Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 96

Mergers & Acquisitions XI

Herausgeber: Rudolf Tschäni

Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten

Urs Schenker

Schulthess §

Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten

Urs Schenker

Inhalt

I. Die börsenrechtliche Meldepflicht 252

II. Zweck der Meldepflicht 253

III. Die Meldepflicht bei Derivaten 255
1. Begriff des Derivates/Finanzinstruments 255
2. Die gesetzliche Grundlage der Meldepflicht bei Derivaten 258
3. Die konkrete Regelung der Meldepflicht von Derivaten in der BEHV-FINMA 261
a) Derivate mit Realerfüllung 262
aa) Derivate ohne Potestativbedingung 262
bb) Erwerbs- und Verkaufsrechte mit Realerfüllung (Optionen und Wandelrechte) 263
b) Derivate ohne Realerfüllung 265
aa) Die Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA 266
bb) Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA 268
cc) Meldepflicht von Derivaten als indirekter Aktienbesitz 271
c) Kritische Würdigung der Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA 274
4. Ausnahme von der Meldepflicht bei Derivaten 278
5. Die Meldung 279

IV. Schlussfolgerungen 282

Literaturverzeichnis 284

I. Die börsenrechtliche Meldepflicht

Gemäss Art. 20 BEHG ist eine Person, deren Besitz von Aktien bzw. meldepflichtigen Derivaten aufgrund des Erwerbs von Aktien oder Derivaten den Grenzwert von 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, $33^1/_3$%, 50% oder $66^2/_3$% der Stimmrechte[1] erreicht oder überschreitet, dazu verpflichtet, diese Tatsache der Gesellschaft und der Börse, an der die betreffenden Aktien kotiert sind, zu melden[2]. Die gleiche Meldepflicht gilt auch, wenn der Bestand von Aktien bzw. meldepflichtigen Derivaten einer Person über einem dieser Grenzwerte liegt, aber durch eine Veräusserung von Aktien oder Derivaten bzw. durch den Verfall oder die Ausübung von Derivaten unter diesen Grenzwert fällt[3].

Für die Auslösung der Meldepflicht ist nicht allein die Gesamtposition von Aktien und Derivaten, die ein Anleger hält, massgebend. Die Meldepflicht wird bereits ausgelöst, wenn innerhalb der Gesamtposition die Erwerbsposition[4], die Veräusserungsposition[5] oder der Aktienbestand[6] einen der massgebenden Grenzwerte erreicht, überschreitet oder unterschreitet[7].

1 Für die Gesamtzahl der Stimmrechte ist gemäss Art. 12 Abs. 2 BEHV-FINMA der Eintrag im Handelsregister massgebend.

2 Zur Meldepflicht kommt es auch, wenn ein Grenzwert erreicht oder überschritten wird, weil sich die Gesamtzahl der Aktienstimmen durch eine Herabsetzung des Kapitals vermindert.

3 Wird ein Grenzwert unterschritten, weil sich die Gesamtzahl der Stimmrechte durch die Ausgabe neuer Aktien erhöht, so kann es ebenfalls zur Meldepflicht kommen, ohne dass der betreffende Aktionär die Zahl seiner meldepflichtigen Titel vermindert.

4 Aktien und Derivate, die zum Erwerb von Aktien führen können, bzw. Derivate mit Barabrechnung, deren Besitzer von einem Anstieg der Aktienkurse profitiert.

5 Derivate, die zum Verkauf von Aktien führen können, bzw. Derivate mit Barabrechnung, deren Besitzer von einem Rückgang der Aktienkurse profitiert; Leerverkäufe sind dagegen nach der heutigen Praxis nicht meldepflichtig.

6 Vgl. zu den einzelnen Positionen im Detail Ziff. III. hinten.

7 IFFLAND/GILLIARD, 373. Mit der Revision des Melderechts per 1. Dezember 2007 wurde diese Aufspaltung der Meldung notwendig, weil die Meldepflicht auf Derivate ausgedehnt wurde, die nicht zum Erwerb, sondern zum Verkauf von Aktien führen (Veräusserungspositionen) und auch Derivate erfasst wurden, die keine Realerfüllung vorsehen, womit sich die Meldepflicht von der Darstellung der Stimmrechtsverhältnisse stark entfernt hat. Der Umstand, dass die Meldepflicht derart unterschiedliche Positionen erfasst, führt dazu, dass die Meldung einer Gesamtposition, bei der die oben aufgeführten drei Komponenten miteinander ausgewiesen bzw. verrechnet würden, keine nützliche Information mehr über die tatsächlichen Stimmrechtsverhältnisse ergeben würde. Daher kann nur noch ein getrennter Ausweis der einzelnen Komponenten zu einer sinnvollen Information des Marktes beitragen.

Die Meldung, die beim Erreichen bzw. beim Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes gemacht werden muss, muss aber immer alle drei Komponenten der meldepflichtigen Gesamtposition beinhalten, damit sich die Marktteilnehmer ein vollständiges Bild der ökonomischen Position und der Stimmkraft der meldepflichtigen Person machen können.

II. Zweck der Meldepflicht

Zweck der Meldepflicht ist es, in Bezug auf die Beherrschungsverhältnisse bei kotierten Gesellschaften transparente Verhältnisse zu schaffen[8], um auf diese Weise folgende Ziele zu erreichen:

– *Information der Anleger über Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften*

  Die Beteiligungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften und vor allem Verschiebungen von Beteiligungen, die zu einer Änderung in der Beherrschung einer Gesellschaft führen, sind kursrelevante Informationen, die für die Investitionsentscheide der übrigen Aktionäre wesentlich sind. Primärer Zweck der Meldepflicht ist es, sicherzustellen, dass die Anleger diese Informationen erhalten und entsprechend bei ihren Investitionsentscheiden berücksichtigen können[9].

8 Vgl. Art. 1 BEHG; SWX Offenlegung von Beteiligungen, Januar 1998, 7; BGE 2A.174/2001; vgl. Jahresbericht 2002 der Offenlegungsstelle SWX; WEY, 191; SENN, 40; BERTSCHINGER, 284; vgl. zu den grundsätzlichen Überlegungen im Zusammenhang mit Transparenz: DRUEY, 36 ff.

9 Botschaft BEHG, 19 f.; WEBER, BSK N 7 f. zu Art. 20 BEHG; KÜNG/HUBER/KUSTER, N 1 zu Art. 20 BEHG; FERRARINI, 2, der ausdrücklich darauf hinweist, dass dies Informationen sind, welche die Effizienz des Marktes steigern; vgl. dazu Ziff. I. vorne.

– *Frühwarnsystem für Übernahmen*

Die Meldepflicht soll verhindern, dass ein Aktionär „heimlich" die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt, indem er sich langsam eine Mehrheitsposition aufbaut und Anleger sowie Gesellschaft erst informiert werden, wenn er bereits die Kontrolle über die Gesellschaft gesichert hat[10]. Die Marktteilnehmer sollen frühzeitig informiert werden, wenn ein Aktionär versucht, eine grosse Beteiligung aufzubauen. Die Meldungen über den Beteiligungsaufbau eines Aktionärs ermöglichen aber auch der Zielgesellschaft, auf die drohende Übernahme zu reagieren, indem sie z.B. die in ihren Statuten vorgesehenen Abwehrmassnahmen zur Anwendung bringt oder selbst einen Bieterwettbewerb einleitet, um für ihre Aktionäre den maximal möglichen Preis zu erreichen[11].

– *Durchsetzung der Angebotspflicht*

Die Meldepflicht dient auch dazu, die in Art. 32 BEHG vorgesehene Pflicht zur Unterbreitung eines Übernahmeangebotes durchzusetzen, da die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre aufgrund der Meldungen des betreffenden Aktionärs feststellen können, ob dieser den für die Meldepflicht massgebenden Grenzwert überschritten hat[12]. Die hohen Bussen, die bei einer Verletzung der Meldepflicht ausgefällt werden können[13], stellen sicher, dass ein Aktionär, der den für ein Pflichtangebot massgebenden Grenzwert überschreitet, dies auch tatsächlich bekannt gibt und nicht versucht, die Angebotspflicht durch Verheimlichung seines Aktienbestandes zu vermeiden.

10 Botschaft BEHG, 20, 42; VON DER CRONE, 64; WEBER, BSK N 7 zu Art. 20 BEHG; NOBEL, SZW, 925.

11 Kritisch zu dieser Vorwarnfunktion, die Übernahmen verhindert bzw. erschwert und damit die Funktionsfähigkeit es Marktes für Unternehmenskontrolle behindert, SCHILTKNECHT, 53; vgl. KUNZ, 236, der betont, dass die Meldepflicht „nicht den Schutz von VR oder Management von Publikumsgesellschaften" anstrebt.

12 MEIER-SCHATZ, 95; NOBEL, Übernahme, 160; GOTSCHEV, 86.

13 Art. 41 BEHG, dazu im Einzelnen WEBER, BSK, N 6 ff. zu Art. 41 BEHG.

III. Die Meldepflicht bei Derivaten

1. Begriff des Derivates/Finanzinstruments

Art. 15 BEHV-FINMA, der die Meldepflicht bei Derivaten regelt, geht vom Begriff des „Finanzinstruments" aus, definiert diesen aber nicht, sondern setzt diesen als bekannt voraus. Dementsprechend ist davon auszugehen, dass der Begriff des Finanzinstruments bzw. des Derivats im Melderecht, dem in der allgemeinen Fachsprache verwendeten Begriff entspricht und dementsprechend alle vertraglich geregelten Terminkontrakte umfasst, bei denen die Leistungen der Vertragsparteien von der Entwicklung einer oder mehrerer zugrunde liegender Variablen abhängen[14]. Da sich das Melderecht auf Stimmrechte bezieht, sind für das Melderecht nur die Finanzinstrumente bzw. Derivate relevant, die Beteiligungspapiere mit Stimmrechten, d.h. Aktien betreffen. Der Begriff des Derivats bzw. Finanzinstruments umfasst eine Vielzahl von sehr unterschiedlichen Vertragsverhältnissen, wie insbesondere Termingeschäfte, bedingte Termingeschäfte, Swaps, Optionen, Differenzgeschäfte sowie kombinierte Produkte, die sich aus einem derartigen Finanzinstrument und einer Festgeldanlage zusammensetzen. Vom Begriff des Finanzinstruments werden aber auch alle Kursabsicherungsgeschäfte erfasst, bei denen sich eine Partei von der anderen bestimmte Leistungen versprechen lässt, wenn der Kurs einer Aktie steigt oder fällt, bzw. einen bestimmten Grenzwert über- oder unterschreitet.

