

# Aktienderivate im Offenlegungsrecht

Von Marc Ryser und Rolf H. Weber\*

*This article addresses the inclusion of derivatives in the statutory obligation to disclose shareholdings. Evaluating the developments brought about by the revisions of the Stock Exchange Act (SESTA) and the Stock Exchange Ordinance-FINMA (SESTO-FINMA) from a legal and economic point of view; the article concludes that mere financial interests do not fall within the scope of Art. 15 para. 1 lit. c SESTO-FINMA. The exclusion of mere financial interests appears to be appropriate from an efficient-market perspective and thus compatible with the*

*general transparency requirement. Cautious handling of information on shareholdings may also be justified in the light of Art. 7 FINMASA. The article further argues that cash-settlement derivatives which are traded on a stock exchange should not be treated as instruments subject to disclosure obligations prima facie. Contrary to cash-settlement derivatives which are traded over-the-counter, there are several reasons why these are not well suited for providing the purchaser with a privileged access to the underlying stocks.*

## Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Anstieg der Offenlegungsmeldungen betreffend Aktienderivate
- III. Regelungsziel des Offenlegungsrechts
  1. Transparenzgebot als *ratio legis*
  2. Verhältnis zwischen Transparenzgebot und Kursrelevanz
    - 2.1 Grundannahme der Kursrelevanz
    - 2.2 Empirische Evidenz
  3. Vergleich von Emittentenpublizität und Aktionärsverpflichtung zur Offenlegung von Beteiligungen
- IV. Regelungsschranken des Offenlegungsrechts
  1. Vom sachlichen Geltungsbereich ausgeschlossene Instrumente
  2. Allgemeine Rechtsgrundsätze
    - 2.1 Verhältnismässigkeitsprinzip
    - 2.2 Mehr Transparenz ist nicht unbedingt besser als weniger
      - 2.2.1 «Out-of-pocket»-Kosten
      - 2.2.2 Verminderte Anreize zur Informationsbeschaffung
      - 2.2.3 Verminderte Anreize in Bezug auf den Markt für Unternehmenskontrolle
- V. Einbezug von Aktienderivaten in die offenlegungsrechtliche Meldepflicht
  1. Legaldefinition von Aktienderivaten gemäss BEHV
  2. Finanzinstrumente gemäss BEHV-FINMA
  3. Cash-Settlement-Aktienderivate
    - 3.1 Altrechtliche Erfassung gestützt auf indirekten Erwerb
    - 3.2 Erfassung gestützt auf die allgemeine Offenlegungspflicht
      - 3.2.1 Formellgesetzliche Grundlage
      - 3.2.2 Sachlicher Anwendungsbereich von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA
      - 3.2.3 *Exchange-traded* oder OTC? Sollen über einen anonymen Markt erworbene Cash-Settlement-Aktienderivate der Offenlegungspflicht unterstehen?

## I. Einleitung

Mit der im Dezember 2007 in Kraft getretenen Anpassung des BEHG und mit den Teilrevisionen der BEHV-EBK im Jahr 2007 und der Totalrevision im Rahmen der Einführung der BEHV-FINMA per 1. Januar 2009 wurden die Offenlegungspflichten bedeutender Aktionäre substantiell erweitert und die Sanktionen zur Durchsetzung der Meldepflicht verschärft.<sup>1</sup> Wichtige, im Zuge der Revisionen neu in Kraft getretene Vorschriften zur Offenlegung betreffen:

\* Dr. Marc Ryser, CFA, ist ehemaliger Investmentbanker und zurzeit für die Anwaltskanzlei Bratschi, Wiederkehr & Buob tätig. Rolf H. Weber ist Ordinarius für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht und Leiter des Projekts «Law, Regulation and Finance» im Rahmen des Forschungsschwerpunktes «Finance and Financial Markets» der Universität Zürich sowie Visiting Professor an der Hong Kong University, Hong Kong.

<sup>1</sup> Literatur zu den Revisionen: Andreas Bohrer/Martin Dietrich/Christine Forlin/Sebastian Harsch/Andreas Ito/Dirk Spiegel, Finanzmarktrecht, Entwicklungen 2007, Bern 2008, 8 ff.; BSK BEHG-Weber, N 59 ff. zu Art. 20; Hans Caspar von der Crone/Eva Bilek/Matthias Hirsche, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, 2 ff. (zit. Neuerungen); Peter V. Kunz, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Nedim P. Vogt/Eric Stupp/Dieter Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich 2008, 238 ff.; Rolf H. Weber, Börsenrechtliche Meldepflichten im Spannungsfeld von Gesellschafts- und Finanzmarktrecht, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 774 ff. (zit. Börsenrechtliche Meldepflichten); Peter Nobel, Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht/Le point sur le droit bancaire et des marchés des capitaux, SJZ 2009, 10. Nach Drucklegung erschienen: Christian Remm, Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen, Diss. St. Gallen, Zürich 2010.

- die Einführung neuer Schwellenwerte von 3, 15 und 25% der Stimmrechte,
- die Meldepflicht für Finanzinstrumente,
- die Offenlegung von Veräusserungspositionen,
- die Einführung der sog. «Zwei-Topf-Lösung»,
- die strafrechtliche Erfassung auch der fahrlässigen Verletzung der Meldepflicht sowie
- die Möglichkeit der Stimmrechtssuspendierung im Verletzungsfall.<sup>2</sup>

Wie mehrere Übernahmekämpfe (Unaxis, Saurer, Ascom, Sulzer, Implenja) in den Jahren 2006/2007 zeigten, genügten die früheren Meldepflichten nicht oder nur bedingt, um bestimmte Aktienderivate von der Meldepflicht zu erfassen.<sup>3</sup> Ein zentrales Anliegen der neuen Regeln im Offenlegungsrecht war es deshalb, weit verbreitete Aktienderivate in die offenlegungsrechtliche Meldepflicht einzubeziehen.<sup>4</sup> Diesem Anliegen dienen insbesondere die im Zuge der Revisionen neu eingeführte Meldepflicht für Fi-

nanzinstrumente und die Offenlegung von Veräusserungspositionen.

Der Einbezug von Aktienderivaten in die offenlegungsrechtliche Meldepflicht stellt eine bedeutsame Entwicklung dar. Gleichzeitig wirft die rechtliche Ausgestaltung der Neuregelung eine Vielzahl von Fragen auf<sup>5</sup> und ist mit zahlreichen Rechtsunsicherheiten behaftet. Im folgenden Beitrag werden einige dieser Fragen und Rechtsunsicherheiten aufgegriffen und diskutiert.

## II. Anstieg der Offenlegungsmeldungen betreffend Aktienderivate

Die Verschärfung des Offenlegungsrechts führte wenig überraschend zu einem starken Anstieg der Offenlegungsmeldungen. Seit 2007 haben sich die Meldungen vervielfacht.<sup>6</sup> Während in der Periode von 1999 bis 2006 die Anzahl der Offenlegungsmeldungen relativ konstant blieb und das Mittel über die Periode 457.25 Meldungen betrug, ist es seit 2007 zu einem sprunghaften Anstieg gekommen. Im Jahr 2007 erreichten die Meldungen bereits die Zahl von 944 (ein Anstieg von 67,6% im Vergleich zum Vorjahr), im Jahr 2008 stiegen sie weiter auf 1436 (eine Zunahme von 52,1% gegenüber dem Vorjahr) und im Jahr 2009 zeichnet sich ein neuer Rekord der eingegangenen Meldungen ab.

Gleichzeitig mit dem Anstieg der Offenlegungsmeldungen nahm auch die Zahl der Meldungen, welche Aktienderivate betreffen, stark zu. In früheren Jahren gab es nur eine geringe Anzahl von Meldungen betreffend Aktienderivate.<sup>7</sup> Heute gibt es hingegen eine Fülle solcher Meldungen.<sup>8</sup> Insbesondere der Anstieg der Meldungen betreffend Aktienderivate entspricht dem zentralen Anliegen der neuen Regeln im Offenlegungsrecht, weit verbreitete Aktienderivate der offenlegungsrechtlichen Meldepflicht zu unterstellen. In diesem Sinne haben die neuen Regeln die Transparenz bei den Beteiligungen an kotierten Gesellschaften wesentlich verbessert.

