhin Geltung beansprucht. Ein rein schweizerisches öffentliches Angebot ohne die Pflicht, einen Prospekt zu verfassen, der auch der EU-Prospektrichtlinie entspricht, ist somit in diesen Fällen nicht möglich.

Schliesslich gilt, wie bereits bei den Ausführungen zu ursprünglich im UKERM-Segment zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte dargelegt, dass die Beteiligungsrechte von ursprünglich im EURM-Segment zugelassenen Titeln handelstechnisch mit der Repatriierung neu dem Swiss Blue Chip Segment der SIX Swiss Exchange zugeordnet sind<sup>35</sup>.

### 1.3 Herkunftsmitgliedstaat und entsprechende zuständige Behörde

Gemäss Art. 2 Abs. 1 lit. m (iii) EU-Prospektrichtlinie gilt als Herkunftsmitgliedstaat für alle Drittstaats-emittenten, also bspw. schweizerische Emittenten, von Wertpapieren je nach Wahl des Emittenten, des Anbieters bzw. der die Zulassung beantragenden Person entweder der Mitgliedstaat, in dem die Wertpapiere erstmals nach dem Inkrafttreten dieser Richtlinie öffentlich angeboten werden, oder der Mitgliedstaat, in dem der erste Antrag auf Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt gestellt wird, vorbehaltlich einer späteren Wahl durch den Drittstaats-emittenten, wenn der Herkunftsmitgliedstaat nicht gemäss seiner Wahl bestimmt wurde.

Ein am 1. Juli 2005 im EU-kompatiblen Segment der SWX Europe (bzw. damals virt-x) zugelassener Emittent fixierte Grossbritannien als seinen Herkunftsmitgliedstaat, sofern er weder ein öffentliches Angebot von Wertpapieren im Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2003 und 31. Dezember 2005 vorgenommen hatte, noch bereits an einem anderen geregelten Markt der EU zugelassen war. Bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren im Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2003 und dem 31. Dezember 2005 bzw. bei einer am 1. Juli 2005 bestehenden Handelszulassung an einem anderen geregelten EU-Markt konnte der Emittent zwischen den entsprechenden Staaten als Herkunftsmitgliedstaaten wählen, wobei er sein Wahlrecht bis zum 31. Dezember 2005 auszuüben hatte.<sup>36</sup>

Wurde ein Emittent nach dem 1. Juli 2005 aufgrund eines Antrags auf Zulassung in das EURM-Segment aufgenommen, so wählte er grundsätzlich Grossbritannien als Herkunftsmitgliedstaat und damit die FSA als zuständige Behörde (*competent authority of the home member state*), sofern nicht bereits eine Behörde eines anderen EU-Mitgliedsstaats aufgrund einer weiteren Handelszulassung oder eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren fixiert worden war.

Grundsätzlich ändert sich für die Schweizer Emittenten mit der Repatriierung nichts an der für sie zuständigen Behörde und am einmal gewählten Herkunftsmitgliedstaat. In den allermeisten Fällen wird deshalb die FSA bspw. bei zukünftigen öffentlichen Angeboten im EU-Raum weiterhin die für die Genehmigung des Prospekts zuständige Behörde sein. Allerdings lässt sich hier u.E. auch argumentieren, dass diejenigen Emittenten, die per 1. Juli 2005 automatisch dem EURM-Segment zugeordnet wurden und danach die zuständige Behörde nie aktiv in Anspruch genommen haben (also kein öffentliches Angebot und keine Handelszulassung im EU-Raum be-

<sup>32</sup> Vgl. zur Terminologie Art. 2 Abs. 1 lit. n EU-Prospektrichtlinie.

<sup>33</sup> Vgl. dazu insb. Kapitel IV und V EU-Prospektrichtlinie.

<sup>34</sup> Adecco bei Euronext in Frankreich und ABB bei der Stockholm Stock Exchange in Schweden.

<sup>35</sup> Siehe dazu III. 1. A in fine.

