

Zum Begriff „Kotierung an einer Börse“ im neuen Revisionsrecht

Begriffsauslegung und mögliche Folgen für die Revision

Das Entstehen neuer Handelsplattformen abseits der klassischen Börsen lässt den Börsenbegriff zunehmend an Trennschärfe verlieren. Dies kann zu Unsicherheiten in Bezug auf die gesetzeskonforme Wahl der Revisionsart und die Anwendung entsprechender Normen führen. Nun hat auch die Revisionsaufsichtsbehörde (RAB) dazu Stellung genommen.

1. Einleitung

Der erste Durchgang unter dem neuen Revisionsrecht neigt sich dem Ende, ein Grossteil der Abschlüsse 2008 ist geprüft. In der Retrospektive ist die Resonanz der Mandanten auf der einen und der Wirtschaftsprüfer auf der anderen Seite nicht so negativ, wie die Skepsis im Vorfeld der Revisionsrechtsänderungen hat vermuten lassen. Auch Befürchtungen hinsichtlich einer Kostenexplosion bewahrheiteten sich nicht. Dies kann als Indiz dafür gewertet werden, dass die Entscheidung der Politik,

a) grundsätzlich an der Prüfungspflicht für alle Kapitalgesellschaften festzuhalten und

b) die Prüfungspflicht rechtsformneutral zu gestalten,

ein gangbarer und notwendiger Weg für die Zukunft ist. Will man an dieser gesellschaftsrechtlichen Ausrichtung festhalten, scheint die vorgenommene Abstufung von Revisionsarten hinsichtlich des Prüfungsumfangs fast alternativlos zu sein, um den Bedürfnissen der Gesellschaften ihrer Grösse entsprechend gerecht zu werden. Auch das Interesse der EU an diesem „Schweizer Modell“ scheint dies zu belegen.

Durch die Anwendung der neuen Revisionsregeln kristallisieren sich nunmehr all jene Probleme heraus, welche erst durch den Einsatz in der Praxis langsam an Kontur gewinnen.

Die Fragestellungen beziehen sich dabei häufig auf die Voraussetzungen der zwei Revisionsarten. Während die im Gesetz genannten Grössenkriterien immer wieder Gegenstand von fachlichen Diskussionen sind, führen andere Themen eher ein Schattendasein und wurden bisher kaum erörtert. Dazu gehört auch die praktische Umsetzung des Begriffes *Kotierung an einer Börse*.

2. Ausgangslage

Ein harter Wettbewerb im Zuge der fortschreitenden Globalisierung sowie die zunehmende Regulierung der klassischen Finanz- und Handelsplätze zwingt vor allem die KMU zur Suche nach neuen Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung. Dieser Effekt wird durch die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise noch verstärkt, da Banken, institutionelle sowie private Anleger die vorhandenen Mittel nur noch restriktiv (als Fremdkapital) zur Verfügung stellen.

Eine mögliche Quelle zur Beschaffung neuer Finanzmittel und der Öffnung des Unternehmens für ein breiteres Anlegerpublikum stellt die Nutzung von alternativen Handelsplätzen abseits der grossen Börsen dar.¹

Während der Beschluss über die Art der Kapitalbeschaffung eines Unternehmens zunächst von betriebswirtschaftlichen Aspekten beeinflusst wird (Eigen- und Fremdkapitalpolitik), stellt sich jedoch auch die Frage nach den rechtlichen Auswirkungen der getroffenen Finanzierungsentscheidung – mithin der Frage, welche konkreten bilanz- und revisionsrechtlichen Folgen aus einer solchen Entscheidung erwachsen.

Sollen frische (Geld-) Mittel durch die Emission von Wertpapieren an einer Börse beschafft werden, hat dies nicht zuletzt Einfluss auf die Rechnungslegung und die Art und den Umfang der Revision. Letzteres soll nachfolgend anhand einer Auswahl an Normen und deren Rechtsfolgen genauer beleuchtet werden:

¹ Vgl. Zobel/Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, 2004, § 5, RN 907.