<sup>2</sup> Zur Stimmrechtssuspendierung vgl. *Peter V. Kunz*, Die Stimmrechtssuspendierungsklage im revidierten Börsengesetz – Eine neue Sanktion bei Meldepflichtverletzungen mit grossem Drohpotenzial, SZW 2008, 280 ff.; *Rolf Watter/Corrado Rampini/Thomas Candrian*, Praktische Aspekte der Stimmrechtssuspendierungsklage nach Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> BEHG, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottler/René Matteotti (Hrsg.), Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 793 ff.; *David Rüetschi*, Der neue Gerichtsstand für die Stimmrechtssuspendierungsklage – Was bringt die Schweizerische Zivilprozessordnung?, RB-PRAX 2009, 34 ff.

<sup>3</sup> Zu diesen und anderen Fallbeispielen vgl. *Rolf Watter/Andreas Hinsin*, Empty Voting und verwandte Taktiken, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 1 ff. (zit. Empty Voting); zu einem jüngeren Fallbeispiel für ein Anschleichen mittels Aktienderivaten im deutschen Aktienmarkt vgl. *Dirk Zetzsche*, Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental, European Business Organisation Law Review 2009, 115 ff.; vgl. auch *Henry T. C. Hu/Bernhard Black*, Debt, Equity and Hybrid Decoupling: Governance and Systemic Risk Implications, European Financial Management 2008, 698 ff.

<sup>4</sup> Eidgenössische Bankenkommission, Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA; BBHV-FINMA) per 1. Januar 2009, Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008, Bern, Juni 2008, 13 (zit. Erläuterungsbericht 2008); Eidgenössische Bankenkommission, Teilrevision der Börsenverordnung-EBK per 1. Dezember 2007, Erläuterungen zu den Art. 9 bis 23 BEHV-EBK und dem Übergangsrecht, Bern, 24. November 2007, 6 ff. (zit. Erläuterungen 2007).

<sup>5</sup> *Peter Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, § 7 N 51c (zit. Schweizer Aktienrecht).

<sup>6</sup> Vgl. Offenlegungstelle der SIX Swiss Exchange AG, Jahresbericht 2008, 76 (zit. Jahresbericht 2008).

<sup>7</sup> Offenlegungstelle der SWX Swiss Exchange, Jahresbericht 2000, 9.

<sup>8</sup> Erläuterungsbericht 2008 (Fn. 4), 13.

Die Meldungen betreffend Aktienderivate haben aber in einem so markanten Ausmass zugenommen, dass eine gewisse Unübersichtlichkeit entstanden ist und der Wert der einzelnen Meldungen abgenommen hat. Unter gewissen Umständen trägt die vermehrte Offenlegung von Positionen in Aktienderivaten nicht unbedingt zu mehr Transparenz bei. In diesem Zusammenhang stehen insbesondere folgende Situationen im Vordergrund: (1) Gemäss EBK haben sich «[i]n der Praxis [...] im Zusammenhang mit der untersten Meldeschwelle von 3% und namentlich der Meldepflicht von Cash-Settlement-Optionen [...] eine Fülle von äusserst voluminösen Meldungen ergeben, die wenig hilfreich sind und eher zu Desinformation als zu mehr Transparenz führen».<sup>9</sup> Es ist davon auszugehen, dass sich diese Situation mit der Erfassung von Aktienderivaten mit Barausgleich (nicht nur Cash-Settlement-Optionen) durch die neuen Regeln weiter verschärft hat. (2) Schon unter den alten Regeln mussten Stimmrechtsanteile bzw. potenzielle Stimmrechte über 100% der gesamten Stimmrechte einer Gesellschaft gemeldet werden. Auch diesbezüglich ist davon auszugehen, dass sich dieses Phänomen durch die neuen Bestimmungen weiter akzentuiert hat.<sup>10</sup> Die Meldung von mehr Stimmrechten, als die Gesellschaft im Handelsregister aufweist, führt nicht unbedingt zu einem Transparenzgewinn.<sup>11</sup>

Daraus erhellt, dass die Verschärfung des Offenlegungsrechts und namentlich die weitergehende Einbeziehung von Aktienderivaten in die offenlegungsrechtliche Meldepflicht zwar die Transparenz verbessert hat und insgesamt positiv zu werten ist, gleichzeitig aber auch zu einem kontraproduktiven Übermass an Informationen geführt hat.<sup>12</sup>

<sup>9</sup> Erläuterungsbericht 2008 (Fn. 4), 13.

<sup>10</sup> Erläuterungen 2007 (Fn. 4), 16.

<sup>11</sup> Vgl. *Peter Nobel*, Entwicklungen im Bank- und Kapitalmarktrecht/Le point sur le droit bancaire et des marchés des capitaux, SJZ 2008, 12 («Wenn mehr Aktien gemeldet werden als die Gesellschaft aufweist, wird die Transparenz auch nicht gefördert»).

<sup>12</sup> Zwischen dem Bedürfnis nach mehr Transparenz und den nachteiligen Wirkungen eines Übermasses an Informationen besteht ein grundsätzliches Spannungsverhältnis; vgl. *Jean Nicolas Druey*, Die Meldepflicht, Transparenz – eine verhüllte Göttin, SZW Sondernummer 1997, 36 ff.; *ders.*, Der Informations-Petitschismus, in: Ernst A. Kramer/Peter Nobel/Robert Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 589 ff.; *Rolf H. Weber/Annette Willi*, Informationsrechte im privaten Bereich: aktuelle Entwicklungen bei der Offenlegung von Informationen, DIGMA 2004, 154 ff.; *Rolf H. Weber*,

Die Gefahr, dass zu viele Meldungen kontraproduktiv sein könnten, wurde vom Verordnungsgeber zwar zum Teil erkannt und durch das Erfordernis von Zusatzmeldungen korrigiert,<sup>13</sup> diese wiederum haben aber die Komplexität des Meldewesens weiter erhöht.

### III. Regelungsziel des Offenlegungsrechts

#### 1. Transparenzgebot als *ratio legis*

Die *ratio legis* der Pflicht, eine Veränderung von Beteiligungsverhältnissen offenzulegen, ist die Erhöhung der Markttransparenz.<sup>14</sup> Das Offenlegungsrecht verfolgt zwei Transparenzziele:<sup>15</sup>

- *Allgemeine Transparenz*: Die Offenlegungspflicht zielt darauf ab, massgebliche Beteiligungsverhältnisse transparent zu machen, weil Informationen über die Zusammensetzung des Anteilsinhaberkreises für Anlageentscheide wesentlich sein können. Durch die Offenlegungspflicht sollen diesbezügliche Informationsasymmetrien und deren Ausnutzung verhindert werden.<sup>16</sup>
- *Transparenz betreffend Übernahmemarkt*: Die nach Grenzwerten gestaffelte Offenlegungspflicht soll verhindern, dass es zu verdeckten Übernah-

Kassandra oder Wissensbroker – Dilemma im «Global Village», in: Jürgen Becker/Reto M. Hilty/Jean-Fritz Stöckli/Thomas Würtenberger (Hrsg.), Recht im Wandel seines sozialen und technologischen Umfeldes, Festschrift für Manfred Rehbinder, München 2002, 405 ff.; *Peter Nobel/Heinz Zimmermann*, Regulierung – Überregulierung – Selbstregulierung aus juristischer und ökonomischer Sicht, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 12/2004, Bern 2005, 58 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Art. 16 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA; Erläuterungen 2007 (Fn. 4), 16; vgl. auch Art. 21 Abs. 2 lit. d BEHV-FINMA (Meldepflichten für die Bedingungen von Derivaten) und Art. 18 BEHV-FINMA (Meldeprivilegien für Banken und Effektenhändler).

<sup>14</sup> Vgl. Botschaft des Bundesrats zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I 1369, 1387 f. und 1409 ff. (zit. Botschaft BEHG); BGE vom 4. Dezember 2001 (2A.174/2001), E. 2b; BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-2775/2008), E. 6.2 f.; vgl. auch BGE Zwischenentscheid vom 2. Juni 2009 (2C\_77/2009, 2C\_78/2009), E. 4.4.