Eines der Charakteristika des Derivatmarktes ist, dass entsprechend den Bedürfnissen der Marktteilnehmer und der Marktsituation immer wieder neue Produkte und Produktvarianten entwickelt werden, was dazu führt, dass der Derivatmarkt sowohl bezüglich der verfügbaren Produkte wie auch bezüglich der Marktteilnehmer und des Einsatzes dieser Produkte für bestimmte Transaktionen dauernd im Fluss ist[15]. Wenn immer neue Produkte auftreten, stellt sich natürlich jedes Mal auch die Frage, ob und wie diese Produkte von der Meldepflicht erfasst werden.

14 BOEMLE/GSELL/JETZER/NYFFELER/THALMANN, 304.

15 Einen Einblick in diese stete Entwicklung gibt die Swiss Derivative Map, <www.svsp-verband.ch/home/swissderivativemap>.

Für das Melderecht ist vor allem die Unterscheidung in Derivate mit Realerfüllung und Derivate ohne Realerfüllung entscheidend. Derivate mit Realerfüllung sind Verträge, bei denen die eine Partei verpflichtet oder berechtigt ist, bestimmte Aktien zu liefern oder zu kaufen, wobei diese Verpflichtung allerdings – je nach konkreter Ausgestaltung des Derivats – verschiedenen Bedingungen, soweit die Frage der Erfüllung von einer Entscheidung einer Partei abhängt, d.h. eine Potestativbedingung vorliegt, werden diese Derivate im allgemeinen als „Optionen" bezeichnet, unterworfen sein kann. Derivate ohne Realerfüllung sind dagegen Vereinbarungen, bei denen keine Lieferung von Aktien vorgesehen ist, sondern nur Ausgleichszahlungen zwischen den Parteien, die von der Kursentwicklung bestimmter Aktien abhängen. Während Derivate mit Realerfüllung letztlich immer in irgendeiner Weise bedingte oder zeitlich aufgeschobene Kaufverträge darstellen, sind Derivate ohne Realerfüllung reine Finanz- bzw. Differenzgeschäfte, die ohne jede kaufrechtliche Komponente nur Ausgleichszahlungen vorsehen.

Derivate wurden in den letzten Jahren zum Teil zur Vorbereitung von Übernahmen bzw. zum Erwerb grösserer Beteiligungen an kotierten Gesellschaften eingesetzt[16]. Dies hat dazu geführt, dass Derivate auch im Mittelpunkt der per 1. Dezember 2007 in Kraft getretenen Revision des Melderechts standen und dass das Parlament mit Art. 20 Abs. 2bis BEHG eine spezielle Norm geschaffen hat, die es erlaubt, Derivate, die keine Realerfüllung vorsehen, unter bestimmten Voraussetzungen in die Meldepflicht einzubeziehen, falls diese Derivate im Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot erworben werden[17].

Die Frage, ob und wie Derivate der Meldepflicht zu unterstellen sind, ist in Anbetracht der sehr unterschiedlichen Ausgestaltung von Derivaten eine grosse Herausforderung für den Gesetzgeber bzw. Regulator. Gewisse Derivate stellen bei wirtschaftlicher Betrachtung nichts anderes dar als aufgeschobene Käufe[18] und müssen daher der Meldepflicht unterstellt werden, damit der Zweck der Meldepflicht, Transparenz zu schaffen, erreicht werden

16 Vgl. Empfehlung der UEK vom 13. Oktober 2006 i.S. Saurer (Sachverhaltsdarstellung L). Jahresbericht 2006 der Offenlegungsstelle SWX Ziff. 3; IFFLAND/GILLIARD, 366 f.

17 Vgl. EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 1.1.2.

18 Z.B. Deep in the money call options oder forward purchases.

kann. Andere Derivate[19] haben dagegen keinen Bezug zu Aktien oder Stimmrechten und führen nicht zu einer Veränderung der Beherrschungsverhältnisse bei der betroffenen Gesellschaft; die Unterstellung dieser Derivate führt deshalb auch zu falschen Signalen für die Marktteilnehmer. Gesetzgeber und Regulator müssen daher die Grenze zwischen meldepflichtigen und nicht meldepflichtigen Derivaten aufgrund des Zwecks der Meldepflicht definieren, d.h. sicherstellen, dass potentielle Verschiebungen in der Beherrschung eines Unternehmens gemeldet werden, gleichzeitig aber falsche Signale vermieden werden[20]. Wie unten zu zeigen ist, hat der Gesetzgeber diese Problematik dadurch gelöst, dass er Derivate mit Realerfüllung als meldepflichtig erklärt hat; bei Derivaten ohne Realerfüllung dagegen nur dann eine Meldung vorsieht, wenn diese aus wirtschaftlicher Sicht zum Erwerb von Aktien dienen und zur Vorbereitung eines Übernahmeangebotes erworben werden. EBK und FINMA haben dagegen den Kreis der meldepflichtigen Derivate wesentlich weiter gezogen und unterstellen jedes Derivat, das sich auf Aktien bezieht, der Meldepflicht[21]. EBK bzw. FINMA versuchen, das Problem falscher Signale dadurch zu vermeiden, dass sie eine detaillierte Beschreibung der einzelnen Derivate in der Meldung verlangen[22]; dieses Konzept kann allerdings falsche Signale nur ganz beschränkt vermeiden, da die in der Meldung aufgeführten Derivate nur eine Momentaufnahme darstellen; die wirtschaftliche Position des meldepflichtigen Marktteilnehmers kann sich durch den späteren Austausch von Derivaten äusserst stark verändern, ohne dass es zu einer neuen Meldung kommen muss, so dass die im Zeitpunkt ihrer Publikation genaue Meldung ihre Aussagekraft völlig verliert.

19 Z.B. Differenzgeschäfte auf Baskets von verschiedenen Aktien oder Kombinationsprodukte von Differenzgeschäften und Kennmarktanlagen ohne Auslieferung von Titeln.

20 Die EBK hält im Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.5 deshalb auch fest, „in der Praxis haben sich im Zusammenhang mit der untersten Meldeschwelle von 3% und namentlich der Meldepflicht von Cash-Settlement Optionen indes eine Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen ergeben, die wenig hilfreich sind und eher zu Desinformation als zu mehr Transparenz führen".

21 Zur Frage der Gesetzmässigkeit dieser Bestimmung siehe Ziff. III.3. unten.

22 Dazu im Einzelnen Ziff. III.5. hinten.

2. Die gesetzliche Grundlage der Meldepflicht bei Derivaten

Im Rahmen der oben erwähnten Gesetzesrevision wurden Art. 20 Abs. 1 und 2 BEHG per 1. Dezember 2007 wie folgt neu gefasst um Derivate zu erfassen:

> Abs.1:
>
> „Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien *oder Erwerbs- bzw. Veräusserungsrechte bezüglich Aktien* einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 oder 66 2/3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden."
>
> Abs. 2:
>
> „Die Umwandlung von Partizipations- oder Genussscheinen in Aktien und die Ausübung von Wandel- und Erwerbsrechten sind einem Erwerb gleichgestellt. *Die Ausübung von Veräusserungsrechten ist einer Veräusserung gleichgestellt.*"
>
> (Änderungen gegenüber der bis 30. November 2007 geltenden Fassung kursiv).

Gleichzeitig wurde bei Art. 20 BEHG ein zusätzlicher Abs. 2^{bis} eingefügt:

> „Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben."

Bei der Revision von Art. 20 BEHG ging das Parlament davon aus, dass die bisher in Art. 20 Abs. 1 und Abs. 2 BEHG erwähnten Erwerbs- oder Veräusserungsrechte nur Derivate erfassen, die eine Realerfüllung vorsehen, d.h. tatsächlich den Kauf bzw. den Erwerb von Aktien ermöglichen und somit potestativ bedingte Kaufverträge darstellen, die bei Abgabe der entsprechenden Ausübungserklärung zur Verschiebung von Stimmrechten führen[23]. Da 2006 sowie 2007 einige Anbieter öffentliche Übernahmen dadurch vorbereitet haben, dass sie Derivate ohne Realerfüllung erworben haben[24], wollte das Parlament auch Derivate erfassen, die zwar keine Realerfüllung vorsehen, d.h. kein Recht auf tatsächliche Lieferung der unterliegenden Aktien beinhalten, aber in wirtschaftlicher Hinsicht in Zusammenhang mit Übernahmen den Erwerb von Aktien ermöglichen[25]. Weil das Parlament aber keine allgemeine Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung einführen, sondern nur Übernahmesituationen regeln wollte, beschränkt es die Meldepflicht in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG auf Derivate ohne Realerfüllung, die den Erwerb von Aktien im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot ermöglichen. Damit definiert das Parlament eine klare Grenze für die Meldung von Derivaten ohne Realerfüllung: Diese sollten nur dann der Meldepflicht unterliegen, wenn die spezifischen, in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG genannten Voraussetzungen erfüllt sind. Dies brachte in der parlamentarischen Beratung Nationalrat Schneider-Ammann, der Initiant von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG war, sehr klar zum Ausdruck[26]:

> „Der beantragte Regelungssatz zählt nun diese indirekten Beteiligungen, welche bei einem Dritten parkiert sein können, rein rechnerisch dem eigentlichen Akteur zu. Die vorgeschlagene Zurechnung findet *nur* im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot ihre Anwendung, eine Einschränkung ist also *nur* im Zusammenhang mit einer Übernahme gegeben. Die Norm ist bezüglich Tatbestand vom Regelungszweck her klar gefasst, aber dennoch genügend offen gestaltet, um auch zukünftige Neuschöpfungen der Finanzfachleute zu erfassen. [...] Die Regelung führt im Umfeld einer Übernahme, wo Informationen bezüglich des Aktionariates besonders wichtig sind, zusammen mit anderen Offenlegungsregeln zur nötigen grossen Transparenz. [...] Der Regelungsadressat ist *ausschliesslich* der Übernahmeinteressent re-

[23] Vgl. Votum Germann, AB 2007 S 405, der ausdrücklich festhielt, dass es sich bei Optionen um Anrechte für den Erwerb von Aktien handelt.

[24] Vgl. Votum Schneider-Ammann, AB 2007 N 104 f., der Initiant von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG war.

[25] Votum Schwander, AB 2007 N 104, der festhielt, dass mit Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG nun neu auch noch Erwerbs- und Veräusserungsrechte ohne Rechtsanspruch auf Übertragung von Aktien erfasst werden. Den Äusserungen der Parlamentarier und vor allem auch von Herrn Schneider-Ammann als Initiant der neuen Regelung kommt grosse Bedeutung zu, da diese neue Regelung nicht vom Bundesrat vorgeschlagen worden ist und deshalb keine Botschaft existiert, sondern im Rahmen der parlamentarischen Beratung des FINMAG von Herrn Schneider-Ammann vorgeschlagen wurde.