<sup>36</sup> Vgl. dazu auch DOROTHEE FISCHER-APPELT/OLIVIER FAVRE, Anwendungsbereich der EU-Prospektrichtlinie, ST 1-2, 53; REUTTER/RASMUSSEN (FN 4), 6, m.w.H.

antrag haben), bisher noch gar keine zuständige Behörde gewählt haben.

#### 1.4 Vorgehen bei zukünftigen öffentlichen Angeboten im EU-Raum oder Handelszulassungen an einem geregelten Markt

Sollte ein Emittent, unabhängig davon, ob seine Beteiligungspapiere vor der Repatriierung im UKERM-Segment oder im EURM-Segment der SWX Europe zum Handel zugelassen waren, ein öffentliches Angebot (auch) in einem EU/EWR-Staat oder eine Handelszulassung an einem geregelten Markt anstreben, hat er neben der SIX Swiss Exchange auch die schon bisher für ihn zuständige Behörde des bereits gewählten Herkunftsmitgliedstaats in den Prozess einzubeziehen.<sup>37</sup> Wie am Ende vom vorigen Kapitel ausgeführt, steht es den Emittenten, welche bis dato die zuständige Behörde noch nicht aktiv in Anspruch genommen haben, u.U. offen, eine zuständige Behörde «neu» zu wählen. Zu dieser Frage wird die Praxis zeigen, was die Haltung insbesondere der FSA ist. Sobald der Prospekt von dieser Behörde bewilligt wird, steht ihm wie bisher auch das *Passporting* zur Verfügung.

Schliesslich ist davon auszugehen, dass die SIX Swiss Exchange weiterhin akzeptieren wird, dass ein Prospekt gemäss der EU-Prospektrichtlinie (mit Blick auf ein geplantes öffentliches Angebot auch im EU-Raum) und der Kotierungs- und Emissionsprospekt gemäss dem Kotierungsreglement und Art. 652a bzw. Art. 1156 OR in einem einzigen Dokument vereint werden. Allerdings wird die Zulassungsbehörde der SIX Swiss Exchange einen selbständigen Beschluss über die Abnahme des Prospekts fällen, unabhängig davon, ob die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats den Prospekt bereits genehmigt hat.

## 2. Sekundärmarkt

Im Folgenden werden die rechtlichen Konsequenzen der Repatriierung der Beteiligungsrechte Schweizer Blue Chip Unternehmen für den Sekundärmarkt untersucht. Wiederum gilt es zu unterscheiden, in welchem bisherigen Handelssegment die jeweiligen Aktien vor der Repatriierung gehandelt wurden.

### 2.1 UKERM-Segment

Wie bereits erwähnt, waren im UKERM-Segment die EU-Prospektrichtlinie, die EU-Transparenzrichtlinie und die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie nicht anwendbar, weil diese an das Vorhandensein eines geregel-

ten Marktes anknüpfen.<sup>38</sup> Für den Sekundärmarkt im UKERM galt somit in erster Linie Schweizer Recht, insbesondere das BEHG und die Regularien der SIX Swiss Exchange.

Neben dem Schweizer Recht galt aber teilweise auch britisches Recht. Der Handel mit Beteiligungsrechten im UKERM-Segment unterstand den britischen Vorschriften betreffend Insiderhandel, Kursmanipulation und Marktmissbrauch («UK Market Abuse Regime»)<sup>39</sup> Der Tatbestand etwa des Insiderhandels ist im britischen Recht weiter gefasst als im schweizerischen Recht, dies auch nach der Revision von Art. 161 StGB, welche seit 1. Oktober 2008 in Kraft ist. Auch der Tatbestand der Kursmanipulation ist unter britischem Recht massgebend.