<sup>15</sup> «Ziel ist einerseits, die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sicherzustellen, und andererseits den heimlichen Erwerb, aber auch die verdeckte Veräusserung massgeblicher Beteiligungen zu verhindern» (BVGE vom 18. Dezember 2008 [B-2775/2008], E. 6.3).

<sup>16</sup> BSK BEHG-Weber, N 4 ff. zu Art. 20.

men durch schrittweise Zukäufe von Anteilen der Gesellschaft kommt (sog. Anschleichen an Übernahmeziele oder *creeping tender offers*).<sup>17</sup>

## 2. Verhältnis zwischen Transparenzgebot und Kursrelevanz

### 2.1 Grundannahme der Kursrelevanz

Die Meldepflicht bei der Veränderung von Beteiligungsverhältnissen ist nicht an eine eigentliche Tatbestandsvoraussetzung geknüpft, wonach eine solche Information kursrelevant sein muss. Der Gesetzgeber geht aber immerhin davon aus, dass diese Information grundsätzlich kursrelevant ist.

Die Botschaft<sup>18</sup> stellt in diesem Zusammenhang fest:

«Die Zusammensetzung des Aktionärskreises sowie die Veränderung massgeblicher Beteiligungen sind für Anlageentscheide der Investoren wichtig und auch kursrelevant» (S. 1388).

«Die Veränderung massgeblicher Beteiligungen ist kursrelevant. Sind das Volumen der frei handelbaren Titel und die Existenz von Grossaktionären bekannt, so werden missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge reduziert» (S. 1410).

«Sowohl der Kauf als auch der Verkauf massgeblicher Beteiligungen stellen kursrelevante Informationen dar» (S. 1410).

### 2.2 Empirische Evidenz

Ob und inwieweit die Offenlegung von Positionen in Beteiligungspapieren bzw. in Aktienderivaten einen informationellen Nutzen für den Markt darstellt, ist letztlich eine empirische Frage. Der Nutzen der Offenlegung von Information wird empirisch daran gemessen, ob sich die Aktienpreise aufgrund der offengelegten Information bewegen oder nicht. Tun sie es nicht, ist davon auszugehen, dass die offengelegte Information entweder keinen Wert hat oder über andere Mechanismen bereits in den Aktienpreisen enthalten ist. Freilich muss hinsichtlich des informationellen Wertes zwischen der Offenlegung von Beteiligungspapieren und potenziellen Positionen in Beteiligungspapieren, wie sie durch Aktienderivate entstehen, unterschieden werden. Bei Aktienderivaten müssen zudem Unterschiede im informationellen Effekt der Offenlegung von Derivaten mit Realerfü-

lung und Cash-Settlement-Derivaten berücksichtigt werden.

Leider gibt es, soweit den Autoren bekannt, für den schweizerischen Aktienmarkt keine entsprechenden empirischen Studien. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen, die mit Bezug auf ausländische Märkte durchgeführt worden sind, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Mit Ausnahme von gewissen Insider-Transaktionen hat die Offenlegung von reinen Finanzinteressen für sich genommen keinen signifikanten Einfluss auf die Preiseffizienz.<sup>19</sup>
- Die Offenlegung von Positionen in Beteiligungspapieren hat einen signifikanten Preiseffekt im Zeitraum um das Datum der öffentlichen Bekanntmachung; der Haupteffekt findet allerdings zum Zeitpunkt der Transaktion in den Beteiligungspapieren und nicht erst bei der Offenlegung der Beteiligung statt. Trotz dieses transaktionsbedingten Haupteffekts hat die Offenlegung von Positionen in Beteiligungspapieren aber einen eigenständigen Preiseffekt und deshalb einen informativen Nutzen.<sup>20</sup>
- Es ist nicht auszuschliessen, dass die Offenlegung von gewissen Arten von Cash-Settlement-Aktienderivaten einen informativen Wert für den Markt hat; damit dies aber der Fall ist, muss ein Rechtsanspruch oder eine faktische Möglichkeit des Zugriffs auf Stimmrechte bestehen.<sup>21</sup>

## 3. Vergleich von Emittentenpublizität und Aktionärsverpflichtung zur Offenlegung von Beteiligungen

Die Emittentenpublizität (bestehend aus Regel- und Ad-hoc-Publizität<sup>22</sup>) und die Aktionärsverpflich-

<sup>17</sup> BSK BEHG-Weber, N 7 zu Art. 20.

<sup>18</sup> Botschaft BEHG (Fn. 14).

<sup>19</sup> Narayanan Jayaraman/Melissa B. Frye/Sanjiv Sabherwal, Informed Trading around Merger Announcements: An Empirical Test Using Transaction Volume and Open Interest in Options Market, *Financial Review* 2001, 45 ff.

<sup>20</sup> Wayne H. Mikkelson/Richard S. Ruback, An empirical analysis of the interfirm equity investment process, *Journal of Financial Economics* 1985, 523 ff.; Financial Services Authority, Consultation Paper 07/20, Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and draft Handbook text, November 2007, Annex 3, 1 ff. (zit. FSA Consultation).

<sup>21</sup> FSA Consultation (Fn. 20), 1 und 10.

<sup>22</sup> Vgl. Art. 49–51 Kotierungsreglement; für eine detaillierte Darstellung der Meldepflichten im Rahmen der Aufrecht-

tung zur Offenlegung von Beteiligungen stellen Modalitäten der Anlegerinformation dar.<sup>23</sup> Eine wichtige und oft diskutierte Frage im Zusammenhang mit der Emittentenpublizität ist, ob und inwieweit Emittenten zur Offenlegung von Informationen verpflichtet werden sollen, damit diese Information in den Aktienkursen reflektiert wird. Einige Autoren haben argumentiert, dass Emittenten dem Markt freiwillig Informationen zur Verfügung stellen als Signal für ihre Qualität.<sup>24</sup> Täten sie es nicht, würde der Markt das Allerschlimmste befürchten. Selbst wenn dieses Argument auf Emittenten zutreffen sollte,<sup>25</sup> ist fraglich, ob es auch auf Aktionäre in Bezug auf die Offenlegung von Beteiligungen zutrifft. Wegen den gegenläufigen Interessen der Aktionäre würde eine reine Marktlösung, welche auf freiwillige Offenlegung von Beteiligungen setzt, zu einer suboptimalen Beteiligungstransparenz führen.

Weiter unterscheidet sich die Aktionärsverpflichtung zur Offenlegung von Beteiligungen von der Emittentenpublizität in Bezug auf den Gegenstand der Offenlegung.<sup>26</sup> Bei der Emittentenpublizität stehen Fundamentalinformationen über den Emittenten, bei der Aktionärsverpflichtung zur Offenlegung von Beteiligungen dagegen Informationen über Transaktionen, die sich daraus ergebenden Beteiligungsverhältnisse und die Identität der involvierten Transaktionspartei(en) im Vordergrund. In diesem Sinne ist die Aktionärsverpflichtung zur Offenlegung von Beteiligungen eng verwandt mit den Meldepflichten für Effektenhändler in Bezug auf Volumen und Preise von Transaktionen gemäss Art. 2 ff. BEHV-FINMA i.V.m. Art. 5 Abs. 3 BEHG.

erhaltung der Kotierung vgl. <[http://www.six-exchange-regulation.com/admission\\_manual/07\\_02-CIR1\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/07_02-CIR1_de.pdf)>.

<sup>23</sup> Franca Contratto, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Zürich/Basel/Genf 2006, 231 (zit. Konzeptionelle Ansätze).

<sup>24</sup> Roberta Romano, Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation, Yale Law Journal 1998, 2373 ff.; vgl. auch George J. Stigler, Public Regulation of Securities Markets, Journal of Business 1964, 117 ff.

<sup>25</sup> A.M. etwa Lucian Arye Bechuck/Oren Bar-Gill, Misreporting Corporate Performance, Harvard Olin Discussion Paper No. 400 (2002), die anhand eines Modells zeigen, dass der Markt nicht im Stande ist, Unternehmen mit langfristig hohem Wert von Unternehmen mit langfristig tiefem Wert zu unterscheiden, und Unternehmensleitungen einen Anreiz haben, den Markt falsch zu informieren.