[26] AB 2007 N 105, Diese Beschränkung der Meldepflicht ermöglichte wohl auch eine Mehrheit in der parlamentarischen Beratung zu erreichen, da sich verschiedene Parlamentarier gegen eine Überregulierung wandten.

spektive der Anbieter. Mithin besteht *kein* Sanktionsrisiko für andere professionelle Marktteilnehmer. Die Regelung ist zielführend und dennoch moderat."

[Hervorhebung zugefügt]

Das Parlament folgte mit dieser Eingrenzung der Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung dem in Art. 1 BEHG festgelegten Transparenzzweck des Gesetzes: Mit der Beschränkung der Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung auf Übernahmesituationen und auf Derivate, die in wirtschaftlicher Sicht den Erwerb von Aktien ermöglichen, wollte das Parlament sicherstellen, dass ein Übernehmer eine Meldung machen muss, wenn er derartige Derivate verwendet, um im Hinblick auf eine Übernahme eine Position aufzubauen. Anderseits wollte das Parlament aber auch vermeiden, dass durch die Meldung aller Derivate ohne Realerfüllung falsche Signale an den Markt gelangen[27]. Werden nämlich alle Derivate gemeldet, die keine Realerfüllung vorsehen und deshalb keinen Bezug zu den Stimmrechts- und Besitzverhältnissen einer Gesellschaft haben, so entsteht bei den Aktionären durch die entsprechende Meldung – wie vorne dargestellt – ein verfälschtes Bild, was das Parlament offensichtlich vermeiden wollte.

Die Regelung, welche vom Parlament vorgesehen wurde, ist hinsichtlich des Zwecks der Meldepflicht, heimliche Übernahmen zu vermeiden, sehr effizient. Baut nämlich eine Person, die ein Übernahmeangebot plant bzw. später durchführt, eine kontrollierende Position dadurch auf, dass sie Derivate ohne Realerfüllung erwirbt und diese benutzt, um später Aktien zu kaufen, so muss sie dies bereits beim Erwerb der betreffenden Derivate offen legen. Dies führt letztlich dazu, dass die Übernahmeabsicht publik wird und keine heimliche Vorbereitung mehr möglich ist[28]. Konsequenz ist, dass derartige Instrumente nicht mehr für die Vorbereitung von Übernahmen verwendet werden, da sie den Übernehmer dazu zwingen, seine Absicht frühzeitig offen zu legen, was dem Willen des Parlamentes entspricht. Wie hinten dargestellt, hat die von EBK bzw. FINMA eingeführte flächendeckende Offenlegungspflicht für Derivate ohne Realerfüllung keine derartige Signalwirkung mehr,

27 FSA Consultation Paper 07/20, 22, wo die FSA aufzeigt, welche Probleme durch die Meldung von Differenzgeschäften, d.h. rein ökonomischen Interessen auftreten.

28 Die Strafe gemäss Art. 41 BEHG ist derart prohibitiv, dass es eine Partei, die später ein öffentliches Angebot macht, nie wagen wird, derartige Instrumente ohne entsprechende Meldung zu verwenden.

da keine spezifische Offenlegung mehr erfolgen muss, wenn derartige Derivate im Hinblick auf eine Übernahme erworben werden; der entsprechende Erwerb geht in der allgemeinen Derivatmeldung gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA unter.

3. Die konkrete Regelung der Meldepflicht von Derivaten in der BEHV-FINMA

EBK bzw. FINMA haben die Meldepflicht auf der Basis von Art. 20 Abs. 5 BEHG in der BEHV-FINMA konkretisiert[29]. Diese Bestimmung erlaubt der Aufsichtsbehörde den Erlass von Bestimmungen über den Umfang der Meldepflicht, die Behandlung von Erwerbsrechten, die Berechnung der Stimmrechte sowie über die Fristen, in welchen der Meldepflicht nachgekommen werden muss. Diese Delegationsnorm wird von der EBK und FINMA aber äusserst weit interpretiert, da sie – wie unten dargestellt – die Meldepflicht bei Derivaten ohne Realerfüllung weit über den von Art. 20 BEHG gesteckten Rahmen hinaus ausgedehnt haben. Obwohl Art. 20 Abs. 5 BEHG vom „Umfang" der Meldepflicht spricht, lässt sich aus dieser Bestimmung keine Kompetenz zur Erweiterung der meldepflichtigen Tatbestände ableiten:

- Eine Erweiterung der meldepflichtigen Tatbestände über den gesetzlichen Rahmen hinaus widerspricht dem Prinzip der Gewaltentrennung; wo Pflichten der rechtsunterworfenen Personen durch den Gesetzgeber festgelegt werden, können diese von der vollziehenden Behörde nicht im Rahmen einer Verordnung erweitert werden[30]. Gerade im Bereich der Derivate ohne Realerfüllung wären sonst die oben dargestellten Überlegungen und Debatten des Parlamentes über die Grenze der Meldepflicht und die genaue Formulierung von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG gar nicht notwendig gewesen, wenn EBK bzw. FINMA unabhängig von Entscheiden des Parlamentes weitere bzw. alle Derivate einer Meldepflicht unterstellen könnten.
- Da Verletzungen der Meldepflicht gemäss Art. 41 BEHG drakonischen Strafen unterstellt sind[31], widerspricht die Ausdehnung der meldepflich-

29 VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, 2.

30 HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, N 138; BGE 130 I 140, 149, 126 II 283.

31 WEBER, BSK, N 6a ff. zu Art. 41 BEHG.

tigen Tatbestände auch dem Grundsatz, dass eine Strafe eine gesetzliche Grundlage haben muss, da auf diese Weise der Umfang der strafrechtlich geahndeten Taten von der Vollzugsbehörde neu festgelegt bzw. stark erweitert würde[32].

a) Derivate mit Realerfüllung

Bei den Derivaten mit Realerfüllung ist es entscheidend, ob die Rechte und Pflichten der Parteien einer Potestativbedingung unterstehen:

aa) Derivate ohne Potestativbedingung

Sieht ein Derivat eine Realerfüllung vor und ist die Lieferung von Aktien entweder unbedingt[33] vorgesehen oder an Bedingungen geknüpft[34], die nicht von einer Entscheidung bzw. einer Willensäusserung einer der Parteien abhängen, so liegt ein bedingter Kaufvertrag bzw. ein Kaufvertrag mit aufgeschobenem Vollzugsdatum vor. Derartige Transaktionen werden melderechtlich nicht als Derivate erfasst, sondern werden als Kauf bzw. Verkauf von Aktien qualifiziert, da gemäss Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA die Meldepflicht mit dem Abschluss eines Verpflichtungsgeschäftes über Erwerb oder Veräusserung von Aktien entsteht und diese Bestimmung auch bedingte Verträge umfasst[35]. Dies führt dazu, dass in derartigen Fällen nicht im Rahmen der Erwerbs- oder Veräusserungsposition Finanzinstrumente gemeldet werden, sondern die meldepflichtige Aktienposition des Verkäufers unmittelbar bei Abschluss der betreffenden Vereinbarung verringert wird, während die Aktienposition des Käufers sich in diesem Zeitpunkt entsprechend erhöht. Diese Behandlung ist letztlich aber nicht sachgerecht, da auf diese Weise die Stimmrechtsverhältnisse nicht richtig dargestellt werden; bis zum Vollzug

32 DONATSCH/TAG, 29; BGE 124 IV 292; vgl. HANGARTNER, St. Galler Kommentar zu Art. 5 BV, Rz. 7; vgl. auch HANGARTNER/KLEY, Rz. 955-977.

33 Unbedingter Terminkontrakt/Forward Purchase.

34 Ein Termingeschäft, das nur vollzogen wird, falls der Kurs der betreffenden Aktie z.B. einen bestimmten Betrag über- oder unterschreitet.

35 METTIER, 104 ff.; MEIER-SCHATZ, Kommentar Börsengesetz, N 57 f. zu Art. 20 BEHG; SCHLEIFFER, 134; nur Verträge, die einer potestativen Bedingung unterstehen, werden dementsprechend von Art. 15 BEHV-FINMA abgedeckt.

des betreffenden Vertrages verbleiben die Stimmrechte nämlich beim Veräusserer, der aber bereits eine Verringerung seiner Stimmrechte gemeldet hat, während der Erwerber, der diese Stimmrechte in seiner Meldung ausweist, keinerlei Stimmen hat. Zur Vermeidung dieser Fehlinformation wäre es m.E. sachgerecht, alle Transaktionen in Aktien, die nicht sofort, d.h. in der für Spot-Transaktionen gemäss Börsenusanz üblichen Zeit, abgewickelt werden, nicht in der Aktienposition auszuweisen, sondern im Rahmen der Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition als Derivate darzustellen; erst der Vollzug des betreffenden Vertrages würde dann zu einer Veränderung der Aktienposition führen[36].

bb) Erwerbs- und Verkaufsrechte mit Realerfüllung (Optionen und Wandelrechte)

Gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG unterstehen nicht nur Aktien der Meldepflicht, sondern auch Erwerbs- und Veräusserungsrechte für Aktien, wie wenn die entsprechende Anzahl Aktien, auf die sich diese Rechte beziehen, erworben worden wäre[37]. In diesem Sinne werden sämtliche Derivate erfasst, die als potestativ bedingte Kaufverträge auf Aktien charakterisiert werden können[38]. Grund für die Erfassung derartiger Derivate ist, dass auch mit einem potestativ bedingten Vertrag eine Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung betreffend

36 Vgl. IFFLAND/GILLIARD, 366.

37 KÜNG/HUBER/KUSTER, N 66 zu Art. 20 BEHG; LÜCHINGER, 235; METTIER, 147 f.; EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.4. Bis zum 1. Juli 2007 existierte eine Freigrenze von 5%, innerhalb welcher Optionstransaktionen nicht gemeldet werden mussten, was es einem Aktionär erlaubte, eine Position von knapp 10% aufzubauen, ohne eine Meldung zu machen, indem er knapp unter 5% Aktien und knapp unter 5% zusätzliche Call-Optionen erwarb. Zu dieser Regelung und ihren Problemen WEBER, BSK, N 44 f. Zu Art. 20 BEHG; vgl. Votum Meier-Schatz, AB 2007 N 101, welche die Schliessung dieser Lücke als vordringliches Anliegen der Gesetzesrevision per 1.12.2007 betrachtete; IFFLAND/GILLIARD, 366 f.

38 Kaufverträge, welche einer Bedingung unterworfen sind, die ausserhalb des Einflussbereichs der Parteien liegt, werden dagegen als direkte Verkäufe behandelt (vgl. Ziff. III.3.a)aa) oben), was dazu führt, dass nicht Derivate gemeldet werden, sondern die meldepflichtige Aktienposition des Verkäufers unmittelbar beim Abschluss des betreffenden Vertrages verringert wird, während die meldepflichtige Position des Käufers sich in diesem Zeitpunkt entsprechend erhöht. Vgl. zur Kritik an der inkonsistenten Behandlung von Derivaten und bedingten Verträgen Ziff. III.3.c).