Vor der Repatriierung stellten sich nebst dem breiteren Anwendungsbereich des UK Market Abuse Regimes aber auch weitere schwierige Abgrenzungsfragen, auf die hier nicht näher eingegangen werden kann; zudem kam es zu Überlappungen zwischen dem britischen und schweizerischen Recht.<sup>40</sup>

Mit der Repatriierung fällt die Anwendung britischen Rechts gänzlich dahin. Aus Sicht der Emittenten ist dies positiv zu vermerken, weil damit heikle Abgrenzungsfragen hinfällig werden und das kompliziertere britische Regime nicht mehr anwendbar ist. Aus Emittentensicht hat die Repatriierung die Rechtssicherheit deshalb erhöht.

### 2.2 EURM-Segment

Emittenten, deren Beteiligungsrechte im EU-kompatiblen Segment der SIX Swiss Exchange kotiert waren und die somit im EURM-Segment der SWX Europe gehandelt wurden, unterstanden im Rahmen des Sekundärmarkts der Richtlinie betr. Anforderungen an die Aufrechterhaltung der Kotierung im EU-kompatiblen Segment der SIX Swiss Exchange («RA EU»)<sup>41</sup>. Dabei handelte es sich letztlich um die nationale Umsetzung der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie und der EU-Transparenzrichtlinie in die unter Schweizer Recht stehende Selbstregulierung der SIX Swiss Exchange. Des Weiteren hatten die Emittenten im Hinblick auf den Sekundärmarkt die EU-Transparenzrichtlinie und die EU-

<sup>37</sup> Siehe zum Herkunftsmitgliedstaat und der entsprechenden zuständigen Behörde vorstehendes Kapitel III.1.3.

<sup>38</sup> Der Klarheit halber sei betont, dass die EU-Prospektrichtlinie auch Anwendung fand auf Emittenten, deren Beteiligungsrechte im UKERM-Segment zum Handel zugelassen waren, sofern sie Handlungen vornahmen, die als «öffentliches Angebot von Wertpapieren» gemäss EU-Prospektrichtlinie angesehen werden konnten. Gleiches galt und gilt im Übrigen auch für Emittenten, deren Beteiligungsrechte an der SIX Swiss Exchange gehandelt werden. Dies betrifft aber den Primär- und nicht den Sekundärmarkt.

<sup>39</sup> Vgl. etwa auch REUTTER/RASMUSSEN (FN 4), 12.

<sup>40</sup> Vgl. dazu etwa die ausser Kraft gesetzten Rules of SWX Europe, Legal basis for all transactions on SWX Europe – Market segments; vgl. ferner zur Situation zum Zeitpunkt der Etablierung der virt-x MALACRIDA (FN 2), 802 ff.

<sup>41</sup> Mit Repatriierung ausser Kraft gesetzt.

Marktmissbrauchsrichtlinie bzw. die jeweilige nationale Umsetzung dieser Richtlinien am Ort des geregelten Marktes, hier also London, zu beachten.<sup>42</sup>

Auch wenn die meisten Emittenten, deren Beteiligungspapiere im EURM-Segment gehandelt wurden, gegenwärtig in Bezug auf gewisse zusätzliche Anforderungen, die in der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie festgehalten sind, bis zum Zeitpunkt der Repatriierung noch vom sog. *grandfathering* profitierten<sup>43</sup>, hatten diese bereits einen zusätzlichen Aufwand zu leisten, um ihre Verpflichtungen aufgrund des Handels ihrer Effekten im EURM-Segment der SWX Europe erfüllen zu können.<sup>44</sup> In diesem Zusammenhang seien namentlich die folgenden Verpflichtungen erwähnt, die mit der Repatriierung nun alle wegfallen:

- **Interim Management Statements:** Emittenten, die keine Quartalsberichte publizieren, mussten zweimal jährlich Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung (Interim Management Statements) veröffentlichen.<sup>45</sup> Es ist wohl davon auszugehen, dass Emittenten, welche solche *Interim Management Statements* veröffentlichten und die nicht sowieso Quartalsberichte publizieren, inskünftig darauf verzichten werden. Zumindest gäbe es keinen verbindlichen Standard bzw. keine verbindlichen Vorgaben mehr und deren Einhaltung würden auch von keiner Behörde kontrolliert. Es gilt diesbezüglich aber zu betonen, dass die meisten Blue Chip Unternehmen in ihrer Berichterstattung sowieso Quartalsberichte erstellen und dies auch weiterhin tun werden.
- **Finanzberichterstattung:** Die ausser Kraft gesetzte RA EU sah vor, dass der Jahres- und Halbjahresfinanzbericht einen gewissen Minimalinhalt, der im Wesentlichen dem auf EU-Ebene geforderten Management Report entsprach, aufweisen muss.<sup>46</sup> Dabei handelte es sich um eine zusätzliche Anforderung

zur Regelung für Emittenten, deren Titel nicht im EURM-Segment gehandelt wurden.

Auch diesbezüglich wird sich zeigen, ob die Emittenten den höheren Standard weiterhin einhalten werden. Rechtlich besteht keine diesbezügliche Pflicht, und es gilt wohl dasselbe wie für die Management Interim Reports: Einen Standard einzuhalten, den es nicht mehr gibt und dessen Einhaltung auch von keiner Behörde kontrolliert wird, wird Wenigen opportun erscheinen. Relativierend gilt es aber auch hier zu betonen, dass die meisten betroffenen Emittenten in ihrer Berichterstattung sowieso über das geforderte Minimum hinausgehen und dies auch weiterhin tun werden.

- **Insiderlisten:** Emittenten, welche nicht mehr vom *grandfathering* profitierten<sup>47</sup>, mussten gemäss Art. 6 Abs. 3 (Unterabsatz 3) EU-Marktmissbrauchsrichtlinie bzw. der entsprechenden nationalen Umsetzung ein Verzeichnis der Personen führen, die für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätig sind und Zugang zu Insider-Informationen haben (Insiderlisten). Die Einführung einer Pflicht zur Führung von Insiderlisten wurde in den vergangenen Monaten im Rahmen der Revision des Kotierungsreglements diskutiert. Inzwischen wurde aber entschieden, von der Einführung einer solchen Pflicht abzusehen. Gemäss geltendem Regime sind die Emittenten aufgrund der Reglemente der SIX Swiss Exchange nicht verpflichtet, Insiderlisten zu führen.
- **Managementtransaktionen:** Emittenten, welche nicht mehr vom *grandfathering* profitierten<sup>48</sup>, unterlagen der in Art. 6 Abs. 4 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie festgeschriebenen Offenlegungspflicht von Managementtransaktionen.<sup>49</sup> Diese bzw. die entsprechende nationale Umsetzung ist strenger als ihr schweizerisches Pendant gemäss Art. 74a KR. Bei der EU-Regelung besteht kein Freibetrag für die Publikation der Offenlegung<sup>50</sup>, die betreffenden Personen werden di-

<sup>42</sup> Das EURM-Segment galt als geregelter Markt und somit waren die angesprochenen EU-Richtlinien anwendbar (siehe dazu bereits vorne III.1.2). Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass für Emittenten, deren kompetente EU-Behörde die FSA ist, gewisse Bestimmungen der britischen Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie (Disclosure and Transparency Rules – DTR) nicht galten, da die entsprechenden Schweizer Regelungen als gleichwertig betrachtet wurden.

<sup>43</sup> Solange ein Emittent keine aktiven Schritte unternahm, um eine Handelszulassung an einem geregelten Markt zu beantragen oder zu genehmigen, waren gewisse in der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie festgelegte Emittentenpflichten noch nicht anwendbar. Dabei handelt es sich um das sog. *grandfathering* (vgl. Art. 9 Abs. 3 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie).

<sup>44</sup> Vereinzelt kam es wohl deshalb auch zu *opting-downs* vom EURM-Segment ins UKERM-Segment gemäss Art. 32 aZR EU, wobei uns die genauen Beweggründe nicht in jedem Fall bekannt sind.

<sup>45</sup> Vgl. dazu Rz 9 ff. RA EU (mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzt).