<sup>26</sup> Vgl. BSK BEHG-Weber, N 7 ff. vor Art. 20–21; Weber, Börsenrechtliche Meldepflichten (Fn. 1), 773, zwischen materieller und funktioneller Transparenz unterscheidend.

Hieraus lässt sich eine weitere Unterscheidung ableiten. Neue Fundamentalinformationen im Rahmen der Emittentenpublizität sind ab dem Zeitpunkt der Offenlegung in den Aktienkursen enthalten.<sup>27</sup> Demgegenüber werden Informationen über Beteiligungen teilweise bereits ab dem Zeitpunkt, in dem der Investor mit den Transaktionen beginnt, und nicht erst ab dem Zeitpunkt der Offenlegung in den Aktienkursen reflektiert. Selbst im Falle von liquiden Titeln können starke Verschiebungen von Angebot und Nachfrage direkt auf den Aktienpreis einwirken und einen neuen Gleichgewichtspreis veranlassen.

#### IV. Regelungsschranken des Offenlegungsrechts

##### 1. Vom sachlichen Geltungsbereich ausgeschlossene Instrumente

Partizipations- und Genussscheine<sup>28</sup> sowie Leerverkäufe<sup>29</sup> werden von der Offenlegungspflicht nicht erfasst.

##### 2. Allgemeine Rechtsgrundsätze

###### 2.1 Verhältnismässigkeitsprinzip

Die Konkretisierung des Transparenzgebots muss allgemeinen rechtstaatlichen Prinzipien genügen, wozu neben dem Prinzip der Gesetzmässigkeit insbesondere auch der Grundsatz der Verhältnismässigkeit (Art. 5 Abs. 2 BV) gehört.

Art. 7 FINMAG verpflichtet die FINMA ausdrücklich, nur soviel zu regulieren wie nötig und dabei insbesondere die Kosten zu berücksichtigen, die den Beaufsichtigten durch die Regulierung auferlegt werden.<sup>30</sup>

<sup>27</sup> Sofern diese Informationen nicht bereits vorgängig über die Analyse-Arbeit von Marktbeobachtern und unter Anwendung der «Mosaik-Theorie» zumindest teilweise in die Aktienkurse eingeflossen sind.

<sup>28</sup> BSK BEHG-Weber, N 31b zu Art. 20.

<sup>29</sup> Böckli, Schweizer Aktienrecht (Fn. 5), § 7 N 51d; zu Leerverkäufen im Allgemeinen vgl. Seraina N. Gruenewald/Alexander F. Wagner/Rolf H. Weber, Short Selling Regulation after the Financial Crisis – First Principles Revisited, International Journal of Disclosure and Governance 2010 (forthcoming).

<sup>30</sup> «Sie [die FINMA] reguliert nur, soweit dies mit Blick auf die Aufsichtsziele nötig ist. Dabei berücksichtigt sie insbesondere:

## 2.2 Mehr Transparenz ist nicht unbedingt besser als weniger

### 2.2.1 «Out-of-pocket»-Kosten

Offenlegung ist nicht gratis; sie kostet Zeit und Geld.<sup>31</sup> Die Ermittlung des Zusatznutzens durch ein Mehr an Offenlegung sollte unter Berücksichtigung der Zusatzkosten erfolgen. Zu diesen Zusatzkosten gehören insbesondere Auslagen (in der Form von administrativem Mehraufwand) und Aufmerksamkeitskosten.

### 2.2.2 Verminderte Anreize zur Informationsbeschaffung

Finanztheoretisch stellt ein gewisser Grad an Intransparenz eine fundamentale Bedingung des Kapitalmarkts dar und kann zu mehr Liquidität und letztlich zu mehr Preiseffizienz beitragen.<sup>32</sup> Eine Verschärfung der Offenlegung von Beteiligungen mindert insbesondere den Ertrag aus privaten Suchaktivitäten nach unterbewerteten Wertpapieren, in dem es die Marktteilnehmer, welche den entsprechenden Aufwand betreiben, zur Preisgabe ihres Wissensvorsprungs zwingt.<sup>33</sup> Dieses Spannungsverhältnis lässt sich mit den Worten von *Grossmann/Stiglitz* wie folgt ausdrücken: «There is a fundamental conflict between the efficiency with which markets spread information and the incentives to acquire information.»<sup>34</sup>

Darüber hinaus kann eine weitergehende Offenlegung von Beteiligungen dazu führen, dass Anleger, welche aus anderen Gründen abgeneigt sind, ihre Anlagepolitik in der Öffentlichkeit bekannt zu geben

(wie etwa gewisse institutionelle und grosse private Anleger), ihre Handelstätigkeit bzw. ihre Beteiligungen an kotierten schweizerischen Unternehmen einschränken, mit entsprechend nachteiligen Auswirkungen auf die Liquidität des Kapitalmarktes.

### 2.2.3 Verminderte Anreize in Bezug auf den Markt für Unternehmenskontrolle

Im gleichen Sinne führt eine Verschärfung des Melderegimes auch zu einer Minderung der Anreize für Suchaktivitäten im Hinblick auf Wert steigernde Übernahmen und kann somit zu einer Hemmung des Marktes für Unternehmenskontrolle führen.

## V. Einbezug von Aktienderivaten in die offenlegungsrechtliche Meldepflicht

### 1. Legaldefinition von Aktienderivaten gemäss BEHV

Aktienderivate sind gemäss allgemeiner Finanztheorie, ähnlich wie andere Derivate, Termingeschäfte, deren Wert sich von dem zugrunde liegenden Basiswert (*in casu* eine Referenzaktie) ableiten lässt.<sup>35</sup> Die der Finanztheorie entsprechende Legaldefinition von Aktienderivaten findet sich in Art. 5 lit. a BEHV und lautet:

«Derivate sind Finanzkontrakte, deren Preis abgeleitet wird von:

a. Vermögenswerten wie Aktien [...]

Aktienderivate lassen sich zunächst in zwei Kategorien unterteilen:<sup>36</sup> bedingte und unbedingte Termingeschäfte. Bei den bedingten Termingeschäften räumt einer der Vertragspartner dem anderen das Recht, nicht aber die Pflicht ein, an einem festgesetzten Termin ein Geschäft zu vorher festgelegten Konditionen zu tätigen. Die Aktienderivate, die zu dieser Kategorie gehören, sind Optionen. Ein unbedingtes

die Kosten, die den Beaufichtigten durch die Regulierung entstehen [...]» (Art. 7 Abs. 2 FINMAG).

Vgl. *Sabine Kilgus*, FINMAG und FINMA – Behörden(re-)organisation oder regulatorische Innovation?, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht zwischen Theorie und Praxis*, Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009, 830 ff.; *Peter Nobel*, FINMAG – Ende der Magie?, SJZ 2009, 261 f.; *Monica Mächler*, FINMA kurz nach dem Start, SJZ 2009, 183 f.

<sup>31</sup> Vgl. *Rolf H. Weber*, Neuere Entwicklungen des Kapitalmarktrechtes, AJP 1994, 275 ff., 276.

<sup>32</sup> *Sanford J. Grossman/Joseph E. Stiglitz*, Information and Competitive Price Systems, *American Economic Review* 1976, 246 ff.; *dies.*, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review* 1980, 393 ff. (zit. *Impossibility*).

<sup>33</sup> Vgl. auch *Balz Stückelberger*, Unternehmensinformation und Recht, Diss. Zürich 2004, 122.

<sup>34</sup> *Grossman/Stiglitz*, *Impossibility* (Fn. 32), 405.

<sup>35</sup> Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, *Besondere Risiken im Effektenhandel*, Basel 2008, 3 (zit. *Besondere Risiken*); *Marc Oliver Rieger*, *Optionen, Derivate und strukturierte Produkte – Ein Praxisbuch*, Zürich 2009, 20 f. (zit. *Praxisbuch*).

<sup>36</sup> Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, *Besondere Risiken* (Fn. 35), 3, 6 ff. und 12 ff.; *Rieger*, *Praxisbuch* (Fn. 35), 20 f., 42 ff. und 49 ff.; vgl. auch *Contratto*, *Konzeptionelle Ansätze* (Fn. 23), 128 ff.; *Dieter Zobl/Stefan Kramer*, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zürich/Basel/Genf 2004, N 559 ff.