Aktien entsteht und dass sich auf diese Weise mindestens potentiell die Stimmrechtsverhältnisse verschieben.

Art. 15 Abs. 1 lit. a) und b) BEHV-FINMA unterstellt im Einzelnen folgende Transaktionen der Meldepflicht:

> „– den Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;
>
> – das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), die eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen".

Damit wird jede Transaktion in Derivaten, die dem Berechtigten ein Recht zum Erwerb oder zum Verkauf von Aktien geben, von der Meldepflicht erfasst[39]. Diese besteht unabhängig davon, ob die betreffenden Derivate börslich oder ausserbörslich gehandelt werden bzw. überhaupt handelbar sind, da für die Meldepflicht allein die Möglichkeit, durch diese Derivate Aktien zu erwerben bzw. zu veräussern, relevant ist, nicht aber die Art, in der sie gehandelt werden können[40].

Nachdem mit der Revision des Börsengesetzes per 1. Dezember 2007 durch die neue Formulierung von Art. 20 Abs. 1 BEHG das Schreiben von Call-Optionen und der Erwerb von Put-Optionen der Meldepflicht unterstellt worden sind, sind auch negative Aktienpositionen meldepflichtig, die dadurch entstehen, dass ein Marktteilnehmer durch das Schreiben ungedeckter Call-Optionen bzw. den Kauf von Put-Optionen die Verpflichtung bzw. das Recht hat, Aktien zu verkaufen. Die Meldung derartiger negativer Aktienpositionen hat zwar mit dem Zweck der Meldepflicht, Transparenz bezüglich der Beherrschungsverhältnisse zu schaffen, nichts zu tun, da derartige negative Positionen die Stimmrechtsverhältnisse nicht direkt beeinflussen kön-

39 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.4. Der Begriff des „Zulassen" der in Art. 15 Abs. 1 lit. a und b BEHV-FINMA verwendet wird, bedeutet, dass vertraglich vereinbart worden ist, dass eine Partei auch ohne die Zustimmung der anderen Partei Aktien liefern bzw. beziehen kann, wenn sie dies wünscht. Dieser Begriff erfasst dagegen nicht Derivate ohne Realerfüllung, bei denen eine Lieferung von Aktien erst durch eine spätere Vertragsänderung möglich wird.

40 MEIER-SCHATZ, Kommentar Börsengesetz, N 11 zu Art. 20 BEHG.

nen. Diese Meldungen können aber für die Aktionäre der betroffenen Gesellschaft von Interesse sein, da der Aufbau von negativen Positionen zeigt, dass ein Marktteilnehmer in grossem Stil auf einen Kursrückgang spekuliert. Meldet eine meldepflichtige Person, die bereits einen grossen Bestand an Aktien oder Erwerbsrechten gezeigt hat, gleichzeitig eine derartige Veräusserungsposition, so relativiert diese die Bedeutung der Erwerbsposition, was für die übrigen Anleger ebenfalls eine wertvolle Information sein kann[41]. In Anbetracht dieser Ziele erscheint es allerdings als widersprüchlich, dass die Leerverkäufe nicht meldepflichtig sind, stellen diese doch den Paradefall einer negativen Aktienposition dar[42].

b) Derivate ohne Realerfüllung

Art. 15 BEHV-FINMA sieht eine Meldepflicht von Derivaten ohne Realerfüllung in folgenden Fällen vor:

> Art. 15 Abs. 1 lit. c):
>
> „Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie weitere Differenzgeschäfte (wie Contracts for Difference, Financial Futures)."
>
> Art. 15 Abs. 2:
>
> „Der Meldepflicht unterstehen überdies andere als in Abs. 1 genannte Finanzinstrumente, die es dem Berechtigten aufgrund ihrer Struktur ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben, veräussert oder eingeräumt (geschrieben) werden. Dies wird vermutet, wenn die Anrechte oder Anwartschaften aus solchen Finanzinstrumenten zusammen mit den übrigen Erwerbspositionen nach Art. 12 Absatz 1 Buchstabe a den Stimmrechtsanteil von 15 Prozent übersteigen."

41 Diese Situation tritt insbesondere dann ein, wenn eine Bank einen grösseren Bestand an Aktien meldet, diesen aber nur hält, um Call-Optionen abzudecken, die sie geschrieben hat; die Offenlegung der von der Bank geschriebenen Call-Optionen zeigt dem Publikum, dass die betreffende Bank trotz der Bestandesmeldung keine strategischen Absichten bezüglich der betroffenen Gesellschaft hat, sondern durch das Schreiben von Call-Optionen einen Ertrag erwirtschaftet.

42 EBK, Erläuterung 2007, Ziff. 2.2.3; die oben vorgeschlagene Meldepflicht von aufgeschobenen Käufen und Verkäufen als Derivate würde in diesem Bereich zur Meldepflicht führen.

aa) Die Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA

Diese Bestimmung erfasst grundsätzlich jede vertragliche Vereinbarung, bei der Zahlungsströme von der Kursentwicklung von Aktien abhängig sind[43]. Dies umfasst dementsprechend insbesondere folgende Instrumente:

– *Differenzgeschäfte und Swaps*

  Bei Differenzgeschäften und Swaps versprechen sich die Parteien gegenseitig Ausgleichszahlungen, die sich am Kurs einer Aktie[44] orientieren. Die eine Partei nimmt dabei die „Long-Position" ein und erhält Zahlungen, wenn der Kurs über den vereinbarten Referenzpreis steigt. Die Gegenpartei nimmt dagegen eine „Short-Position" ein und erhält Zahlungen, wenn der Kurs fällt. Derartige Instrumente werden in sehr vielen Variationen konstruiert: So werden zum Teil asymmetrische Zahlungsflüsse vorgesehen, d.h. die eine Partei muss, relativ betrachtet, bei Kursveränderungen einen höheren Betrag zahlen als die andere, oder es werden Barrieren definiert, über oder unter denen keine Zahlung mehr notwendig ist[45]. Diese Variationen ändern aber am Charakter des Finanzinstruments und an der Meldepflicht nichts; letztlich ist immer eine Meldung über diejenige Zahl von Stimmrechten notwendig, auf die sich die Kursbewegung bezieht.

– *Optionen, die keine Realerfüllung vorsehen*

  Bei diesen „Cash-Exercise Options" handelt es sich um Instrumente, bei denen der Eigentümer eine Auszahlung erhält, wenn der Aktienkurs im Ausübungszeitpunkt einen gewissen Wert überschreitet (Call-Option), bzw. unterschreitet (Put-Option). Diese „Cash-Exercise Options" unterscheiden sich von den oben erwähnten Differenzgeschäften dadurch, dass die Abrechnung nicht beidseitig erfolgt, d.h. die Person, welche die Optionen schreibt, erhält keine Zahlung, wenn der Aktienkurs am Ausübungsdatum den Ausübungspreis unterschreitet (Call-Option) bzw.

43 EBK Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

44 Oder eines Baskets bzw. Index.

45 Soweit diese Variationen dazu führen, dass das Risiko zwischen den Parteien ungleich verteilt wird, so wird normalerweise vorgesehen, dass die Partei, die von

überschreitet (Put-Option). Dafür erhält die Person, welche diese Rechte schreibt, aber im Normalfall eine Prämie, die sie für das übernommene Risiko kompensiert.

– *Absicherungsgeschäfte*

  Im Finanzmarkt sind sehr viele Instrumente entwickelt worden, die es einer Partei erlauben, ihr Risiko, das sie bei Aktienpositionen trägt, auf eine andere Partei zu überwälzen. Die Parteien, welche ihr Risiko begrenzen wollen, können z.B. Vereinbarungen abschliessen, gemäss der sie von der Gegenpartei bestimmte Zahlungen erhalten, wenn der Kurs von Aktien einen gewissen Grenzwert unterschreitet[46]. Bei allen diesen Fällen, in denen das Risiko übertragen wird und die eine Partei der anderen einen entsprechenden Ausgleich zahlt, liegt ein Derivat vor, das aufgrund der weiten Definition von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA meldepflichtig ist; die Partei, welche das Risiko fallender Kurse übernimmt, hat dabei eine Erwerbsposition. Die Partei, welche sich absichert, eine Veräusserungsposition.

– *Kombinationsprodukte mit Geldmarktanlagen*

  Häufig werden Differenzgeschäfte oder Optionen mit Barabgeltung mit einer Geldmarktanlage verbunden. Diese Instrumente werden in der Anlagepraxis häufig als „Zertifikate" bezeichnet und weisen in ihrer konkreten Ausgestaltung sehr unterschiedliche Charakteristika auf, die jeweils auf die Bedürfnisse und Wünsche der Anleger in einer bestimmten Marktphase abgestimmt sind. Bei all diesen Instrumenten stellt der Anleger dem Emittenten einen Betrag zur Verfügung. Der ausbezahlte Zins oder der Kapitalbetrag, den dieser zurückbezahlt, hängt dabei von der Entwicklung bestimmter Aktienkurse ab. Derartige Kombinationsprodukte können z.B. vorsehen, dass der Anleger, der eine Long Position einnehmen will, dem Emittenten einen Betrag zur Verfügung stellt, dessen Verzinsung ansteigt, falls sich der Kurs einer bestimmten Aktie oder

dieser Risikoverschiebung profitiert, die andere Partei durch Zahlung einer Prämie für die Risikoübernahme entschädigt.

46 Die Partei, die das Risiko übernimmt, erhält typischerweise für die Risikoübernahme eine gewisse Prämie.

eines Baskets positiv entwickelt[47]. Andere Zertifikate sehen dagegen vor, dass der Anleger einen hohen Festzins erhält, dafür aber nur ein Teil der einbezahlten Summe zurück erstattet wird, wenn der Aktienkurs einer bestimmten Aktie einen Grenzwert unterschreitet. Bei diesen Produkten muss die Geldmarktanlage vom Finanzinstrument analytisch separiert und das Finanzinstrument dann gemeldet werden[48], wobei massgebend ist, auf welche Zahl von Titeln sich das betreffende Finanzinstrument bezieht.