2.1 Pflicht zur Revision nach Art. 727 des Obligationenrechts (OR)

Gem. Art 727 Abs. 1 OR müssen Gesellschaften ihre Jahresrechnung und ggf. ihre Konzernrechnung ordentlich prüfen lassen. Die Voraussetzungen dafür finden sich in den Absätzen 1 bis 3. Insbesondere für KMU ist dabei regelmässig Abs. 1 Nr. 2 von Interesse, welche die bereits erwähnten Grössenkriterien (Bilanzsumme von CHF 10 Millionen, Umsatzerlös von CHF 20 Millionen sowie 50 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt) vorgibt. Weniger von Bedeutung für den Grossteil der Schweizer Gesellschaften ist dagegen Art. 727 Abs. 1 Nr. 1 OR, der die Ordentliche Revision für Publikumsgesellschaften normiert respektive wann eine Gesellschaft als solche einzustufen ist. Dies ist unter Anderem dann der Fall, wenn die Gesellschaft Beteiligungspapiere *an einer Börse kotiert* hat. Eine Definition dieses Begriffs sucht man jedoch im OR oder den dazugehörigen Materialien vergebens.

2.2 Erstellung einer Konzernrechnung nach Art. 663e OR

Die Pflicht zur Erstellung einer Konzernrechnung regelt Art. 663e OR. Der Aufbau dieser Norm folgt dabei der klassischen kautelarjuristischen Methodik, d.h. Grundtatbestand – Ausnahme – Gegenausnahme.

Eine Konzernrechnung ist zu erstellen, wenn die Gesellschaft eine oder mehrere Gesellschaften unter einer einheitlichen Leitung zusammenfasst (Grundtatbestand).

Sie kann aber von der Pflicht zur Konsolidierung befreit werden, wenn sie die in Art. 663e Abs. 2 genannten Grössenkriterien *nicht* erfüllt (Ausnahme).

Absatz 3 schliesslich beinhaltet die Gegenausnahme, nämlich wiederum gem. Nr. 1, wenn die Gesellschaft Beteiligungspapiere *an einer Börse kotiert* hat. Auch hier fehlt eine Definition.

Beide Gesetzesartikel zeigen, dass u.U. nicht so sehr die Grössenkriterien entscheidend sind, da die Einstufung als Publikumsgesellschaft sofort die Rechtsfolge „Ordentliche Revision“ auslöst.

2.3 Weitere einschlägige Normen

Neben den beiden o.g. Artikeln finden sich im Aktienrecht noch weitere Vorschriften, welche den Eintritt besonderer Rechtsfolgen an den Tatbestand der *Kotierung an einer Börse* knüpfen. So haben diese Gesellschaften ihren Anhang um Angaben der Vergütung von Leitungsorganen (Verwaltungsrat, Geschäftsleitung) und bedeutender Aktionäre (soweit bekannt) zu ergänzen.² Darüber hinaus müssen kotierte Gesellschaften bereits nach dem Aktienrecht Publizitätsvorschriften einhalten³, sowie Besonderheiten bei der Übertragung von Gesellschaftsanteilen beachten.⁴

Neben diesen Normen gibt es vor allem kapitalmarktrechtliche Vorgaben, welche durch die *Kotierung an einer Börse* aktiv werden.⁵ Schliesslich ist auch die Frage, ob für die Revision ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen notwendig ist, abhängig von diesem Tatbestand.

Dieses Tatbestandsmerkmal hat also weitreichende Folgen. Grund genug, sich mit dem Begriff der Börse näher auseinanderzusetzen.

3. Begriffsdefinition

Hat man es, wie im vorliegenden Fall, durch das Fehlen einer Legaldefinition mit einem unbestimmten Rechtsbegriff zu tun, ist man gezwungen, sich juristischer Auslegungsmethoden zu bedienen. Diese sind: die grammatikalische, die historische, die systematische und die teleologi-

² Vgl. Art. 663 b^{bis} und Art. 663c OR.

³ Vgl. Art. 697h.

⁴ Vgl. Art. 685d – f.

⁵ Vgl. Zobel/Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, 2004, § 3.

sche Auslegung.

3.1 Grammatikalische und historische Auslegung

Die grammatikalische Methode, also die Auslegung anhand des Wortlautes, stellt die sprachliche Grenze der Auslegungsmöglichkeiten dar. So gilt, dass alles, was nicht vom Wortlaut gedeckt ist, nicht mehr unter diesem Begriff subsumiert werden kann. Eine solche Interpretation führt hier jedoch zu keinem Ergebnis, da weder Herleitung noch Bedeutung des Begriffes „Börse“ eindeutig geklärt sind. So reicht die Herleitung von lat. *bursa* (Ledersack/Geldbörse) bis zu der Brügger Kaufmannsfamilie *van der Beurse*.⁶

Auch die historische Entwicklung der Börsen, von altertümlichen Marktplätzen über die Gründung der ersten Börsen mit festem Gebäude in Belgien bis hin zu den globalisierten Marktplätzen der Gegenwart, hilft bei der rechtlichen Deutung nicht weiter.