Termingeschäft hingegen ist eine Verpflichtung für beide Vertragsparteien zur Durchführung des Geschäfts zu einem bestimmten Termin. Zu dieser Kategorie von Aktienderivaten gehören Forwards, Futures und Swaps.

Ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal ist, ob der Anleger das Beteiligungspapier, welches dem Finanzinstrument als Basiswert dient, geliefert bekommt (Realerfüllung) oder ob er dessen inneren Wert (welcher sich aus der Differenz zwischen dem aktuellen Kurs und dem Preis, welcher dem Finanzinstrument zugrunde liegt, ergibt) in bar ausbezahlt bekommt (Barausgleich oder Cash-Settlement).

Ausserdem unterscheidet man börslich und ausserbörslich (OTC) gehandelte Aktienderivate.

## 2. Finanzinstrumente gemäss BEHV-FINMA

Den Begriff Aktiderivat sucht man in der BEHV-FINMA vergeblich. Anstelle von Aktienderivaten ist dort von Finanzinstrumenten die Rede, jedoch ohne diesen Begriff genau zu definieren.<sup>37</sup> Art 15 Abs. 1 BEHV-FINMA lautet wie folgt:

«Zu melden sind:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;
- b. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen; und
- c. Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie weitere Differenzgeschäfte (wie Contracts for difference, Financial Futures).»

Wichtiges Unterscheidungsmerkmal ist demnach auch gemäss BEHV-FINMA, ob der Anleger das Beteiligungspapier, welches dem Finanzinstrument als Basiswert dient, geliefert bekommt (Realerfüllung) oder ob ein Cash-Settlement vorgesehen ist. Unbestritten ist, dass sämtliche Aktienderivate, die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen, unter den

Begriff der Finanzinstrumente zu subsumieren sind. Gemäss der hier vertretenen Meinung ist hingegen unklar, ob auch sämtliche Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, unter den Begriff der Finanzinstrumente fallen.

## 3. Cash-Settlement-Aktienderivate

### 3.1 *Altrechtliche Erfassung gestützt auf indirekten Erwerb*

Unter früherem Recht wurden Cash-Settlement-Aktienderivate gestützt auf den Tatbestand des indirekten Erwerbs erfasst. Meldepflichtig sind nicht nur der direkte, sondern auch der indirekte Erwerb bzw. die Veräusserung von Beteiligungspapieren (Art. 20 Abs. 1 BEHG). Als indirekter Erwerb bzw. Veräusserung gelten dabei Tatbestände, bei denen die Position von formellem Eigentümer und wirtschaftlich berechtigter Person auseinanderfallen (vgl. Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA).<sup>38</sup> Dazu gehören insbesondere Treuhandverhältnisse (lit. a) und Konstellationen, bei welchen dazwischen geschaltete, vom wirtschaftlich Berechtigten beherrschte juristische Personen in Erscheinung treten (lit. b und c). Weiter fallen unter den Begriff des indirekten Erwerbs «alle anderen Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können [...]» (lit. d). «Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben» (Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG).

Die Praxis hat Cash-Settlement-Aktienderivate gestützt auf den Tatbestand des indirekten Erwerbs zunächst auf der Grundlage von Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-EBK<sup>39</sup> (neu: BEHV-FINMA) und nach der Revision des BEHG auf der Grundlage von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG<sup>40</sup> erfasst. Die Rechtfertigung für die Ausdehnung des Begriffs des indirekten Erwerbs auf Cash-Settlement-Aktienderivate lag in folgendem Umstand begründet:

«Beim Kontrahenten des Aktionärs führt der Abschluss solcher Kontrakte [Cash-Settlement-Aktienderivate; *in casu* Equity Swaps mit Barausgleich gemäss ISDA Master Agreement] regelmässig dazu, dass dieser seine Position mit

<sup>37</sup> Thomas Jutz/Simon Schären, Erfassung von Finanzinstrumenten im revidierten Offenlegungsrecht, Revision der BEHV-Finma, ST 2009, 572 (zit. Revision der BEHV-Finma); Urs Schenker, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XI*, Zürich/Basel/Genf 2009, 255 (zit. Meldepflicht bei Derivaten).

<sup>38</sup> BSK BEHG-Weber, N 46 zu Art. 20.

<sup>39</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-2775/2008).

<sup>40</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008).

entsprechenden Aktienbeständen (sog. Hedge) absichert. Bei Erfüllung des Geschäfts kann sich eine Interessengleichschaltung der Parteien des Geschäfts in dem Sinne ergeben, dass der Investor die Aktien erwerben möchte und die Bank resp. der Effektenhändler sie aufgrund des weggefallenen Absicherungsbedarfs veräussern muss. Letzteres am Markt vorzunehmen, kann bei grossen Beständen den Nachteil mit sich bringen, dass dadurch die Preise unter Druck kommen können. Aus diesen Gründen ist beiden Parteien damit gedient, die Aktien en bloc dem Investor zu überlassen.»<sup>41</sup>

Die Unterstellung von Cash-Settlement-Aktienderivaten unter den Tatbestand des indirekten Erwerbs beruht folglich auf der Überlegung, dass die dem Cash-Settlement-Aktienderivat unterliegenden Beteiligungspapiere aufgrund des Hedge-Bestands der Gegenpartei dem Aktionär zugerechnet werden. Dieser Logik folgend interpretieren *Courvoisier/Härtsch* die etwas nebulöse Wendung von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG («Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere [...] zu erwerben») dahingehend, dass Finanzinstrumente erfasst werden sollen, mit denen Beteiligungspapiere blockiert werden. Wie die Autoren ausführen, kann dies beispielsweise bei Optionen der Fall sein, die in bar abgerechnet, aber durch physische Beteiligungspapiere abgesichert werden.<sup>42</sup>

Unklar bleibt allerdings, ob und inwieweit von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG auch Cash-Settlement-Aktienderivate erfasst werden, bei welchen entweder gar keine Absicherung durch physische Referenzaktien, eine Absicherung mit anderen Aktienderivaten oder eine Absicherung mittels Delta-Hedging stattfindet.<sup>43</sup>

Auch das Bundesverwaltungsgericht hat sich mit der Interpretation von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG auseinandergesetzt und in Bezug auf die oben genannte Wendung etwas Klarheit schaffen können. Das Bundesverwaltungsgericht war mit der Frage konfrontiert, ob Cash-Settlement-Aktienderivate (*in casu* Contracts for Difference [CFDs]) als indirek-

ter Erwerb i.S.v. Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG qualifiziert werden können und inwiefern es einem Investor wirtschaftlich möglich ist, über solche Cash-Settlement-Aktienderivate Beteiligungspapiere zu erwerben. Das Gericht hat Folgendes dazu ausgeführt:

«Inwiefern es den Beschwerdeführerinnen nicht möglich (gewesen) sein soll, über CFD Beteiligungspapiere zu erwerben, ist nicht ersichtlich. Wie die Beschwerdeführerinnen selbst vorbringen, braucht es keine vertragliche Abrede, um mittels CFD Beteiligungspapiere zu erwerben [...]. Vielmehr reicht es aus, dass die Möglichkeit besteht, sich bei Auflösung des CFD die Differenz mit dem Basiswert begleichen zu lassen, oder gar, den Basiswert nach dessen Freiwerden beim Schreiber der CFD zu erwerben. Ob diesbezüglich im Zusammenhang mit CFD und anderen Derivaten mit ähnlichen Eigenschaften eine Marktunsicherheit besteht oder nicht, ist [...] nicht massgeblich.»<sup>44</sup>

Gemäss diesem Urteil sind Cash-Settlement-Aktienderivate dann als indirekter Erwerb zu qualifizieren, wenn sie «zum Erwerb von Beteiligungspapieren geeignet sind [...]»<sup>45</sup> und sie «die Möglichkeit zum Zugriff auf den entsprechenden Basiswert eröffne[n] [...]».<sup>46</sup>

### 3.2 Erfassung gestützt auf die allgemeine Offenlegungspflicht

Im Rahmen der Revision des Börsenrechts wurden in einem ersten Schritt zunächst lediglich bedingte Termingeschäfte mit Barabgeltung (Cash-Settlement-Optionen) der Meldepflicht unterstellt.<sup>47</sup> In einem weiteren Schritt sind nunmehr auch unbedingte Termingeschäfte mit Barabgeltung (namentlich Equity Swaps und die eng verwandten CFDs) der Meldepflicht zugeführt worden. Meldepflichtig sind gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA «Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen sowie weitere Differenzgeschäfte». Dies gilt unabhängig davon, ob diese im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben wurden oder nicht.