<sup>46</sup> Vgl. dazu Rz 4 ff. RA EU (mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzt).

<sup>47</sup> Vgl. dazu Rz 12 f. RA EU (mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzt).

<sup>48</sup> Vgl. dazu Rz 12 f. RA EU (mit der Repatriierung ausser Kraft gesetzt). Art. 9 Abs. 3 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie sieht einen Aufschub der Anwendbarkeit nur für Art. 6 Abs. 1–3 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie vor. Gemäss Auffassung der FSA und SIX Swiss Exchange handelt es sich hierbei jedoch um ein redaktionelles Versehen. Art. 9 Abs. 3 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie verweist somit auch auf Art. 6 Abs. 4 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (vgl. hierzu auch REUTTER/RASMUSSEN (FN 4), 9 Fn 24. Rückhalt für diese Auffassung findet sich in der britischen Umsetzung in Section 3.1.1 DTR und den Definitionen *applicant* und *issuer* im zugehörigen Glossar, welche für die Anwendbarkeit der Bestimmungen betr. Managementtransaktionen eine Art. 9 Abs. 3 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie ähnliche Formulierung verwenden.

<sup>49</sup> Vgl. dazu Art. 25 aZR EU.

<sup>50</sup> Die Möglichkeit, Transaktionen unter EUR 5000 von der Meldepflicht auszunehmen, wurde im Rahmen der britischen Ausführungsbestimmung nicht wahrgenommen (vgl. dazu Art. 6 Ziff. 2 Commission Directive 2004/72/EC i.V.m. DTR 3).

rekt (persönlich) in die Pflicht genommen und die Veröffentlichung der Offenlegungsmeldung kann nicht ohne Namensnennung erfolgen.<sup>51</sup> Als anschauliches Beispiel mag die Offenlegung der Managementtransaktion vom 6. November 2008 von Rainer-Marc Frey in seiner Funktion als Verwaltungsratsmitglied der UBS AG dienen, welche in den Medien hohe Wellen geschlagen hat. Die UBS AG meldete diese Managementtransaktion im November an das BaFin als der zuständigen Behörde des Herkunftsstaates, weshalb Herr Frey namentlich erwähnt werden musste, was unter dem Schweizer Regime betreffend Managementtransaktionen nicht der Fall gewesen wäre. Herr Frey hätte deshalb nach den Schweizer Bestimmungen zu Managementtransaktionen anonym bleiben können. Des Weiteren wird in der EU der meldepflichtige Personenkreis weitergezogen als in der Schweiz. Während die Regelung der SIX Swiss Exchange lediglich die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung einbezieht, sieht die Regelung der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie vor, dass alle Personen, die innerhalb eines Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen, meldepflichtig sind.<sup>52</sup> Ebenfalls werden Personen meldepflichtig, welche in einer engen Beziehung zu den vorgenannten Personen stehen.<sup>53</sup> Die Offenlegung von Managementtransaktionen gemäss Art. 74a KR bezieht Drittpersonen nur insofern mit ein, als Transaktionen von solchen Drittpersonen direkt oder indirekt das Vermögen einer meldepflichtigen Person betreffen oder die jeweilige Transaktion einer Drittperson massgeblich auf dem Willensentscheid einer meldepflichtigen Person beruht.

- **Ad hoc-Publizität:** Emittenten, welche nicht mehr vom *grandfathering* profitierten<sup>54</sup>, hatten ihre Ad hoc-Mitteilungen grundsätzlich ebenfalls gemäss den Bestimmungen der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie zu publizieren. Auch wenn Art. 72 KR von der SIX Swiss Exchange als äquivalent zur britischen Umsetzung qualifiziert wird<sup>55</sup>, empfahl

es sich, die Ad hoc-Mitteilung via den sog. regulatory information service («RIS») vorzunehmen. Unterschiede der schweizerischen Regelung und britischen Regelung ergaben sich v.a. betreffend Zeitpunkt der Meldung.