Soweit sich ein Finanzinstrument auf mehrere Titel bezieht[49], ändert dies an der Meldepflicht nichts. Entsprechend der sehr breiten Formulierung von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA ist auch hier eine Meldung notwendig[50], die sich allerdings nur auf den Anteil des betreffenden Titels im „Basket" bezieht.

bb) Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA

Diese Bestimmung entspricht inhaltlich Art. 20 Abs. 2bis BEHG. Es ist unklar welchen Anwendungsbereich diese Bestimmung neben dem sehr breit formulierten Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA noch haben könnte[51]. Die Beschränkung auf *„Finanzinstrumente, die es dem Berechtigten aufgrund ihrer Struktur ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben"*, sowie auch die Einschränkung auf Transaktionen, die im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erfolgen, führt zu einem wesentlich engeren Anwendungskreis als Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA, da diese Bestimmung bereits alle Finanzinstrumente, die sich auf Aktien beziehen, erfasst. Der Anwendungsbereich von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA kann sich aber auch nicht auf Abreden beziehen, die überhaupt keine vertragliche Bindung zwischen den

47 Für Anleger, die Short Positionen einnehmen wollen, kann vorgesehen werden, dass der Zins bei fallenden Kursen steigt.

48 EBK, Erläuterungen 2007, Ziff. 2.3.6; vgl. zu den praktischen Schwierigkeiten von Auftrennung und Meldung komplexer Finanzinstrumente IFFLAND/GILLIARD, 371 f.

49 Z.B. „Basket-Zertifikate".

50 EBK Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

51 Die EBK gibt im Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Ziff. 3.4 kein Beispiel eines Finanzinstrumentes an, das noch von dieser Bestimmung erfasst werden könnte.

Parteien hervorrufen, sondern nur die Möglichkeit zu einer späteren Verschiebung von Aktien ergeben wie z.B. Absichtserklärungen, da Art. 11 Abs. 1 BEHV-EBK eine Meldepflicht bei Absichtserklärungen oder anderen unverbindlichen Abreden ausdrücklich ausschliesst.

Wird Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA unabhängig von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA betrachtet, so würde diese Bestimmung folgende Finanzinstrumente erfassen:

– *Finanzinstrumente ohne Realerfüllung*

  Da sämtliche Derivate, die eine Realerfüllung vorsehen, von Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst werden, bezieht sich diese Bestimmung auf alle Finanzinstrumente, die nur Ausgleichszahlungen vorsehen[52]. Dementsprechend können grundsätzlich sämtliche oben bei Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA erwähnten Finanzinstrumente ohne Realerfüllung von dieser Bestimmung erfasst werden.

– *Eignung zum Erwerb von Aktien*

  Zu einer Meldepflicht kommt es allerdings nur, wenn die betreffenden Finanzinstrumente trotz dem grundsätzlichen Verzicht auf Realerfüllung in wirtschaftlicher Hinsicht den Erwerb von Aktien ermöglichen, weil bei den betreffenden Finanzinstrumenten die Usanz oder ein individuelles Gentlemen Agreement besteht, dass der Berechtigte Aktien anstelle einer Barauszahlung erhält bzw. verlangen kann. Die entsprechende Usanz oder ein individuelles Gentlemen Agreement zwischen den Parteien muss aber so gefestigt sein, dass die Parteien tatsächlich mit dem Übergang der Aktien rechnen können. Es muss daher wesentlich über die blosse Möglichkeit zum Erwerb von Aktien, die jede Partei am Markt hat, hinausgehen.

  Aufgrund dieser Grundsätze kommt es bei Differenzgeschäften, Swaps oder Optionen mit Barabgeltung zur Meldepflicht, wenn der Emittent der betreffenden Instrumente seine eigene Position durch den Erwerb von Aktien absichert und die gefestigte Usanz oder ein Gentlemen Agreement besteht, das die Gegenpartei bei der Beendigung der betreffenden Vereinbarung anstelle einer Barauszahlung diese Aktien erwer-

52 Votum Schneider-Ammann, AB 2007 N 105.

ben kann. Keine Meldepflicht tritt dagegen ein, wenn der betreffende Emittent bei der Beendigung des Finanzinstrumentes völlig frei ist, wie er Aktien, die er allenfalls zu seiner eigenen Absicherung gekauft hat, verwenden will und diese ohne Verpflichtung gegenüber dem Inhaber des Finanzinstrumentes am Markt verkaufen kann. In diesem Fall hat die an den betreffenden Finanzinstrumenten berechtigte Person keine bessere Möglichkeit als alle anderen Marktteilnehmer, die betreffenden Aktien zu kaufen. Der Umstand allein, dass dem Berechtigten bekannt ist, dass die zur Deckung gekauften Aktien bei Beendigung des Finanzinstrumentes allenfalls für den Verkauf frei werden, genügt ohne entsprechende Usanz bzw. ohne Gentlemen Agreement, das ihm eine gefestigte Anwartschaft zum Erwerb von Aktien gibt, nicht, um eine Meldepflicht zu begründen, da eine völlig ungesicherte Möglichkeit zum Erwerb gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA nicht zur Meldung verpflichten kann[53].

– *Bezug zu einem öffentlichen Angebot der meldepflichtigen Person*

Wie oben gezeigt, ergibt sich aus der Entstehungsgeschichte von Art. 20 Abs. 2bis BEHG, dass sich die Meldepflicht nur auf Marktteilnehmer beschränkt, die derartige Finanzinstrumente im Hinblick auf ein eigenes Angebot erwerben bzw. in Absprache mit einer Person handeln, die ein Angebot durchführt[54]. Personen, die kein Angebot machen, unterstehen dagegen der Meldepflicht nicht[55]. Da die Absicht ein Angebot durchzuführen allerdings eine interne Tatsache ist, welche nicht direkt nachgewiesen werden kann, ist m.E. diese Absicht zu vermuten, wenn die betreffende Partei im Zusammenhang mit dem Erwerb der betreffenden Finanzinstrumente später ein öffentliches Übernahmeangebot macht. Dieser Zusammenhang ist immer dann gegeben, wenn der Anbieter im Zeitpunkt, in dem er das Angebot macht, die aufgrund dieser Finanzinstrumente erworbenen Aktien noch hält, oder das Angebot sogar noch während der Laufzeit der betreffenden Finanzinstrumente macht. Die Meldepflicht existiert in diesen Fällen unabhängig von der in Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA vorgesehenen Vermutung. Diese Vermutung hat letztlich keine selbständige Bedeutung, da sie immer dann widerlegt wird, wenn die betreffende Partei später kein öffentliches Angebot macht, d.h. Parteien, deren Bestände an Aktienstimmen die Grenze von 15% übersteigen, müssen auch dann keine Meldung machen, wenn sie später weder ein Angebot machen noch in Absprache mit einer Person handeln, die ein derartiges Angebot macht[56]. Diese Vermutung ist aber auch für Personen bedeutungslos, welche beim Erwerb der betreffenden Finanzinstrumente die 15%-Grenze nicht erreichen, aber eine Übernahme beabsichtigt, da sie in diesem Falle unabhängig von der Vermutung den Tatbestand der Meldepflicht erfüllen[57].

53 Vgl. BÖCKLI, 235 f.

54 VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, 4 f., vgl. EBK-JB 2007, 26.

55 Votum Schneider-Ammann, AB 2007 N 105.

Diese eingeschränkte Auslegung von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA entspricht dem oben dargestellten Willen des Gesetzgebers, da dieser nur Personen einer Meldepflicht für Finanzinstrumente ohne Realerfüllung unterwerfen wollte, die diese Instrumente zur heimlichen Vorbereitung eines öffentlichen Angebotes benutzen.

cc) Meldepflicht von Derivaten als indirekter Aktienbesitz

Die EBK geht in ihrer Praxis davon aus, dass Derivate, die keine Realerfüllung vorsehen, wie z.B. Cash Exercise Call Options oder Contracts for Difference, grundsätzlich als indirektes Halten der Titel qualifiziert werden müssen, auf welche sich die betreffenden Derivate in wirtschaftlicher Hinsicht beziehen[58]. Diese Praxis, die auf die Zeit vor der Einführung der BEHV-

56 Unklar ist die Position der EBK: Im EBK Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.6 wird angedeutet, dass die 15% Vermutung unwiderlegbar ist. Die Einführung einer derartigen unwiderlegbaren Vermutung würde aber der gesetzlichen Grundlage widersprechen, da – wie vorne nachgewiesen – Personen, die kein Angebot machen, von vornherein gar nie Art. 20 Abs. 2bis BEHG unterstehen können.

57 Wenn diese später ein Angebot machen und der oben dargestellte enge Zusammenhang mit dem Angebot zwischen Derivaterwerb und Angebot gegeben ist, setzen sie sich dementsprechend einer Strafe gemäss Art. 41 BEHG aus.

58 Dies kommt insbesondere in Art. 13 Abs. 1bis der BEHV-EBK zum Ausdruck, wo die EBK feststellt, dass die Meldepflicht für Kauf- und Verkaufsoptionen unabhängig davon gilt, ob die betreffenden Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen bzw. zulassen; vgl. auch Verfügung vom 12. Dezember 2007 der EBK i.S. Laxey, E. 37 ff.

FINMA zurückgeht, will die EBK offenbar auch nach Einführung dieser Verordnung beibehalten, um damit Transaktionen zu erfassen, die nicht schon von Art. 15 BEHV-FINMA erfasst werden[59]. Dies wird von der EBK im Wesentlichen damit begründet, dass derartige Derivate von der Gegenpartei des Erwerbers immer mit Aktien abgesichert werden und dass die betreffende Gegenpartei normalerweise bereit sei, diese Absicherungspositionen bei Ablauf des Derivates dem Erwerber zu verkaufen[60]. Diese Ausdehnung des Begriffs des indirekten Haltens auf sämtliche Derivate ohne Realerfüllung ist m.E. unrichtig[61]:

- Die Annahme, dass derartige Derivate immer vollständig durch Aktienpositionen gesichert werden, ist unrichtig; der aus dem Derivat verpflichteten Partei steht es völlig frei, das Derivat nicht abzusichern, sondern im Sinne einer Short Position auf den Rückgang der Aktienkurse zu spekulieren. Meist werden die entsprechenden Positionen auch nicht statisch im Verhältnis 1:1; durch Aktien abgesichert, sondern durch ein dynamisches Hedging, so dass sich die Aktienposition, welche der Emittent hält, dauernd ändert. Zum Teil sichern sich Emittenten aber auch selber wieder durch Derivate ab.
- Auch die Annahme, dass die verpflichtete Partei immer bereit ist, die zur Absicherung der eigenen Position gehaltenen Aktien zu verkaufen, ist unrichtig; Derivate ohne Realerfüllung werden gerade dann geschrieben, wenn die vom Derivat belastete Partei keine Aktien verkaufen will. In diesem Sinne werden Derivate ohne Realerfüllung eingesetzt, wenn eine Partei durch das Schreiben von Derivaten eine bestehende Aktienposition bewirtschaftet[62], die betreffende Position aber aus strategischen Gründen behalten will. Damit liegt selbst dann kein

59 EBK, Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4.

60 Vgl. Verfügung vom 12. Dezember 2007 der EBK i.S. Laxey, E. 45 ff.

61 IFFLAND, 22; vgl. zu den Problemen dieser Argumentation IFFLAND/GILLIARD, 367.

62 Der betreffende Aktionär kann beim Schreiben von Optionen den Zeitwert der Optionen realisieren und damit ein zusätzliches Einkommen erzeugen. Zum Teil werden Derivate ohne Realerfüllung aber auch deshalb geschrieben, weil die aus dem Derivat verpflichtete Partei im Zeitpunkt der Ausübung bzw. des Ablaufs des Derivats keine Aktien beschaffen muss und damit den Aktienkurs nicht durch die Deckungstransaktion zum eigenen Nachteil hochtreibt. Gerade darin liegt für den Emittenten ein grosser Vorteil gegenüber Derivaten mit Realerfüllung.

indirektes Halten für eine Drittpartei vor, wenn eine Option zu 100% statisch durch Aktienbesitz abgesichert ist.