Mit dieser Unterstellung von Cash-Settlement-Aktienderivaten unter die allgemeine Offenlegungspflicht wird zugleich der indirekte Erwerbstatbestand entlastet. Die Erfassung von Cash-Settlement-Aktienderivaten gestützt auf den Tatbestand des indirekten

<sup>41</sup> Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange, Jahresbericht 2007, 23; siehe auch *Henry T. C. Hu/Bernard Black*, Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions, *University of Pennsylvania Law Review* 2008, 635; *dies.*, The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership, *Southern California Law Review* 2006, 864 ff.

<sup>42</sup> *Matthias Courvoisier/Theodor Härtsch*, Transparenzaufgaben mit unklaren Adressaten und Wirkungen, *NZZ* Nr. 282/2007, 29 (zit. Transparenzaufgaben).

<sup>43</sup> Vgl. *Courvoisier/Härtsch*, Transparenzaufgaben (Fn. 42), 29.

<sup>44</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008), E. 2.2.1.

<sup>45</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008), E. 2.2.1.

<sup>46</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008), E. 2.2.2.

<sup>47</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK (Stand 01.07.2007) und Art. 13 Abs. 1<sup>bis</sup> BEHV-BBK (Stand 01.12.2007).



Erwerbs ist neu nur noch unter den eingeschränkten Bedingungen von Art. 15 Abs. 2 BEHV zulässig.<sup>48</sup>

### 3.2.1 Formellgesetzliche Grundlage

Mit der Unterstellung von Cash-Settlement-Aktienderivaten unter die allgemeine Offenlegungspflicht scheidet Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG als formellgesetzliche Grundlage für die neue Verordnungsbestimmung aus. Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG liegt die Rechtsfigur des indirekten Erwerbs zugrunde, von welcher die neue Verordnungsbestimmung abrückt. Zudem beschränkt sich der Anwendungsbereich von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG aufgrund der legislativen Entstehungsgeschichte und des klaren Wortlauts auf Cash-Settlement-Aktienderivate, welche im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben wurden.<sup>49</sup>

Eine formellgesetzliche Abstützung der neuen Verordnungsbestimmung ist u.E. allerdings auf anderer Grundlage möglich. Gemäss der hier vertretenen Meinung ist eine extensive Auslegung von Art. 20 Abs. 2 BEHG bzw. des Begriffs des Erwerbsrechts vertretbar und wird von einem Teil der Lehre auch befürwortet.<sup>50</sup>

Die EBK rechtfertigte die Unterstellung von Cash-Settlement-Aktienderivaten unter die allgemeine Offenlegungspflicht mit deren wirtschaftlicher Nähe zu Erwerbs- und Veräusserungsrechten in Form von «klassischen» Optionen mit Realerfüllung, welche in Art. 15 Abs. 1 lit. a und b BEHV-FINMA i.V.m. 20 Abs. 2 BEHG normiert sind. In den Erläuterungen zur Verordnungsänderung argumentierte die EBK wie folgt:

«Zusätzlich zu diesen Erwerbs- und Veräusserungsrechten in Form von klassischen Optionen gibt es allerdings weitere Finanzinstrumente, die es einer allgemeinen Meldepflicht zu unterstellen gilt [...]. So wurden bereits per 1. Juli 2007 Optionen, die keine Realerfüllung vorsehen, neu erfasst. Wirtschaftlich nahe kommen diesen Cash-Settlement Optionen die «Contracts for Difference» (Differenzgeschäfte). Ferner weisen auch Equity Swaps im weitesten Sinne Elemente von Wandelrechten auf [...]. Diese Nähe zu den klassischen

Optionen rechtfertigt eine Unterstellung solcher Finanzinstrumente unter eine allgemeine Offenlegungspflicht [...].»<sup>51</sup>

### 3.2.2 Sachlicher Anwendungsbereich von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA

Der weitgehend unklare Begriff «Finanzinstrumente» wird weder im Gesetz noch in der Verordnung genauer definiert; ebenso wenig schaffte die EBK in ihren Erläuterungen diesbezüglich Klarheit.<sup>52</sup> Vor diesem Hintergrund lassen sich u.E. mindestens drei Ansätze zur Auslegung des Begriffs unterscheiden:

- Sämtliche Aktienderivate, die keine Realerfüllung vorsehen und bei denen der Wert der unter den Parteien vereinbarten Barzahlungen von der Kursentwicklung der Referenzaktie abhängt, werden einbezogen (weite Auslegung);
- Nur Aktienderivate, die keine Realerfüllung vorsehen und die mit physischen Referenzaktien abgesichert sind, werden erfasst (enge Auslegung);
- Es werden Cash-Settlement-Aktienderivate erfasst, bei denen zumindest die Möglichkeit besteht, dass der Inhaber des Aktienderivats die physischen Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter erwerben oder veräussern kann als andere Marktteilnehmer (mittlere Variante).

Nach unserer Auffassung ist der dritten Variante der Vorzug zu geben. Im Folgenden besprechen wir die drei Ansätze.

#### Variante 1: Sämtliche Cash-Settlement-Aktienderivate

Gemäss *Schenker* erfasst Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA «grundsätzlich jede vertragliche Vereinbarung, bei der Zahlungsströme von der Kursentwicklung von Aktien abhängig sind». <sup>53</sup> Dies entspricht der lehrbuchmässigen Definition eines Aktienderivats mit Barabgeltung.<sup>54</sup> Gemäss dieser Lesart erfasst Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA sämtliche Finanzinstrumente, die keine Realerfüllung zulassen und deren Wert oder Preis sich nach den Be-

<sup>48</sup> *Jutzi/Schären*, Revision der BEHV-Finma (Fn. 37), 572.

<sup>49</sup> *Von der Crone/Bilek/Hirsche*, Neuerungen (Fn. 1), 3 ff.; *Jutzi/Schären*, Revision der BEHV-Finma (Fn. 37), 573; *Urs Schenker*, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 78 ff. (zit. Übernahmerecht).

<sup>50</sup> BSK BEHG-Weber, N 63 zu Art. 20; *Rolf Watter/Dieter Dubs*, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions X*, Zürich/Basel/Genf 2008, 193; vgl. auch *Watter/Hinsen*, *Empty Voting* (Fn. 3), 19 und 23.

<sup>51</sup> Erläuterungsbericht 2008 (Fn. 4), 12 f.

<sup>52</sup> Erläuterungen 2007 (Fn. 4), 13 ff.; Erläuterungsbericht 2008 (Fn. 4), 12 ff.

<sup>53</sup> *Schenker*, Übernahmerecht (Fn. 49), 82; vgl. auch *Schenker*, Meldepflicht bei Derivaten (Fn. 37), 251 ff.

<sup>54</sup> *Rieger*, Praxisbuch (Fn. 35), 366 definiert derivative Finanzinstrumente als «alle Verträge, die Zahlungsströme [...] beschreiben, deren Grösse von andern Parametern (z.B. [...] Aktienkurse [...]) abgeleitet [...] sind».

dingungen dieses Instruments in Abhängigkeit vom Steigen oder Fallen des Aktienkurses einer Referenzaktie entwickelt.

Eine solche Interpretation überdehnt u.E. den Geltungsbereich von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA. Zunächst ist festzuhalten, dass Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA im Zusammenhang mit Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA steht. Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA präzisieren und engen die weite Umschreibung von Finanzinstrumenten in Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA mit der Wendung ein, dass Finanzinstrumente nur dann meldepflichtig sind, wenn sie wirtschaftlich einen Erwerb resp. eine Veräusserung von Beteiligungspapieren ermöglichen.