Schliesslich sei, wie im Zusammenhang mit dem UKERM-Segment bereits erwähnt, auf das britische Market Abuse Regime hingewiesen. Dieses ist strenger als die entsprechenden schweizerischen Regeln und gelangte für Titel, die im EURM-Segment gehandelt wurden, neben der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie bzw. deren nationaler Umsetzung zur Anwendung.

Die Repatriierung der im EURM-Segment gehandelten Beteiligungsrechte an die SIX Swiss Exchange hat somit zur Folge, dass die Titel neu nicht mehr an einem geregelten Markt gehandelt werden. Die damit zusammenhängenden zusätzlichen Anforderungen seitens der EU fielen weg, und die entsprechenden Regularien der SIX Swiss Exchange, die das EU-Recht materiell umsetzten, konnten aufgehoben werden.

Dies hat aus rechtlicher Sicht für die Emittenten zur Folge, dass die oben angesprochenen zusätzlichen und teilweise relativ weitgehenden Anforderungen an die Aufrechterhaltung der Kotierung im EU kompatiblen Segment und an die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt wegfallen<sup>56</sup>. Überdies ist auch das britische Market Abuse Regime nicht mehr anwendbar.

### 3. Zusammenfassung

Die Änderungen für die Emittenten aufgrund der Repatriierung können im Wesentlichen wie folgt zusammengefasst werden:

<sup>51</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 4 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie und die britische Umsetzung in Section 3 DTR; vgl. dazu ferner auch REUTER/RASMUSSEN (FN 4), 33, m.w.H.

<sup>52</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 4 EU-Marktmissbrauchsrichtlinie.

<sup>53</sup> Die britische Umsetzung spricht von *connected persons* (vgl. dazu Section 3.1.2 DTR). Eine Definition findet sich im zugehörigen Glossar.

<sup>54</sup> Vgl. dazu Rz 12 f. RA EU (mit Repatriierung ausser Kraft gesetzt). Unklar war, ob die Ad hoc-Publizität nicht auch für Emittenten, welche noch vom *grandfathering* profitierten, galt. Das britische Recht knüpft die Anwendung von Section 2 DTR (Disclosure and control of inside information by issuers) alleine an die Zulassung zum Handel an einem regulierten Markt in Grossbritannien (vgl. dazu Section 1.1.1(1) i.V.m. Section 2.2.2 DTR).

<sup>55</sup> Vgl. dazu Rz 16 RA EU (mit Repatriierung ausser Kraft gesetzt). Allerdings findet sich auf der Homepage der FSA, wo die als äquivalent betrachteten Regeln von nicht Mitgliedstaaten (und nicht EWR-Staaten) aufgeführt sind, keine entsprechende Information (<[http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non\\_eea/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Doing/UKLA/company/non_eea/index.shtml)>). Die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie kennt

denn auch keine Art. 23 EU-Transparenzrichtlinie entsprechende Möglichkeit, gewisse Bestimmungen von Drittstaaten als äquivalent zu betrachten.

<sup>56</sup> Vgl. dazu auch die Mitteilung des Regulatory Board Nr. 1/2009 (FN 11).

