

In jüngster Vergangenheit wurden bei öffentlichen Übernahmen vermehrt Finanzinstrumente eingesetzt. Das Offenlegungsrecht ist daher in den letzten Jahren permanent revidiert worden, um eine angemessene Beteiligungstransparenz auch mit Blick auf Finanzinstrumente zu gewährleisten. Der Beitrag würdigt die jüngste Revision per 1. Januar 2009 kritisch.

THOMAS JUTZI  
SIMON SCHÄREN

## ERFASSUNG VON FINANZINSTRUMENTEN IM REVIDIERTEN OFFENLEGUNGSRECHT

### Revision der BEHV-Finma

#### 1. EINLEITUNG

Dem Offenlegungsrecht kommt im (öffentlichen) Übernahmerecht eine zentrale Rolle zu. Informationen über die Zusammensetzung und Veränderung des Aktionärskreises einer Gesellschaft sind für Investitionsentscheide wichtig und kursrelevant [1]. Entsprechend will das Offenlegungsrecht kurs- und anlageentscheidrelevante Informationsvorsprünge vermeiden [2]. Verpönt ist insbesondere ein sogenanntes Anschleichen an eine Zielgesellschaft, bei dem ein Übernehmer seine Übernahmeabsicht verheimlicht, damit der Kurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft vorerst nicht ansteigt. Der Einsatz von Finanzinstrumenten zu Übernahmезwecken hat im Bereich des Offenlegungsrechts den Gesetz- und den Verordnungsgeber in den letzten Jahren allerdings vor neue Herausforderungen gestellt: Übernahmefälle, bei denen zu Beginn der Transaktion durch den Einsatz von Finanzinstrumenten heimlich eine stimmrechtlich relevante Beteiligung aufgebaut wird, haben sich in der jüngeren Zeit sowohl in der Schweiz, in den USA als auch in Deutschland ereignet [3]. Als aktuelle Fälle, bei denen Finanzinstrumente – nicht zwingend in unzulässiger Weise – eingesetzt wurden, seien erwähnt *Laxey/Implenia* [4] in der Schweiz sowie *Schaeffler/Continental* [5] in Deutschland und der Fall *CSX/TCI* [6] in den USA. Finanzinstrumente eignen sich im Übernahmекontext mitunter um Beteiligungspapiere der betreffenden Zielgesellschaft extern bei einem Dritten (vorzugsweise einer Bank) zu «parkieren», ohne dabei die wirtschaftliche Berechtigung daran zu verlieren [7]. Das Offenlegungsrecht, das vor Mitte 2007 galt, erfasste solche Instrumente nicht, sofern sie keinen Anspruch auf physische

Titellieferung verschafften. Nicht erfasst wurden deshalb insbesondere *Cash-Settlement-Optionen* [8].

#### 2. REVISIONEN DES OFFENLEGUNGSRECHTS MIT BLICK AUF FINANZINSTRUMENTE

Der Grundstein zur besseren Erfassung von Finanzinstrumenten wurde auf Gesetzesstufe mit der Einführung von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> *Börsengesetz* (BEHG) gelegt, der am 1. Dezember 2007 in Kraft getreten ist. Als indirekter Erwerb galten nun auch «Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben». Damit konnten im Gegensatz zum alten Recht, das nur Finanzinstrumente mit Realerfüllung erfasste, auch *Cash-Settlement-Optionen* unter gewissen Bedingungen einbezogen werden.

Die *Eidg. Bankenkommission* (EBK) hatte die *Börsenverordnung* (BEHV-EBK) allerdings bereits per 1. Juli 2007 dahingehend revidiert, dass der Passus gestrichen wurde, der lediglich Optionen mit Realerfüllung für meldepflichtig erklärte. Zu diesem Zeitpunkt war Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG aber noch gar nicht in Kraft, so dass die EBK ohne hinreichende gesetzliche Grundlage tätig wurde. Eine weitere Änderung im Rahmen der Revision der BEHV-EBK vom 1. Juli 2007 betraf die Aufhebung der 5%-Freigrenze für Wandels-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte (Art. 13 Abs. 3 lit. a aBEHV-EBK). Während früher 4,9% Aktien und 4,9% Optionen nicht meldepflichtig waren, mussten sie nun neu zusammengezählt werden.