Einzig die Entstehungsgeschichte der Normen infolge der Aktienrechtsrevision von 1991 und der damit verbundenen Diskussionen bringen erste wichtige Erkenntnisse. Hierbei sind vor allem die Kontroversen hinsichtlich des Schutzbereichs der Abschlussprüfung von Interesse.⁷ Obwohl umstritten, setzt sich ein Grossteil der Lehre sowie das Schweizerische Bundesgericht, insbesondere bei volkswirtschaftlich bedeutenden Unternehmen, für einen sehr weit gefassten Schutzbereich ein. Dabei soll sich der Schutz nicht nur auf bestehende Aktionäre und Gläubiger beschränken, sondern auch (zukünftige) Anleger oder gar die Öffentlichkeit im Allgemeinen einbeziehen. Wenn auch letzteres wohl zu weit greift, spiegelt es doch den Trend zu einem kapitalmarktorientierten Verständnis der Revisionspflicht wider.⁸ Dies bedeutet jedoch im Umkehrschluss, dass auch der Tatbestand *an einer Börse kotiert* eher weit zu verstehen ist, um einem entsprechenden Schutzbedürfnis des Kapitalmarktes gerecht zu werden.

3.2 Systematische Auslegung

Die systematische Auslegung betrachtet zunächst die Einbettung der Norm in den Gesetzeskontext. Doch erst die Erweiterung der Suche auf begriffs- bzw. themenverwandte Gesetze, insbesondere das Börsengesetz (BEHG), führt zu einer ersten Definition.

Gem. Art. 2 lit. b BEHG wird eine Börse als „Einrichtung des Effektenhandels, die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effektenhändlern sowie den (gleichzeitigen) Vertragsabschluss bezwecken“ definiert. Diese Definition steht vor allem für eine Abgrenzung gegenüber den börsenähnlichen Einrichtungen und „over-the-counter“ Märkten (OTC). Entsprechend dieser funktionalen Begriffsbestimmung werden davon sowohl Präsenzbörsen als auch automatisierte Handelssysteme erfasst.⁹ Hierbei stehen demnach eher die technischen Voraussetzungen im Vordergrund. Das entspricht zwar der Stossrichtung dieses Gesetzes, Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Marktes, greift aber für die Bedürfnisse des Revisions- bzw. Aktienrechtes wiederum zu kurz.

Wichtig ist, dass das BEHG *Kotierung* als Zulassung zum Handel sowohl an Haupt-, als auch Vor- und Nebenbörsen versteht. Während jedoch im BEHG ausschliesslich schweizerische Börsen gemeint sind, beinhaltet der Begriff der *Kotierung* im Aktienrecht nach h.L. auch ausländische Börsen.¹⁰ Dabei ist freilich nur diejenige Kotierung erfasst, welche auf Veranlassung der Gesellschaft selbst herbeigeführt wird, reine Handels- oder sog. Market-Maker-Systeme scheiden daher aus.

3.3 Teleologische Auslegung

Die teleologische Deutung schliesslich befasst sich mit dem Sinn und Zweck einer Norm. Die *ra-*

⁶ Brockhaus – Die Enzyklopädie, Band 3, Leipzig 2001.

⁷ Vgl. auch Botschaft RAG, S. 3970 ff.

⁸ Vgl. Basler Kommentar, OR II, 3. Auflage, vor Art. 727/727a, RN 19 ff. m.w.N.

⁹ Vgl. Basler Kommentar, Börsengesetz, Art. 2 lit. a-c, RN 20 ff.

¹⁰ Vgl. Basler Kommentar, Börsengesetz, Art. 2 lit. a-c, RN 30 (32) ff. m.w.N.

tio legis entsteht dabei aus einem Zusammenspiel von öffentlich-rechtlicher Regulierung und privatrechtlichem Marktinteresse. Während erstere primär der Sicherung der Funktion des Kapitalmarktes dient, ist die privatrechtliche Komponente eher am Interesse der Aktionäre und der Investoren ausgerichtet. Beides bildet jedoch gleichsam die zwei Seiten einer Medaille, welche das freie Spiel der Kräfte des Marktes zu kanalisieren versuchen. Welche der beiden Komponenten dabei stärker akzentuiert wird, ist wiederum mehr politischer Wille als eine rechtliche Entscheidung.