Weiter scheint uns, dass eine zu weite Auslegung des Geltungsbereichs von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA zu einer Reihe von Systemwidrigkeiten führt: (1) Falls unter der Wendung «Finanzinstrumente, die wirtschaftlich einen Erwerb oder eine Veräusserung von Beteiligungspapieren ermöglichen» sämtliche Aktienderivate mit Barausgleich zu subsumieren wären, würde die Offenlegungspflicht all jene Transaktionen erfassen, «die in irgendwelcher Art faktische oder wirtschaftliche Positionen zum Erwerb von Beteiligungspapieren vermitteln»;<sup>55</sup> damit wäre Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA gegenstandslos. (2) Eine weite Interpretation würde zu einer Anomalie von Cash-Settlement-Aktienderivaten gegenüber Partizipationsscheinen führen. Funktionell betrachtet sind «stimmrechtslose» Partizipationsscheine und Cash-Settlement-Aktienderivate äquivalente Finanzinstrumente;<sup>56</sup> beide besitzen ein Nutzen-/Risiko-Profil, welches jenem der Aktie entspricht, ohne jedoch Zugang zu Mitgliedschaftsrechten in der Form von Stimmrechten zu vermitteln.<sup>57</sup> M.a.W. vermitteln beide Instrumente eine aktienähnliche Ri-

sikoposition ohne Stimmrechte. Warum sollten also sämtliche Cash-Settlement-Aktienderivate von der Offenlegungspflicht erfasst werden, wenn gleichzeitig Partizipationsscheine davon ausgenommen sind?

Schliesslich stellt sich im Rahmen einer grammatikalischen Auslegung die Frage, weshalb der Gesetz- bzw. Ordnungsgeber nicht die in der Bankenpraxis gängigen Begriffe «Derivate» oder «Aktienderivate»,<sup>58</sup> sondern die umständliche Formulierung «Finanzinstrumente, die wirtschaftlich einen Erwerb oder eine Veräusserung von Beteiligungspapieren ermöglichen», verwendet hat. Es ist davon auszugehen, dass der Ordnungsgeber mit der gewählten Wendung bewusst eine andere, engere Umschreibung wählte als dies die weitgefassten Begriffe «Derivate» oder «Aktienderivate» zugelassen hätten.

Variante 2: Cash-Settlement-Aktienderivate, die mit den physischen Referenzaktien abgesichert werden

In Anlehnung an die Auslegung von *Courvoisier/Härtsch* von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG könnte der Begriff «Finanzinstrumente» gemäss 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA dahingehend verstanden werden, dass davon Finanzinstrumente erfasst werden, mit denen Beteiligungspapiere blockiert werden.

Dieser Ansatz ist u.E. abzulehnen, weil er nicht praktikabel ist. Das «Hedging» durch eine Gegenpartei kann, muss aber nicht, durch Erwerb der Referenzaktien erfolgen. Eine Umfrage von PricewaterhouseCoopers LLP aus dem Jahr 2007 über die Praxis des Hedging von CFD-Positionen, welche von der U.K. Financial Services Authority in Auftrag gegeben wurde, kommt zu folgendem Schluss: «Most [market] participants [...] do not necessarily hedge their CFD positions with the underlying shares».<sup>59</sup> Zwar sagen 85% der befragten Marktteilnehmer, dass «they sometimes hedge with the underlying asset», 46% der befragten Marktteilnehmer «hedge» allerdings mittels «[o]ffsetting positions with derivatives» and 15% «in some other way».<sup>60</sup>

Besonders zu beachten ist, dass Investmentbanken ihre Aktien-Risiken nicht auf der Grundlage jeder

<sup>55</sup> Erläuterungsbericht 2008 (Fn. 4), 14.

<sup>56</sup> Die Äquivalenz der beiden Instrumente setzt voraus, dass das Cash-Settlement-Aktienderivat eine lineare, parallele Entwicklung zur Rendite der Referenzaktie hat oder, finanztechnisch gesprochen, ein Delta von 1 aufweist. Dies gilt etwa für den Equity Swap oder den Short Collar (der Short Collar ist ein zusammengesetztes Derivat, welches aus einem Long-Call und einem Short-Put besteht; sofern beide Optionen den gleichen Ausübungspreis haben, hat dieses Instrument ein Delta von 1).

<sup>57</sup> Partizipationsscheine werden oft als «Aktien ohne Stimmrecht» bezeichnet (vgl. etwa *Till Spillmann*, Partizipationsscheine, GesKR Sondernummer 2008, 45 ff.).

<sup>58</sup> Diese Begriffe sind zudem in Art. 5 lit. a BEHV auch rechtlich definiert.

<sup>59</sup> FSA Consultation (Fn. 20), Annex 4, 3.

<sup>60</sup> FSA Consultation (Fn. 20), Annex 4, 16.

einzelnen Transaktion, sondern eines Portfolio-Ansatzes «hedgen».<sup>61</sup> Aus diesem Grund ist es denkbar, dass eine Gegenpartei zunächst Cash-Settlement-Aktienderivate mit Referenzaktien «hedged», diese aber im Zuge von Portfolio-Umschichtungen später, vor Ende der Laufzeit und ohne Wissen der anderen Partei, wieder verkauft. Weiter wird es oft vorkommen, dass Investmentbanken ihre durch Cash-Settlement-Aktienderivate repräsentierten Aktien-Risiken nicht mit den Referenzaktien, sondern mit anderen Cash-Settlement-Aktienderivaten «hedgen». Weil derartige Risiken im Markt oft weitergereicht werden, entsteht eine eigentliche «Hedging»-Kette.<sup>62</sup> Jeder einzelne Ring dieser Kette kann wiederum nicht mit Referenzaktien, sondern mit weiteren Cash-Settlement-Aktienderivaten abgesichert sein. Am Schluss dieser Kette wird *irgendwo* im Markt eine Partei sein, welche ihre Positionen mit den physischen Referenzaktien absichert. Ob diese Partei dem ursprünglichen Investor allerdings bekannt ist, ist fraglich.

Es ist auch denkbar, dass die Aktien-Risiken (welche über Cash-Settlement-Aktienderivate getragen werden) nicht oder nur teilweise abgesichert werden. Dies wird insbesondere bei Marktteilnehmern der Fall sein, die Derivativpositionen zu spekulativen Zwecken eingehen.

Variante 3: Cash-Settlement-Aktienderivate, die dem Inhaber dieser Instrumente die Möglichkeit eröffnen, die physischen Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter zu erwerben oder zu veräussern als andere Marktteilnehmer<sup>63</sup>

Unter dem Begriff «Finanzinstrumente» werden Cash-Settlement-Aktienderivate erfasst, bei welchen zumindest die Möglichkeit besteht, dass deren Inhaber die physischen Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter erwerben oder veräussern kann als die übrigen Marktteilnehmer. Gemäss diesem, von uns präferierten Ansatz werden Cash-Settlement-Aktienderivate, welche unter den sachlichen Anwendungsbereich von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA fallen, durch folgende kumulativen Eigenschaften definiert: (1) Ihr Wert hängt von der Kursentwicklung der Referenzaktie ab und sie sehen keine Realerfüllung vor (dies entspricht der Definition eines Cash-Settlement-Aktienderivates); (2) sie eröffnen dem Inhaber des Finanzinstruments die Möglichkeit, die physischen Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter zu erwerben oder zu veräussern als andere Marktteilnehmer.

<sup>61</sup> «Es würde für eine Bank wenig Sinn machen, zwei Optionen zu hedgen, deren Risiken sich ohnehin gegenseitig aufheben (z.B. eine Put Short Option und eine Put Long Option mit denselben Parametern)» (Rieger, Praxisbuch [Fn. 35], 160); International Swaps and Derivatives Association, Inc. and Securities Industry and Financial Markets Association, Brief of Amici Curiae, *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, et al. (United States District Court, Southern District of New York, 08 Civ. 2764 [LAK]), 11.

<sup>62</sup> *Bernard S. Black*, Letter to the Securities and Exchange Commission, re: *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund et al.*, in: Defendants' Response to Plaintiffs, June 2, 2008 Submission, *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, et al. (United States District Court, Southern District of New York, 08 Civ. 2764 [LAK]), Exhibit A, 13; vgl. auch Stellungnahme des Schweizerischen Verbands für strukturierte Produkte, Öffentliche Anhörung der Entwürfe für die Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und die neue Übernahmeverordnung (UBV-UEK) per 1. Januar 2009, Zürich, 4. August 2008, 3.