Per 1. Januar 2009 trat nun schliesslich die neue *Börsenverordnung der Eidg. Finanzmarktaufsicht* (BEHV-Finma) in Kraft, die das Offenlegungsrecht mit Blick auf Finanzinstrumente er-



THOMAS JUTZI, DR. IUR.,  
RECHTSANWALT,  
NIEDERER KRAFT & FREY AG,  
ZÜRICH



SIMON SCHÄREN, MLAW,  
RECHTSANWALT,  
WISSENSCHAFTLICHER  
ASSISTENT/DOKTORAND,  
INSTITUT FÜR WIRT-  
SCHAFTSRECHT,  
UNIVERSITÄT BERN, BERN

neut weiterentwickelte. Zentral sind dabei die Regelungen zur Erfassung von Finanzinstrumenten (Art. 15 BEHV-Finma) und des Securities Lending (Art. 14 BEHV-Finma).

Die nachfolgenden Ausführungen sollen das neue Offenlegungsrecht mit Blick auf Finanzinstrumente darstellen und kritisch würdigen. Für einzelne offene Rechtsfragen, die sich aufgrund der neuen Bestimmungen ergeben, soll ausserdem ein Auslegungsvorschlag unterbreitet werden. Wie sich zeigen wird, sind die neuen Bestimmungen nicht über alle Zweifel erhaben und bieten zahlreiche Unklarheiten. Ausserdem soll hinterfragt werden, ob die neuen Verordnungsbestimmungen teilweise nicht sogar mit der formell-gesetzlichen Grundlage von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG unvereinbar sind.

### 3. EINZELNE FINANZINSTRUMENTE UND IHRE BEDEUTUNG IN DER PRAXIS

**3.1 Allgemeines.** Nachfolgend werden die einzelnen Finanzinstrumente, die bei öffentlichen Übernahmen relevant sein können, kurz dargestellt. Dabei wird auch auf deren konkreten strategischen Einsatz bei Unternehmensübernahmen eingegangen.

#### 3.2 Optionen

**3.2.1 Begriff.** Optionen gehören zu den Derivaten, da sie ihren Wert von einem Basiswert ableiten [9]. Als Basiswerte kommen allgemein Aktien, Aktienindizes, Obligationen, Rohstoffe oder Währungen in Frage [10]. Mit einer Option räumt der Optionsverkäufer dem Optionskäufer gegen ein Entgelt (Optionsprämie) das Recht (aber nicht die Pflicht) ein, eine bestimmte Menge eines bestimmten Basiswertes am oder bis zu einem festgelegten Zeitpunkt (Verfalltermin) zu einem vereinbarten Preis (Ausübungspreis) zu kaufen (*Call-Option*) oder zu verkaufen (*Put-Option*) [11]. Rechtlich ist bei Optionen von Kaufs- bzw. von Verkaufsrechten und damit von (potestativ) *suspensiv bedingten Kaufverträgen* auszugehen [12].

Der Optionsvertrag kann ein *Cash Settlement* oder ein *Physical Settlement* zum Gegenstand haben, wobei im ersten Fall die Abwicklung aus der fälligen Verpflichtung durch einen Geldtransfer in der Höhe des Gewinns bzw. des Verlustes [13], im zweiten Fall durch physische Lieferung des Basiswertes geschieht [14, 15].

**3.2.2 Strategischer Einsatz bei Unternehmensübernahmen.** Für alle Optionsgeschäfte gilt, dass sich der Optionsverkäufer durch Transaktionen in den betroffenen Beteiligungsrechten absichert (Hedging) [16], d. h., es werden die Kursschwankungen, welche das Portefeuille beeinflussen können, neutralisiert [17]. Bei *Cash-Settlement-Optionen* zahlt der Optionsverkäufer – im Übernahmekontext eine Bank – die Differenz zwischen dem am Finanzmarkt festgestellten Wertpapierkurs und dem im Optionsvertrag festgelegten Ausübungspreis. Da die Bank bei steigenden Kursen im Umfang des den Ausübungspreis übersteigenden Marktpreises einen Verlust erleidet, hat sie ein Interesse am Erwerb des betreffenden Basiswertes, d. h. der betreffenden Aktie, da auf diese Weise dem Verlust ein aus dem steigenden Kurs des erworbenen Titels resultierender künftiger Gewinn gegenübergestellt werden

kann. Übt der Optionskäufer die Option alsdann aus [18], hat die Bank als Optionsverkäuferin vielfach ein Interesse, den Basiswert physisch zu liefern, da sie die für das Hedging nicht mehr benötigten Aktien auf dem Markt wegen der Grösse der Pakete häufig nur mit Verlust abtossen könnte [19]. Der Optionskäufer ist seinerseits ebenfalls an einer der ursprünglichen Vereinbarung (*Cash Settlement*) widersprechenden physischen Lieferung interessiert, sofern er eine Übernahmestrategie verfolgt. So betrachtet stellen *Cash-Settlement-Optionen* bei gleichgelagerten Interessen von Optionskäufer und -verkäufer nichts anderes als getarnte *Physical-Settlement-Optionen* dar, deren Erwerb oder Veräusserung vor der Revision der BEHV-EBK (nunmehr BEHV-Finma) noch nicht gemeldet werden mussten [20].