Ausgangspunkt beider Überlegungen ist dennoch der Anlegerschutz und die Sicherheit der von den Marktteilnehmern benötigten Unternehmensinformationen. Das gilt besonders im Hinblick auf die mit einer Kotierung häufig verbundene Anonymisierung des Kreises der Anteilseigner. Je anonym er ein Anleger, desto geringer sind seine Einsichtsmöglichkeiten in Unternehmensinterne. Damit wächst die Informationsasymmetrie zwischen ihm und der Unternehmensleitung. Zur Kompensation dieses Effektes und zur Begrenzung des volkswirtschaftlichen Schädigungspotenzials kommt dem (geprüften) Jahresabschluss daher eine entscheidende Bedeutung zu.¹¹

Dies führt zu folgender Überlegung: wenn sich ein Unternehmen an einem frei zugänglichen (also öffentlichen) Markt Kapital beschafft und sich somit einer breiten Öffentlichkeit gegenüber verantwortlich macht, unabhängig vom Ort (sowohl in- als auch ausländische Märkte) und von der Art der Segmentierung (Vor-, Haupt- oder Nebenbörse), besteht ein gesteigertes Bedürfnis für den Schutz der Beteiligten. Diesem Bedürfnis sollte durch die (Ordentliche) Prüfung und der Publikation der Unternehmensinformationen entsprochen werden. Es ist schwer verständlich, warum die Art der Prüfung einem allzu technischen Börsenbegriff i.S.d. BEHG unterstellt werden sollte. Diese rein funktionale Betrachtung kann bestenfalls eine Nebenrolle spielen. Es ist vielmehr im Interesse sowohl der Unternehmen und Anleger wie auch des Marktes selber, die Unternehmensdaten durch die Revision soweit wie möglich absichern zu lassen.

3.4 Ergebnis

Wie gesehen, verwendet das Aktienrecht den Terminus *Kotierung an einer Börse*, ohne ihn zu definieren. Existierende Definitionen sind lediglich rechtsgebietspezifisch und können bei der Interpretation allenfalls Hilfestellung leisten.

Entsprechend den obigen Ausführungen orientiert sich ein Teil der Praxis (und nun auch die RAB¹²) an den eher technischen Voraussetzungen des Börsengesetzes. Danach gilt ein Handelsplatz nur dann als Börse, wenn es sich um einen regulierten Markt i.S.d. BEHG handelt.

Die hier vertretene Auffassung stellt weniger die Regulierung, als vielmehr den Kreis potentieller Anleger und deren (schützenswertes) Interesse als entscheidendes Abgrenzungskriterium in den Vordergrund.

4. Börsenbegriff am Beispiel des Frankfurter Open Market (Freiverkehr)

Die Schwierigkeiten bei der Auslegung des Börsenbegriffes sollen nachfolgend anhand eines Beispiels veranschaulicht werden.

Als nicht amtliches Segment der Frankfurter Börse stellt der Freiverkehr keinen geregelten Markt gem. § 2 Abs. 5 Wertpapierhandelsgesetz (D) dar. Ähnlich wie im Schweizer Recht findet auch im deutschen Recht eine Überlagerung des Aktienrechtes durch das Kapitalmarktrecht statt. Der wesentliche Unterschied besteht jedoch darin, dass das deutsche Aktienrecht in § 3 Abs. 2 AktG (D) eine Legaldefinition für den Begriff *Börsennotierung* enthält. Dieser besagt, dass Gesellschaften als börsennotiert gelten, wenn deren Aktien an einem Markt zugelassen sind, *der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird*. Damit wird der funktionale Ansatz des Börsenbegriffes gesetzlich festgeschrieben. Obwohl es sich bei dem Freiverkehr um ein gesetzliches Marktsegment handelt, welches von der deutschen Finanzaufsicht (BaFin) überwacht

¹¹ Vgl. Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Auflage 2009, § 15, RN 9 ff.