	Emittenten, deren Aktien vor der Repatriierung im UK Exchange Regulated Market Segment gehandelt wurden	Emittenten, deren Aktien vor der Repatriierung im EU Regulated Market Segment <sup>57</sup> gehandelt wurden
<b>Primärmarkt</b>	Keine Konsequenzen.	Wegfall der Anforderung, bei rein schweizerischem öffentlichem Angebot einen Prospekt gemäss EU-Prospektrichtlinie zu erstellen. Wegfall des Erfordernisses der Kontrolle und Bewilligung des Prospekts durch die FSA bzw. eine andere kompetente EU-Behörde bei rein schweizerischem öffentlichem Angebot. Weiterhin Bestehen der bisherigen Möglichkeit eines öffentlichen Angebots in der EU oder einer Handelszulassung an einem geregelten Markt (inkl. Passporting). Diesfalls ist wie bereits unter geltendem Regime die Bewilligung des Prospekts durch die kompetente EU-Behörde einzuholen.
<b>Sekundärmarkt</b>	Strengeres UK Market Abuse Regime nicht mehr anwendbar. Wegfall der Rechtssicherheit betreffend Abgrenzungsfragen und Anwendbarkeit britischen Rechts insb. betr. Insiderhandel, Kursmanipulation und Marktmissbrauch.	Strengeres UK Market Abuse Regime nicht mehr anwendbar. Einschlägige EU-Richtlinien (EU-Transparenzrichtlinie, EU-Marktmissbrauchsrichtlinie) nicht mehr anwendbar. Dadurch Wegfall der in diesen Richtlinien enthaltenen zusätzlichen Anforderungen an die Aufrechterhaltung der Kotierung und Zulassung zum Handel (wie z.B. Interim Management Statements, erweiterte Finanzberichterstattung, Insiderlisten, erweiterte Offenlegung von Managementtransaktionen, Publikation von Ad hoc-Mitteilungen via RIS).

Aus der tabellarischen Übersicht lässt sich schliessen, dass die Repatriierung im Sekundärmarkt des UKERM-Segments sowie insbesondere im Primär- und Sekundärmarkt des EURM-Segments eine Vereinfachung der anwendbaren Verfahren und eine Reduzierung des Aufwands für die Emittenten mit sich gebracht hat. Zudem ergibt sich im Primärmarkt für Emittenten, die bis anhin im EURM-Segment zum Handel zugelassen waren, neu die Möglichkeit, ein – genehmigungsbezogen – rein schweizerisches öffentliches Angebot zu lancieren, wobei die Option, ein Angebot in einem EU-Land zu unterbreiten (mit sämtlichen Vorteilen wie insbesondere *Passporting*), weiterhin erhalten bleibt.

#### IV. Mögliche Nachteile der Repatriierung?

Für die SIX Swiss Exchange und für den Finanzplatz Schweiz ist die Repatriierung des Swiss Blue Chip Han-

dels von London in die Schweiz ein bedeutsamer Schritt. Mit Blick auf die Frage, ob es ein Schritt in die richtige Richtung war, soll abschliessend angesprochen werden, welches die etwaigen Nachteile für die Emittenten sind.

Ein Nachteil könnte sich etwa daraus ergeben, dass die zuständige Behörde des Herkunftsstaates bei Emittenten, deren Beteiligungsrechte bis anhin im EURM-Segment zum Handel zugelassen waren, unter dem neuen Regime den Prospekt nicht mehr zwingenderweise überprüfen und genehmigen muss und dem Emittenten die Möglichkeit des *Passporting* damit verwehrt bleibt. Hier ist allerdings klarzustellen, dass die Möglichkeit des *Passporting* weiterhin besteht. Denn falls der Emittent ein öffentliches Angebot im EU-Raum plant, hat er den Prospekt nach wie vor auch durch die für ihn zuständige Behörde des Herkunftsstaates genehmigen zu lassen. Es handelt sich, wie bereits oben gezeigt, um dieselbe Behörde wie bis anhin. Ein *Passporting* ist bei einem auf diese Weise genehmigten Prospekt weiterhin möglich. Dem Emittenten steht unter dem neuem Regime bei Primärmarkttransaktionen aber v.a. die zusätzliche Möglichkeit offen, ohne Involvierung nicht-schweizerischer Behörden lediglich in der Schweiz ein öffentliches Angebot für neue Beteiligungsrechte zu unterbreiten und im Ausland allenfalls Privatplatzierungen in Übereinstimmung mit den entsprechenden *safe harbour* Bestimmungen der EU-Prospektrichtlinie oder der entsprechenden US Securities Laws (d.h. Angebote basierend auf Rule 144A und/oder Regulation S) vorzunehmen. Als Folge davon wird ein schnellerer und kostengünstigerer Zugang zum Kapitalmarkt gewährleistet.