Die Strategie kann demnach vereinfacht wie folgt skizziert werden: Der Übernehmer erwirbt Aktien in einem noch nicht meldepflichtigen Umfang (in der Schweiz vor der Revision des Offenlegungsrechts 5%) und verkauft die Beteiligung an eine Bank, die ihm im Gegenzug eine (bis 2007 nicht meldepflichtige [21]) *Cash-Settlement-Option* auf genau die veräusserte Position gutschreibt [22]. Anschliessend wird die gleiche Taktik auch mit anderen Banken durchgespielt, bis der Übernehmer und Optionskäufer die Optionen schliesslich ausübt bzw. an die involvierten Banken verkauft. Aufgrund der besonderen Interessenlage bei *Cash-Settlement-Optionen* wird die Bank letztlich die betreffenden Aktien an den potentiellen Übernehmer verkaufen, welcher anschliessend auf einen Schlag einen grossen Block meldet [23].

Der Einsatz von *Call-Optionen* ermöglicht es einem Übernehmer also im Ergebnis, erworbene Aktien gleichsam bei einer Bank zu «parkieren», um sie später wieder «zurückzuholen» [24]. In der Schweiz wurde insbesondere in den Fällen *Saurer, Sulzer* und *Implenia* seitens der Übernehmer jeweils mit *Cash-Settlement-Optionen* operiert [25].

#### 3.3 Securities Lending

**3.3.1 Begriffliches und wirtschaftlicher Hintergrund.** Beim *Securities Lending* handelt es sich um Darlehensgeschäfte im Sinne von Art. 312 ff. *Obligationenrecht* (OR), wobei Gegenstand des Geschäftes Wertpapiere – insbesondere Aktien – sind, an denen der Borger gegen ein Entgelt Eigentum erwirbt und die er alsdann in gleicher Menge und Güte zurückerstatten muss [26]. Dabei wird der Darleiher in der Regel vom Aktienborger während der Laufzeit des Darlehens für allfällige Dividenden und sonstige Erträge entschädigt [27].

Der Borger kann sich des *Securities Lending* bedienen, um damit der rechtzeitigen Erfüllung einer Lieferverpflichtung gegenüber einem Dritten nachzukommen [28]. Der Schuldner einer Wertschriftenlieferung wird die benötigten Effekten nur dann von einem Dritten borgen, wenn sie am Kassamarkt nicht oder nur zu unattraktiven Bedingungen erhältlich sind [29]. Damit führt das *Securities Lending* zu einer Reduktion der *Settlement-Risiken* [30]. Ausserdem kann das *Securities Lending* auch der Absicherung von Wertschriftenpositionen (Hedging), dem Ausnützen von ungerechtfertigten Preisdifferenzen in verschiedenen Märkten (Arbitrage) oder der Spekulation auf Kursveränderungen dienen [31].

Der Darleiher kann mit dem Entgelt, das er für das Überlassen der Wertschriften (die er kurzfristig nicht benötigt) erhält, seinen Wertschriftenertrag steigern [32]. Erfolgt die Sicherstellung in Form von Geld (Cash Collateral), so erfüllt das Securities Lending aus der Sicht des Darleihers ausserdem auch noch eine Finanzierungsfunktion [33].

**3.3.2 Strategischer Einsatz bei Unternehmensübernahmen.** Auch Securities Lending kann analog zu den dargestellten Optionsstrategien den Zweck haben, Aktien extern bei einer Bank zu «parkieren» [34].

Den strategischen Ansatz bildete hier häufig der Umstand, dass die Meldepflicht bis zur Revision des Offenlegungsrechts im Jahr 2007 nur bestand, wenn die ausgeliehenen

*«Auch Securities Lending kann analog zu den dargestellten Optionsstrategien den Zweck haben, Aktien extern bei einer Bank zu parkieren.»*

Titel den Borger zur aktienrechtlichen Ausübung der Stimmrechte ermächtigten (Art. 12 Abs. 2 aBEHV-EBK). Somit konnten die Parteien – zumindest bei Namenaktien – vertraglich das Stimmrecht dem Darleiher einräumen, ohne dass eine Meldepflicht bestand [35].