¹² Siehe FAQ zum Begriff der Publikumsgesellschaft auf www.revisionsaufsichtsbehoerde.ch.

wird, erfolgt die Reglementierung nicht über die (öffentlich-rechtliche) Börse, sondern durch den (privatrechtlichen) Freiverkehrsträger. Er gilt daher nicht als Börse i.S.d. Aktienrechtes.¹³ Der Träger hat entsprechende Freiverkehrsrichtlinien in Form eines umfangreichen Kataloges von Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGBs) erlassen. Diese AGBs machen u.a. Aussagen über die Publikationspflichten für die am Open Market kotierten Gesellschaften. Dazu gehören auch die Veröffentlichung geprüfter Jahresabschlüsse sowie die Einreichung von Zwischenberichten. Eine Konsolidierungspflicht besteht nur dann, wenn dies die nationale Gesetzgebung vorsieht. Dies führt zu einem Zirkelschluss, denn, wie oben gesehen, hat die Gesellschaft nach Schweizer Obligationenrecht eine Konzernrechnung zu erstellen, wenn sie durch die *Kotierung an einer Börse* dazu verpflichtet ist.

Da hier die nationale, also die Schweizer Gesetzgebung, ausschlaggebend ist und eine Definition i.S.d. deutschen Aktienrechtes fehlt, kann man die Kriterien nicht ohne Weiteres transformieren. Vielmehr sind die Emmissionsvoraussetzungen im Einzelnen zu prüfen.

Gem. den Freiverkehrsrichtlinien wird eine Unterscheidung zwischen Emittenten mit Wertpapierprospekt und solchen mit Exposé getroffen. Während erstere ihr Angebot an eine breite Öffentlichkeit richten, entspricht die Handelsplattform via Exposé einer Privatplatzierung (Privat Placement) und damit einem „over-the-counter“ Markt. Die Entscheidung liegt somit vielmehr in der Art des Auftrittes, als in der Einordnung des Freiverkehrs als solches.¹⁴

Zwar ist der „Open Market“ *per definitionem* kein geregelter Markt i.S.d. deutschen Wertpapierhandelsgesetzes; der Umfang der Auflagen und Pflichten, sowie der (mögliche) öffentliche Zugang für Marktteilnehmer lassen ihn aber *de facto* so erscheinen. Dies darf bei der Auslegung Schweizer Aktienrechtsnormen nicht ausser Acht gelassen werden.

5. Fazit

Nicht nur die Finanzprodukte auf den internationalen Kapitalmärkten entwickeln sich weiter, sondern auch die Ausformungen der Kapitalmärkte selber. Damit steigt das Risiko für Unternehmen bei der Anwendung und Beachtung entsprechender Regeln; dies gilt umso mehr, als dass eindeutige gesetzliche Vorgaben fehlen. Zwar kann eine bewusste Regelungslücke in Bezug auf den Börsenbegriff durchaus sinnvoll sein, um flexibel auf eben diese neuen Entwicklungen reagieren zu können. Eine (teleologische) Reduktion des Begriffes durch die Analogie zum deutschen Aktienrecht ist hier aber nicht ohne Weiteres geboten. Gerade in Zeiten unsicherer Märkte spielt die Verlässlichkeit von Unternehmensinformationen eine entscheidende Rolle. Dies muss auch und gerade für nicht-regulierte Handelsplätze gelten. Ausgangspunkt für eine Definition sollte daher weniger ein technisch-institutioneller Börsenbegriff, sondern vielmehr der Kreis möglicher Beteiligter sein. Im Übrigen weisen auch die IFRS auf ein solches Verständnis hin.¹⁵ Auch wenn die RAB nun eher dem technischen Börsenbegriff folgt, ist die Stellungnahme im Sinne der Rechtssicherheit zu begrüßen. Sie behält sich allerdings Einzelfallprüfungen vor. Ob dies einer dauerhaften Lösung zuträglich ist oder nicht vielmehr zu einem Katalog von Ausnahmen führt, bleibt abzuwarten.¹⁶

REFIDAR MOORE STEPHENS AG
Europastrasse 13
8152 Glattbrugg
T: +41 44 828 18 18
F: +41 44 828 18 80
www.ms-zurich.com

¹³ Vgl. § 57 BörsG (D) und Münchener Kommentar zum Aktiengesetz zu § 3, 2. Auflage, München 2000.

¹⁴ Siehe FAQs und AGBs des Frankfurter Open Market – www.deutsche-boerse.com.

¹⁵ Vgl. IAS 27 (.10b), welcher den Freiverkehrsmarkt explizit erwähnt.

¹⁶ © Daniel Oesterheld