- Selbst wenn die Gegenpartei bei einem Derivat ihre Position durch 100% Aktien abgesichert und diese Absicherung nur für den Zweck des Derivates gehalten hat, existiert kein Zwang, diese Aktien der aus dem Derivat berechtigten Person zu verkaufen. Die EBK argumentiert in diesen Fällen damit, dass die Marktmechanismen zu einem Verkauf an die aus dem Derivat berechtigte Person führen[63]. Diese Argumentation ist nicht stichhaltig. Mit dem Freiwerden der zur Deckung angeschafften Aktien entsteht bloss eine Möglichkeit des Verkaufs bzw. Kaufs. Diese Möglichkeit kann aber grundsätzlich von jedem Marktteilnehmer wahrgenommen werden – genau gleich wie wenn bekannt wird, dass ein Marktteilnehmer aus anderen Gründen, wie z.B. dem Ablauf einer Lock-up-Vereinbarung, der Auflösung eines Syndikats oder einer Erbengemeinschaft, zum Verkauf einer Aktienposition bereit ist[64].
- Die Annahme eines indirekten Haltens allein aufgrund von Marktmechanismen, d.h. ohne jegliche Abstimmung oder Willenseinigung zwischen der wirtschaftlich berechtigten Person und dem Eigentümer der betreffenden Aktien, ist aber auch aus rechtlichen Gründen unzulässig, da eine derart schwache und nicht gefestigte Beziehung nicht ausreichen kann, um eine wirtschaftliche Berechtigung im Sinne von Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA zu begründen; gemäss Art. 11 Abs. 2 BEHV-FINMA entsteht die Meldepflicht erst, wenn der Erwerber von Aktien einen rechtlich durchsetzbaren Anspruch auf Auslieferung von Aktien hat[65] – dieser ist bei den erwähnten Marktmechanismen aber gerade nicht gegeben.
- Die Qualifikation von Derivaten ohne Realerfüllung als indirektes Halten von Aktien entspricht nicht dem Grundkonzept des indirekten Haltens. Nach herrschender Lehre und bisheriger Praxis von EBK und Of-

63 Verfügung der EBK vom 12. Dezember 2007 (E. 43); vgl. IFFLAND/GILLIARD, 367.

64 Eine von der englischen Financial Services Authority in Auftrag gegebene Studie der PricewaterhouseCoopers (FSA Consultation Paper 07/20, 42 und Annex 4) kam daher bei einer Untersuchung des Handelsverhaltens bei Contracts for Difference auch zum Schluss, dass die betreffenden Positionen nur „occasionally" an die aus dem Derivat berechtigten Personen verkauft werden.

65 WEBER, BSK, N 104 zu Art. 20 BEHG; METTIER, 101.

fenlegungsstelle SWX wird ein indirektes Halten nur angenommen, wenn die betreffende Person über die Ausübung der Stimmrechte bestimmen kann.[66] Bei Derivaten ohne Realerfüllung ist gerade dieser Umstand nicht gegeben, da die aus dem Derivat berechtigte Partei keinerlei Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte an den Aktien hat, welche die verpflichtete Partei allenfalls hält.

c) *Kritische Würdigung der Meldepflicht gemäss Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA*

Wie oben dargestellt, erfassen diese Bestimmungen sämtliche Finanzinstrumente, die zwar keine Realerfüllung vorsehen, bei denen sich die Zahlungsflüsse aber zwischen den Parteien auf Aktien beziehen. Für die Erfassung dieser Finanzinstrumente fehlt es allerdings an einer gesetzlichen Basis[67]. Art. 20 Abs. 1 BEHG sieht vor, dass *„Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien"* der Meldepflicht unterstehen. Bei Optionen mit Barabgeltung, Differenzgeschäften und ähnlichen Finanzinstrumenten ohne Realerfüllung handelt es sich nun aber gerade nicht um Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien, da sie kein Recht zum Erwerb oder zur Veräusserung von Aktien gewähren[68]. Damit spricht der Wortlaut von Art. 20

66 WEBER, BSK, N 51 zu Art. 20 BEHG; MEIER-SCHATZ, Kommentar Börsengesetz, N 180 zu Art. 20 BEHG; METTIER, 89 sowie 113; DRUEY, 42; VON DER CRONE, 40 f.; KÜNG/HUBER/KUSTER, Kommentar Börsengesetz, N 39 zu Art. 30 BEHG; GOTSCHEV, 105 sowie 126.

67 IFFLAND/GILLIARD, 375; VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, 10.

68 Vgl. Votum Germann, AB 2007 S 405, der ausdrücklich festhielt, dass es sich bei Optionen um Anrechte für den Erwerb von Aktien handelt; a.M. WEBER, BSK, N 63 zu Art. 20 BEHG, der annimmt, dass sich „in extensiver Auslegung von Art. 20 Abs. 2 BEHG" vertreten lässt, auch Optionen mit Barabgeltung der Meldepflicht zu unterwerfen; m.E. ist diese Ansicht unrichtig, da sie nicht nur dem Wortlaut der Bestimmung widerspricht, sondern vor allem auch Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG, der unter restriktiven Bedingungen die Meldepflicht für Derivate ohne Realerfüllung vorsieht; diese Bestimmung wäre unnötig gewesen, wenn Derivate ohne Realerfüllung ohnehin schon von Art. 20 Abs. 2 BEHG erfasst würden.

Abs. 1 BEHG[69] gegen die Erfassung von derartigen Derivaten[70]. Daher können Optionen und andere Derivate mit Barabgeltung nur dann als Erwerbs- bzw. Veräusserungsrechte erfasst werden, wenn die Parteien im konkreten Fall die Abrede getroffen haben, dass entgegen dem Wortlaut des entsprechenden Vertrages eine Realerfüllung erfolgen soll und die Option daher gemäss Art. 18 OR trotz des vordergründig anderslautenden Wortlautes des Vertrages als Realerfüllungsoption betrachtet werden muss. Die teleologische Verkürzung, dass jede Cash Exercise Option und jedes andere Derivat ohne Realerfüllung entgegen dem Wortlaut der betreffenden Vereinbarung mit einer Realerfüllung verbunden sei, weil die aus dem Derivat verpflichtete Partei die entsprechenden Aktien zur Absicherung ihrer Position hielte[71], ist dagegen, wie oben bezüglich des indirekten Haltens dargestellt, nicht sachgerecht. Einerseits ist es weder richtig, dass die verpflichtete Partei immer eine Gegenposition in Aktien hält – sie kann sich selbst wieder durch eigene Derivatstrategien absichern oder wie bei einem Leerverkauf auch ohne Absicherung Derivate mit Barabgeltung schreiben, wenn sie auf einen Rückgang der Kurse spekuliert[72]. Andererseits besteht bei der aus der Option

69 Auch der Wortlaut von Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA spricht gegen die Erfassung derartiger Derivate, da nach dieser Bestimmung eine Meldepflicht erst eintritt, wenn ein rechtlicher Anspruch auf Lieferung von Aktien besteht.

70 Der Transparenzzweck des Börsengesetzes (Art. 1 BEHG) erlaubt nicht eine „weite" Auslegung der Meldepflicht, die sich von normalen Auslegungsmethoden und insbesondere dem klaren Wortlaut des Gesetzes entfernt: WEBER, BSK, N 11 zu Art. 20 BEHG; DRUEY, 38. Die Transparenz wird mit der Erfassung aller Optionen und Derivate mit Barabgeltung im Übrigen nicht erhöht, da die Meldung derartiger Derivate, die sich nicht auf Stimmrechtsverschiebung beziehen, zu einem grossen Teil falsche Signale gibt.

71 Vgl. zu dieser Argumentation WATTER/DUBS, 194 ff.

72 Dies zeigt sich auch tatsächlich in den Meldungen der Finanzinstitute, die professionell Optionen und andere Derivate auf Schweizer Aktien ausgeben: Die Meldungen von Merrill Lynch vom 15. Januar 2008 betr. OC Oerlikon Corporation AG, die Meldung der Bank Julius Bär & Co. AG vom 15. Januar 2008 betr. OC Oerlikon Corporation AG sowie der BCV vom 11. Januar 2008 (alle <www.six-swiss-exchange.com>) zeigen, dass keine dieser Banken die Call-Optionen, die sie geschrieben haben, zu 100% mit Aktien abgesichert hat. Die betreffenden Finanzinstitute haben vielmehr die von ihnen geschriebenen Optionen nur teilweise mit Aktien abgesichert, da sie höchstwahrscheinlich dynamische Delta-Hedging-Strategien verfolgt haben; zum Teil haben sie die von ihnen geschriebenen Optionen aber auch einfach mit dem Kauf von Call-Optionen von Dritten abgesichert; vgl. zur Absiche-

verpflichteten Partei, selbst bei einer vollständigen Absicherung durch Aktienpositionen, meist keinerlei Absicht, die betreffenden Finanzinstrumente tatsächlich durch Übergabe von Aktien zu erfüllen. Finanzinstrumente ohne Realerfüllung werden häufig eingesetzt, um einen Aktienbestand zu bewirtschaften, den der betreffende Aktionär halten will; diese Art von Finanzinstrumenten ermöglicht es dem betreffenden Aktionär nämlich, durch regelmässige Emissionen Prämien zu vereinnahmen, um so auf seinem Aktienbestand einen Zusatzertrag zu generieren, ohne den Aktienbestand selbst zu verringern.

Die Tatsache, dass Finanzinstrumente ohne Realerfüllung nicht von Art. 20 Abs. 1 BEHG erfasst werden, ergibt sich nicht nur aus dem Wortlaut dieser Bestimmung selbst, sondern auch aus Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG[73], der auf Finanzinstrumente Bezug nimmt, *„die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben"*, und damit jene Derivate erfasst, die in rechtlicher Hinsicht keine Realerfüllung vorsehen, in wirtschaftlicher Hinsicht aber einen Erwerb ermöglichen[74]. Diese werden aber anders als die Erwerbs- und Veräusserungsrechte, die eine Realerfüllung vorsehen, d.h. sich direkt auf Aktien beziehen – nicht automatisch erfasst, sondern, wie oben dargestellt, nur der Meldepflicht unterworfen, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben werden[75].

rungsstrategie bei Derivaten auch FSA Consultation Paper 07/20, 42 sowie Annex 4.