Bezüglich des Sekundärmarkts könnte u.U. nachteilig sein, dass sich der Regulierungsstandard mit der Repatriierung insgesamt senkt. Hier liegt es v.a. an der FINMA und dem Gesetzgeber, Gegensteuer zu geben, falls sich dieser Umstand als Nachteil herausstellen sollte. Immerhin kann aber auch angeführt werden, dass der Regulierungsstandard der SIX Swiss Exchange nicht durchwegs tiefer ist als derjenige gemäss europäischem Gemeinschaftsrecht. So wird, wie bereits ausgeführt, etwa die Ad hoc Pflicht gemäss KR etwa von der FSA als äquivalent zur britischen Umsetzung der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie angesehen. In anderen Bereichen besteht aber sicherlich noch Aufholbedarf, so insbesondere in Bezug auf griffige Bestimmungen zur Bekämpfung von Marktmanipulation und Insiderhandel. Bezüglich Letzterem kann die im Oktober 2008 in Kraft getretene Teilrevision des Insiderstrafatbestands als Schritt in die richtige Richtung gewertet werden. Theoretisch könnte der in gewissen Bereichen tiefere Regulierungsstandard den Emittenten insofern zum Nachteil gereichen, als dass u.U. gewisse Anlagefonds in ihren Anlagerichtlinien vorsehen, dass nur in Beteiligungsrechte investiert werden darf, welche dem EU-Standard entsprechen. Uns sind allerdings keine solche Anlagefonds bekannt. Neben diesem möglichen

<sup>57</sup> Die Ausführungen in dieser Spalte treffen grundsätzlich nur auf Emittenten zu, welche ihre Aktien nicht weiterhin an einem geregelten Markt zum Handel zugelassen haben.

Nachteil gilt es aber insbesondere zu betonen, dass die Repatriierung einfachere Verhältnisse bezüglich der anwendbaren Bestimmungen schafft und regulatorische Konflikte zwischen verschiedenen Rechtsordnungen und Aufsichtsbehörden reduziert werden. Dies dürfte die Rechtssicherheit für die Emittenten steigern und sich auch auf der Kostenseite positiv auswirken.

Entscheidend für den Erfolg der Repatriierung wird mittel- und langfristig sein, ob es der SIX Swiss Exchange gelingen wird, genügend Liquidität im Markt aufrechtzuerhalten und diese weiter auszubauen. Wie eingangs dieses Beitrags bereits erwähnt, ist die Liquidität des Handels für die SIX Swiss Exchange ein wichtiger Erfolgsfaktor. Die Börse hat die dafür notwendigen Schritte an die Hand genommen. Insbesondere wurde den bisherigen Teilnehmern der SWX Europe, welche nicht auch über eine Teilnehmerschaft an der SIX Swiss Exchange verfügen (*remote members*), eine Übergangsteilnehmerschaft<sup>58</sup> bis zur Umsetzung der sich in Planung befindenden Totalrevision der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SIX Swiss Exchange ermöglicht. Auch wurde für den Erhalt der für die Teilnehmerschaft an der SIX Swiss Exchange notwendigen Effekthändlerbewilligung als ausländisches Börsenmitglied im Sinne von Art. 53 BEHV ein (mit der FINMA abgesprochenes) effizientes und schnelles Verfahren festgelegt. Schliesslich wurden die bisherigen Handelsregeln an der SWX Europe im Rahmen des Transitional Rule Book for Blue Chip Trading soweit möglich identisch übernommen, so dass für die Teilnehmer keine aufwändigen technischen Anpassungsarbeiten nötig wurden. Die Teilnehmer können vielmehr – praktisch ohne die Repatriierung beachten zu müssen – weiter auf den Handelsbüchern der SIX Swiss Exchange handeln, wie sie dies auch unter dem Regime der SWX Europe getan hatten.

---

<sup>58</sup> Vgl. dazu Section 1 des Transitional Rule Book for Blue Chip Trading (FN 14).