<sup>63</sup> Vgl. die neu implementierten U.K. Disclosure and Transparency Rules (DTR) und die Reformdiskussion in Bezug auf das deutsche Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). DTR 5.3.3G(2)(a) macht die Einbeziehung von Finanzinstrumenten in den meldepflichtigen Bereich vom Erfordernis eines «similar economic effect» abhängig. «[A] financial instrument has a similar economic effect to a qualifying financial instrument in DTR 5.3.1R(1)(a), if its terms are referenced, in whole or in part, to an issuer's shares and, generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled physically in shares or in cash. This is because such an instrument may give the holder the potential to gain an economic advantage in acquiring, or gaining access to, the underlying shares. For example, that result may occur because of the likelihood that the counterparty will have hedged with the underlying shares or with an instrument which may provide access to such shares. The holder may then be in a more advantageous position, compared to other market users (i.e. other potential purchasers of the shares), to gain access to those shares, either directly from the counterparty, or indirectly, for example in the market following sale by the counterparty» (Financial Services Authority, Policy Statement 09/3, Disclosure of Contracts for Difference – Feedback on CP08/17 and final rules, March 2009, Appendix 1, Final Handbook text, 5 [zit. FSA Feedback]); *Theodor Baums/Maike Sauter*; *Anschleichen an Übernahmemeziele mit Hilfe von Aktienderivaten*, ZHR 2009, 454 ff., 498.

Dieser Ansatz hat u.E. folgende Vorteile:

- Eine Grundkonzeption des Offenlegungsrechts, nämlich der enge Bezug zwischen Offenlegungspflicht und Zugang zu mit Stimmrechten versehenen Beteiligungspapieren, wird – anders als unter Variante 1 – nicht gänzlich über Bord geworfen. U.E. stellt Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA keine hinreichende Grundlage für eine rein wirtschaftliche Betrachtungsweise dar, der zufolge Risikopositionen in den meldepflichtigen Bereich einbezogen würden, unabhängig davon, ob diese der betreffenden Partei einen Zugang zu Referenzaktien verschaffen (der über die blosser Möglichkeit, die Referenzaktien am Markt zu erwerben, hinausgeht);<sup>64</sup>
- die Präzisierung des Geltungsbereichs von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA durch Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 und lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA wird berücksichtigt;
- der Ansatz führt u.E. nicht zu den Systemwidrigkeiten, welche im Zusammenhang mit Variante 1 auftreten; das Auslegungsergebnis fügt sich harmonischer in das Gesamtsystem der Offenlegung (Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA; Partizipations-scheine) ein;
- im Rahmen dieser Interpretation gelingt es zumindest, plausibel zu machen, warum der Gesetz- bzw. Ordnungsgeber nicht den allgemein bekannten Begriff des Aktienderivats verwendet, sondern die etwas umständliche Wendung Finanzinstrumente, «die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere [...] zu erwerben»;<sup>65</sup>
- der Ansatz steht im Einklang mit empirischen Studien, welche zeigen, dass die Offenlegung von reinen Finanzinteressen für sich genommen keinen signifikanten Einfluss auf die Aktienkurse der Referenzaktien hat;<sup>66</sup>
- die im Rahmen des indirekten Erwerbs vom Bundesverwaltungsgericht geleistete Auslegungs-

arbeit, wonach Cash-Settlement-Aktienderivate dann der Meldepflicht unterstehen, wenn sie «zum Erwerb von Beteiligungspapieren geeignet sind»<sup>67</sup> und sie «die Möglichkeit zum Zugriff auf den entsprechenden Basiswert eröffne[n] [...]»,<sup>68</sup> wird aufgegriffen und weiterentwickelt.

### 3.2.3 *Exchange-traded* oder OTC? Sollen über einen anonymen Markt erworbene Cash-Settlement-Aktienderivate der Offenlegungspflicht unterstehen?

Die Unterscheidung von börslich und ausserbörslich (OTC) gehandelten Aktienderivaten ist relevant für die hier diskutierte Fragestellung, ob und inwieweit Cash-Settlement-Aktienderivate geeignet sind, dem Inhaber dieser Instrumente die Möglichkeit zu eröffnen, die physischen Referenzaktien wirtschaftlich vorteilhafter zu erwerben oder zu veräussern als andere Marktteilnehmer.

Grundsätzlich sind börslich gehandelte Cash-Settlement-Aktienderivate nicht geeignet, einen solchen privilegierten Zugang zu den Referenzaktien zu ermöglichen. Dies aus mindestens zwei Gründen: (1) Börslich gehandelte Instrumente unterliegen standardisierten Kontraktpezifikationen, was eine Umwandlung von Cash-Settlement-Aktienderivaten in herkömmliche Aktienderivate mit Realerfüllung rechtlich verunmöglicht und faktisch erschwert. (2) Das *Central Counterparty System* (CCP-System), welches den Handel an organisierten Terminmärkten auszeichnet,<sup>69</sup> führt zu einer Anonymisierung der Börsenabschlüsse (*Post Trade Anonymity*).<sup>70</sup> Dies erschwert bzw. verunmöglicht die Übernahme der dem Geschäft zugrunde liegenden Referenzaktien aufgrund des *irgendwo* im Markt vorhandenen Hedge-Bestands.

Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass die sog. «barbarians at the gate» schweizerischer Traditionsunternehmen (Unaxis, Saurer, Ascom, Sulzer, Im- plenia) ausschliesslich die «Keule» der OTC-Deri-

<sup>64</sup> A.M. SWX Swiss Exchange, Stellungnahme im Rahmen der öffentlichen Anhörung zu den Entwürfen für die Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und die neue Übernahmeverordnung (UEV) per 1. Januar 2009, Zürich, 31. Juli 2008, 8; Offenlegungsstelle, Jahresbericht 2008 (Fn. 6), 10 f.

<sup>65</sup> Art. 12 Abs. 1 lit. a Ziff. 4 BEHV-FINMA; vgl. auch Art. 12 Abs. 1 lit. b Ziff. 3 BEHV-FINMA mit der gleichen Wendung in Bezug auf die Veräusserung von Beteiligungspapieren.

<sup>66</sup> Vgl. oben Ziff. III. 2.2.

<sup>67</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008), E. 2.2.1.

<sup>68</sup> BVGE vom 18. Dezember 2008 (B-635/2008), E. 2.2.2.

<sup>69</sup> So etwa der Handel an der Eurex; vgl. *Contratto*, Konzeptionelle Ansätze (Fn. 23), 38; *Peter Nobel*, Transnationales und Europäisches Aktienrecht, Bern 2006, 538 ff.

<sup>70</sup> *Contratto*, Konzeptionelle Ansätze (Fn. 23), 39; vgl. auch *Patrik Rüthemann/Boris Hutter/Roger Ganz/Thomas Tschudi/Thomas Lindauer*, *Swiss Derivative Guide 2010*, Zürich, Oktober 2009, Handelsformen, 20 ff.

vate geschwungen haben.<sup>71</sup> Im Gegensatz zu börslich gehandelten Instrumenten werden OTC-Derivate individuell mit der Gegenpartei ausgehandelt und können grundsätzlich dazu geeignet sein, dem Inhaber dieser Instrumente einen privilegierten Zugang zu den dem Geschäft unterliegenden Beteiligungspapieren zu gewähren.

Vieles spricht deshalb dafür, börslich gehandelte Cash-Settlement-Aktienderivate vom Anwendungsbereich der allgemeinen Offenlegungspflicht auszunehmen.<sup>72</sup> Die von uns vorgeschlagene Auslegung von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA würde eine solche Einschränkung ermöglichen.

<sup>71</sup> So benutzte z.B. die Gruppe um Laxey Partners Ltd. im Übernahmekampf um die Implenia AG die CFDs gemäss dem «Credit Suisse Portfolio Swaps (Standard Terms) Annex» (vgl. BVGE vom 18. Dezember 2008 [B-635/2008], Sachverhalt, B).

<sup>72</sup> Vgl. hierzu die ausländische Diskussion: CONSOB, Position Paper on the Disclosure of Cash-Settled Derivatives, 8 October 2008, 21; FSA Feedback (Fn. 63), 7.