73 IFFLAND/GILLIARD, 375.

74 Votum Schwander, AB 2007 N 104, der festhielt, dass mit Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG nun *neu* auch noch Erwerbs- und Veräusserungsrechte ohne Rechtsanspruch auf Übertragung von Aktien erfasst werden; VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, 4; vgl. BRÜGGER, 88 f., der diese Beschränkung allerdings bedauert.

75 NOBEL, Jusletter, S. 2. Nationalrat Schneider-Ammann, der Initiant von Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG, brachte dies in der parlamentarischen Beratung (AB 2007 N 105) sehr klar zum Ausdruck: *„Der beantragte Regelungsansatz zählt nun diese indirekten Beteiligungen, welche bei einem Dritten parkiert sein können, rein rechnerisch dem eigentlichen Akteur zu. [...] Der Regelungsadressat ist ausschliesslich der Übernahmeinteressent resp. der Anbieter, mithin besteht kein Sanktionsrisiko für andere professionelle Marktteilnehmer. Die Regelung ist zielführend und dennoch moderat."* Eine derartige eingeschränkte Erfassung von Derivaten ohne Realerfüllung lässt auf Verordnungsstufe keine flächendeckende Meldepflicht für Optionen mit Barabgeltung zu. Die EBK ist offensichtlich der Meinung, dass diese Grenzen

Die Rückführung der BEHV-FINMA auf die gesetzliche Grundlage ist im Rahmen der Meldepflicht wesentlich, da das Gesetz für Verletzungen der Meldepflicht in Art. 41 BEHG und Art. 20 Abs. 4 BEHG Sanktionen vorsieht, die sehr stark in die Rechtsposition der betroffenen Person eingreifen[76], und derartige Eingriffe nicht ohne klare gesetzliche Grundlage erfolgen dürfen. Die Einhaltung der gesetzlichen Grundlagen sichert aber auch die Transparenz: Das Parlament ist bewusst davon ausgegangen, dass grundsätzlich nur Aktien sowie Optionen mit Realerfüllung, die zur Verschiebung von Aktien führen können, der Meldepflicht unterliegen[77]. Da Derivate ohne Realerfüllung reine Finanzgeschäfte sind, die nicht zur Verschiebung von Beteiligungen und Stimmrechten führen, ergibt deren Meldung grundsätzlich falsche Signale[78]. Mit Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG hat das Parlament festgelegt, in welchen Fällen im Hinblick auf eine Übernahme auch derartige Derivate bzw. Finanzinstrumente zu melden sind. Diese Abgrenzung zwischen meldepflichtigen und nicht-meldepflichtigen Derivaten durch den Gesetzgeber als Verordnungsgeber ist zu respektieren[79].

nicht zu beachten sind, da sie dazu führen würden, „dass gängige Finanzinstrumente – wie die genannten Contracts for Difference, Equity Swaps oder Single Baskets – nur „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot" der Meldepflicht unterlägen. Dies entspricht aber nicht dem Grundanliegen des Gesetzgebers; mit einer solchen Begrenzung würde die gesetzgeberische Vorgabe zu restriktiv umgesetzt". EBK Erläuterungsbericht, BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.4. Die EBK begründet allerdings den von ihr eruierten gesetzgeberischen Willen nicht weiter und setzt sich auch nicht mit den entgegenstehenden Aussagen im Parlament auseinander.

76 Vgl. Empfehlung der OLS SWX vom 30.7.2007 i.S. Laxey, Ziff. 26 (unveröffentlicht).

77 Vgl. Votum Schwander, AB 2007 N 104.

78 Vgl. DRUEY, 37 f.

79 IFFLAND/GILLIARD, 375.

4. Ausnahme von der Meldepflicht bei Derivaten

Im Gegensatz zur sehr komplexen Regelung, welche die EBK noch beim Vernehmlassungsentwurf der BEHV-FINMA vorgesehen hatte[80], existieren in der definitiven BEHV-FINMA keine spezifischen Ausnahmen mehr für die Meldepflicht bei Finanzinstrumenten. Dementsprechend gelten die allgemeinen Ausnahmen, womit insbesondere Tagesgeschäfte, d.h. Derivatgeschäfte, welche durch eine entgegengesetzte Transaktion innerhalb eines Kalendertages wieder aufgehoben werden gemäss Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA nicht meldepflichtig sind. Im Weiteren müssen Banken und Effektenhändler gemäss Art. 18 BEHV-FINMA Positionen in Finanzinstrumenten nicht melden, sofern diese:

- Im Handelsbestand gehalten werden, d.h. zur kurzfristigen Realisierung von Gewinnen aus Kursschwankungen dienen, falls der Anteil des Handelsbestandes 5% der Stimmrechte unterschreitet;
- Im Rahmen von Effektenleihe, Sicherungsübereignung oder Repogeschäften gehalten werden, falls dieser Anteil 5% der Stimmrechte nicht erreicht;
- Nur während höchstens 3 Börsentagen zum Zweck der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften, wie z.B. Emissionen gehalten werden.

Diese Ausnahmen können allerdings nur geltend gemacht werden, soweit der gesamte Stimmrechtsanteil aller meldepflichtigen Aktien und Finanzinstrumente der betreffenden Bank 10% der Stimmrechte der betroffenen Gesellschaft nicht überschreitet. Überdies kann die Ausnahme auch nur dann geltend gemacht werden, wenn die betreffenden Banken und Effektenhändler keine Absicht haben, die Stimmrechte auszuüben oder anderweitig auf die Geschäftsführung der betroffenen Gesellschaft Einfluss zu nehmen. Diese Voraussetzung ist äusserst vage formuliert und dürfte wohl schon dann nicht mehr gegeben sein, wenn die Bank, der betreffende Effektenhändler oder eine nahe stehende Person irgendwelche Aussagen über die Geschäftsleitung der Gesellschaft macht, oder an der nächsten Generalversammlung auch nur schon einen Teil der Stimmen ausübt. Daher wird die Ausnahme von Art. 18

[80] EBK Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.5.

BEHV-FINMA in der Praxis kaum je beansprucht; die meisten Banken und Effektenhändler melden grundsätzlich jede Aktie und jedes Finanzinstrument.

5. Die Meldung

Eine Meldung, bei der Aktien sowie Derivate, die zum Kauf von Aktien führen können, zusammen mit Derivaten, die zum Verkauf von Aktien führen können, in einer Gesamtzahl dargestellt oder bei der Long- und Short Positionen verrechnet würden, entspricht dem Transparenzzweck der Meldepflicht nicht. Die Vermischung dieser Position würde der Meldung jeden Informationsgehalt nehmen. Um den Informationsgehalt der Meldung sicher zu stellen, muss diese gerade wegen der Meldepflicht von Derivaten differenziert aufgebaut werden. In Art. 12 und Art. 16 BEHV-FINMA wird daher ein „Topf-Konzept" vorgesehen[81], gemäss dem die Meldung getrennt in folgenden Kategorien erfolgen muss:

- *Erwerbspositionen*

  Diese Meldung umfasst sämtliche Aktien sowie alle Finanzinstrumente, die entweder zum Bezug oder zum Erhalt von Aktien führen können, oder im Falle von Finanzinstrumenten ohne Realerfüllung dazu, dass die betreffende Partei eine Zahlung erhält, wenn die Aktienkurse steigen.

- *Veräusserungsposition*

  Im Rahmen der Veräusserungsposition müssen alle Derivate mit Realerfüllung gemeldet werden, die zu einer Veräusserung von Aktien führen können, oder im Falle von Derivaten ohne Realerfüllung bei fallenden Aktienkursen zu einer Zahlung an die berechtigte Partei führen.

- *Aktien*

  Aktien sind im Rahmen der Erwerbsposition separat zu melden, damit die tatsächliche Stimmkraft sichtbar wird. Da die Aktienposition jedoch bereits durch den Abschluss eines bedingten Kaufvertrages bzw. eines

[81] EBK Erläuterungsbericht, 2007, Ziff. 2.

Kaufvertrages mit aufgeschobener Erfüllung beim Käufer erhöht und beim Verkäufer reduziert wird, wiederspiegelt die Aktienposition nicht immer die tatsächlichen Stimmrechtsverhältnisse.

Wie vorne dargestellt, wird die Meldepflicht ausgelöst, wenn der Bestand in irgendeiner dieser Kategorien einen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte überschreitet. Unabhängig vom Auslöser der Meldepflicht sind in jedem Fall aber immer alle drei Kategorien zu melden.

Die Meldepflicht wird im Bereich der Derivate durch folgende Vorgänge ausgelöst, sofern diese dazu führen, dass die betreffende Person einen der für die Meldepflicht massgebenden Grenzwerte erreicht, übersteigt oder unterschreitet:

- *Schreiben bzw. Emission von Derivaten*

  Dieser Vorgang führt zum originären Entstehen einer Derivatposition. Der Emittent bzw. die Partei, welche Derivate schreibt, muss ihre Position dementsprechend melden.

- *Erwerb von Derivaten*

  Eine Partei, die Derivate vom Emittenten oder im Handel von einer Drittpartei erwirbt, wird durch diesen Erwerb meldepflichtig. Dabei gilt als Erwerb nicht nur der direkte sondern auch der indirekte Erwerb im Sinne von Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA, der durch beherrschte Gesellschaften, Treuhänder oder andere Vorkehrungen erfolgt, die dazu führen, dass eine Partei an bestimmten Derivaten wirtschaftlich berechtigt ist[82].

- *Veräusserung von Derivaten*

  Werden Derivatpositionen veräussert, so löst dieser Vorgang ebenfalls die Meldepflicht aus, da sich der meldepflichtige Bestand der betroffenen Person entsprechend verringert.

[82] Zum indirekten Erwerb: WEBER, BSK, N 48 ff. zu Art. 20 BEHG; VON DER CRONE, 40 f.; KÜNG/HUBER/KUSTER, Kommentar Börsengesetz, N 33 ff. zu Art. 20 BEHG; METTIER, 109 ff.; GOTSCHEV, 122 f.

- *Ausübung*

  Gemäss Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA ist auch die Ausübung von Derivaten bzw. Finanzinstrumenten zu melden. Bei der Ausübung von Call-Optionen bzw. geschriebenen Put-Optionen mit Realerfüllung ändert sich die gesamte Erwerbsposition nicht. Sie verschiebt sich aber vom Derivatbestand zum Aktienbestand, so dass eine Meldung dann notwendig ist, wenn der Aktienbestand für sich betrachtet einen für die Meldung massgebenden Grenzwert überschreitet[83]. Werden Put-Optionen bzw. geschriebene Call-Optionen ausgeübt, so verringert sich der Veräusserungsbestand und gleichzeitig der Erwerbsbestand durch den Abgang in der Aktienposition. Werden Finanzinstrumente ohne Realerfüllung ausgeübt, d.h. kommt es zu einer Zahlung, so führt dies nur zu einer Verminderung der entsprechenden Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition. Die Aktienposition ist in diesen Fällen aber nicht betroffen.

- *Verfall von Finanzinstrumenten*

  Verfallen Finanzinstrumente, ohne dass dadurch eine Verschiebung von Aktien oder eine Zahlung zwischen den Parteien ausgelöst wird[84], so ist dies gemäss Art. 15 Abs. 3 BEHV-FINMA meldepflichtig, da dieser Verfall die Erwerbs- bzw. Veräusserungsposition entsprechend reduziert.

Die Meldung bei Derivaten muss den allgemeinen, in Art. 21 BEHV-FINMA vorgesehenen Inhalt aufweisen[85]. Bei Derivaten sind gemäss Art. 21 Abs. 2 BEHV-FINMA aber zusätzlich noch folgende Angaben notwendig:

- Bei Finanzinstrumenten, die an einer Schweizer Börse kotiert sind, ist die Wertpapierkennnummer anzugeben[86].

- Bei Finanzinstrumenten, die nicht an einer Schweizer Börse kotiert sind, müssen die wesentlichen Bedingungen angegeben werden, wie insbesondere die Identität des Emittenten, der Basiswert, das Bezugs-

[83] Art. 20 BEHG.

[84] Dieser Fall tritt z.B. ein, wenn Optionen nicht ausgeübt werden.

[85] Dazu WEBER, BSK, N 106 ff. zu Art. 20 BEHG.

[86] ISIN-Nummer.

verhältnis, der Ausübungspreis, die Ausübungsfrist und die Ausübungsart.

- Bei Finanzinstrumenten, die von Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA erfasst werden, muss ausdrücklich auf diese Bestimmung hingewiesen werden, womit der betreffende Marktteilnehmer indirekt dazu gezwungen wird, seine Übernahmeabsicht offen zu legen. Diese Bekanntgabepflicht kann allerdings relativ einfach umgangen werden, da die betreffenden Finanzinstrumente immer auch aufgrund von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-FINMA gemeldet werden müssen bzw. können und damit die Übernahmepflicht nicht offen gelegt werden muss.

Die detaillierten Angaben über die betroffenen Derivate in der Meldung sollen es dem Publikum ermöglichen, die wirtschaftliche Position der meldepflichtigen Person genauer abzuschätzen bzw. festzustellen, ob die betreffende Person überhaupt irgendeinen Einfluss auf die Gesellschaft hat bzw. über Stimmrechte verfügt, die zu einer Beherrschung führen können[87]. Dabei handelt es sich zum Teil aber auch nur um eine Scheingenauigkeit, da die Meldung als Momentaufnahme nur den Zustand im Zeitpunkt der Meldung wiedergibt. Die meldepflichtige Person muss keine Meldung machen , wenn sie – ohne für die Meldepflicht geltende Grenzen zu über- bzw. unterschreiten – Optionen mit Realerfüllung gegen Optionen ohne Realerfüllungen tauscht oder „out of the money"-Optionen durch „in the money"-Optionen ersetzt. Daher kann sich die einmal gemeldete Position massiv verschieben, ohne dass eine neue Meldung notwendig würde, so dass die bisherige Meldung nicht mehr das richtige Bild des entsprechenden Engagements ergibt.

IV. Schlussfolgerungen

Die Regelung der Meldepflicht bei Derivaten stellt für Gesetzgeber und Regulator eine grosse Herausforderung dar, da die Ausgestaltung von Derivaten

87 Übt eine Partei „deep in the money"-Calls aus oder schreibt sie „deep in the money"-Puts, so hat dies im Hinblick auf die zukünftige Verteilung der Aktien und Stimmrechte eine ganz andere Wirkung, als wenn die betreffende Partei Finanzprodukte meldet, die „out of the money" sind oder nur für Differenzgeschäfte, die nur zur Kurssicherung dienen.

äusserst unterschiedlich sein kann. Gewisse Derivate wie z.B. „Deep in the Money"-Call-Optionen, kommen einem Aktienbesitz sehr nahe, während andere Derivate, wie insbesondere Derivate ohne Realerfüllung, sehr weit von einer Aktienposition entfernt sein können. Eine durchgängige Meldepflicht aller Derivate führt daher nicht zu Transparenz bezüglich der Beherrschung einer Gesellschaft und gibt dem Markt falsche Signale bezüglich des Aktienbesitzes. Dieses Problem zeigte sich, als die EBK im Sommer 2007 eine flächendeckende Meldepflicht für alle Derivate mit und ohne Realerfüllung einführte. Dies führte dazu, dass bei verschiedenen Gesellschaften gesamthafte Erwerbspositionen gemeldet wurden, die 100% des Aktienkapitals weit überstiegen.

Der Gesetzgeber hat mit der Formulierung von Art. 20 Abs. 1 und Art 20 Abs. 2^{bis} BEHG einen Mittelweg gefunden, gemäss dem alle Derivate mit Realerfüllung gemeldet werden müssen, während Derivate ohne Realerfüllung nur gemeldet werden müssen, wenn sie von einer Person im Hinblick auf ein öffentliches Angebot eingegangen werden. Die EBK und die FINMA sind über diese gesetzgeberische Entscheidung weit hinaus gegangen und haben eine flächendeckende Meldepflicht für alle Derivate eingeführt. Dieser Position fehlt eine gesetzliche Grundlage, was zu interessanten Verfahren führen dürfte, wenn die Gültigkeit dieser Normen einmal im Rahmen eines Strafverfahrens nach Art. 41 BEHG geprüft werden oder ein Vorabentscheid einer Offenlegungsstelle bzw. der FINMA an das Bundesverwaltungsgericht weiter gezogen wird. In der Praxis kommen heute allerdings alle Marktteilnehmer der lückenlosen Meldepflicht nach, da keiner der Beteiligten die drakonischen Strafen nach Art. 41 BEHG riskieren will[88].

88 Die EBK hält im Erläuterungsbericht BEHV-FINMA, Juni 2008, Ziff. 3.4.5, deshalb auch fest, *„in der Praxis haben sich im Zusammenhang mit der untersten Meldeschwelle von 3% und namentlich der Meldepflicht von Cash-Settlement Optionen indes eine Fülle von zum Teil äusserst voluminösen Meldungen ergeben, die wenig hilfreich sind und eher zu Desinformation als zu mehr Transparenz führen".*

Literaturverzeichnis

BERTSCHINGER URS, Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen, AJP 1997, 283 ff.

BÖCKLI PETER, Zum Börsengesetz von 1995: Neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 1998, 225 ff.

BOEMLE MAX/GSELL MAX/JETZER JEAN-PIERRE/NYFFELER PAUL/THALMANN CHRISTIAN, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002

BRÜGGER URS, Transparenz im Aktionariat von Publikumsgesellschaften: Der tatsächliche Aktionär ist und bleibt oft ein Phantom, in: VOGT NEDIM P./STUPP ERIC/DUBS DIETER (Hrsg.), FS Rolf Watter Zürich 2008, 83 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR/BILEK EVA/HIRSCHLE MATTHIAS, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 2008, 1 ff.

VON DER CRONE HANS CASPAR, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Zürich 1996, 40 ff.

DONATSCH ANDREAS/TAG BRIGITTE, Strafrecht I, 8. Aufl., Zürich 2006.

DRUEY JEAN NICOLAS, Die Meldepflicht, SZW, Sondernummer 1997, 36 ff.

DRUEY JEAN NICOLAS, Die Meldepflicht, SZW, Sondernummer 1997 „Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel", 42 ff.

EHRENZELLER BERNHARD/MASTRONARDI PHILIPPE/VALLENDER KLAUS A./SCHWEIZER RAINER J. (Hrsg.), Die Schweizerische Bundesverfassung: Kommentar, 2. Aufl., Zürich 2008 (zit.: AUTOR, St. Galler Kommentar zu Art. xx Rz. xx).

FERRARINI GUIDO, Corporate Ownership and Control, OECD (Hrsg.), Company Law Reform in OECD countries, comparative outlook of current trends 2001.

FSA Consultation Paper 07/20, Disclosure of Contracts for Difference, Consultation and Draft Handbook Text, November 2007.

GOTSCHEV GEORG, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005.

HÄFELIN ULRICH/MÜLLER GEORG/UHLMANN FELIX, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Aufl., Zürich 2006.

IFFLAND JACQUES, Secret suisse stake-building with CFDs, professional investor, December 2006/January 2007, 20 ff.

IFFLAND JACQUES/GILLIARD NADJA, Les nouvelles règles en matière de publicité des participations importantes, GESKR 2007, 365 ff.

KÜNG MANFRED/HUBER FELIX M./KUSTER MATTHIAS, Kommentar zum Börsengesetz, Zürich 1998.

LÜCHINGER STEFAN, Ad-hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen – Ausgewählte Aspekte, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 233 ff.

MEIER-SCHATZ CHRISTIAN, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: MEIER-SCHATZ CHRISTIAN (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996, S. 39 ff.

METTIER SUSANNE, Offenlegung von Beteiligungen im Börsengesetz, Diss. Zürich 1999.

NOBEL PETER, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2003 bis Mitte 2004, SZW 2004, 376 ff. (zit.: NOBEL, SZW).

NOBEL PETER, Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären, Jusletter 4. Februar 2008 (zit.: NOBEL, Jusletter).

NOBEL PETER, Übernahme von Publikumsaktiengesellschaften, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions I, Zürich, 1999, 151 ff. (zit.: NOBEL, Übernahme).

SCHILTKNECHT KURT, Corporate Governance, Zürich 2004.

SCHLEIFFER PATRICK, Offenlegungs- und übernahmerechtliche Aspekte bei Kapitalmarkttransaktionen, in: REUTER THOMAS/WATTER ROLF/WERLEN THOMAS, Kapitalmarkttransaktionen, Zürich 2006, 125 ff.

SENN MYRIAM, Die Erfassung der Beteiligungen im Banken- und Kapitalmarktrecht, AJP 1998, 33 ff.

WATTER ROLF/DUBS DIETER, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: TSCHÄNI RUDOLF (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich 2008, 173.

WEY RENATE, Neueste Entwicklung des schweizerischen Finanzmarktrechts, SZW 2002, 190 ff.