Eine noch subtilere Strategie wurde offenbar im Fall Sulzer verfolgt, bei dem sich eine am Übernahmeszenario beteiligte Bank Titel von einem anderen, an der Übernahme nicht direkt beteiligten Finanzintermediär besorgte und als Sicherheit Sulzer-Aktien lieferte [36]. Obwohl die Titel zivilrechtlich ins Eigentum des Sicherungsnehmers übergangen, konnten sie von der Bank faktisch jederzeit zurückgerufen werden, indem die geborgten Titel zurückgenommen wurden und somit auch die als Sicherheit dienenden Aktien wieder zurück zu übertragen waren [37].

### 3.4 Swapgeschäfte und Contracts for Difference (CfD)

**3.4.1 Begriffliches.** Swapgeschäfte haben den periodischen Austausch von Zahlungsströmen zum Gegenstand [38]. Swaps beziehen sich entweder auf unterschiedliche Währungen oder Zinssätze [39]. Denkbar ist auch ein kombinierter Zins-Währungsswap, bei dem die während der Vertragsdauer periodisch zu leistenden Zinszahlungen auf unterschiedlichen Zinsberechnungsbasen beruhen [40]. Rechtlich ist beim Swapgeschäft von einem Innominatvertrag auszugehen [41].

**3.4.2 Strategischer Einsatz bei Unternehmensübernahmen.** Obwohl Swapgeschäfte vor allem Spekulationszwecken dienen, sind sie in jüngster Vergangenheit auch in Zusammenhang mit Übernahmезwecken verwendet worden. Im Vordergrund stehen dabei CfD [42] oder auch «Cash Settled Total Return Equity Swaps», die ähnlich eingesetzt werden können wie Optionen: Im deutschen Fall Continental/Schaeffler hatte die Schaeff-

ler KG nebst einer geringfügigen Beteiligung an der Continental AG Swap-Geschäfte mit neun verschiedenen Banken über rund 28% der Continental AG abgeschlossen, die von Schaeffler KG offenbar jederzeit zurückgerufen werden konnten [43]. Die Banken erwarben zum Hedging die dem Swap zugrundeliegenden Continental-Aktien und dienten diese – trotz des Cash Settlements – alsdann der Schaeffler KG an, als diese die Swap-Geschäfte kündigte [44]. Die Schaeffler KG hielt und meldete schliesslich 82,4% Continental-Aktien [45].

Nach dem gleichen Muster wurde auch im Fall Implemia [46] sowie dem US-amerikanischen Übernahmekampf CSX/TCI [47] vorgegangen.

## 4. RECHTLICHER RAHMEN

### 4.1 Der neue Art. 15 Abs. 1 BEHV-Finma

**4.1.1 Erfasste Finanzinstrumente.** Per 1. Januar 2009 ist die BEHV-Finma in Kraft getreten, die mit Blick auf Finanzinstrumente nochmals Neuerungen mit sich brachte. Nach Rahmen enthält keine Legaldefinition des Finanzinstrumentes [48]. Man kann daher vom allgemeinen Sprachgebrauch ausgehen und unter dem Begriff des «Finanzinstrumentes» alle vertraglich geregelten Terminkontrakte einbeziehen, bei denen die Leistung der Vertragsparteien von der Entwicklung eines Basiswertes abhängt [49]. Im offenlegungsrechtlichen Zusammenhang wird man weiter voraussetzen müssen, dass der Basiswert stets ein Beteiligungspapier mit Stimmrecht, also letztlich eine Aktie, darstellt [50].

Obwohl die EBK im Rahmen des Vernehmlassungsentwurfs an der Regelung gemäss Art. 13 aBEHV-EBK festhalten wollte, ist die Erfassung von Optionen im Rahmen des neuen Art. 15 Abs. 1 lit. a und b BEHV-Finma wieder davon abhängig gemacht worden, ob die Optionen eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen. Damit ist aber nicht wieder der Zustand vor dem 1. Juli 2007 hergestellt worden, denn Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-Finma schreibt eine Meldepflicht auch vor für «Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie weitere Differenzgeschäfte (wie Contracts for Difference, Financial Futures).» Cash-Settlement-Optionen fallen demnach ausschliesslich unter lit. c von Absatz 1 des Art. 15 BEHV-Finma, während lit. a und b der gleichen Bestimmung einzig auf Optionen mit Physical Settlement anwendbar sind [51].

Explizit unter lit. c fallen nun auch CfD. Die EBK [52] und das Bundesverwaltungsgericht subsumierten im Fall Laxey/Implemia die von Laxey eingegangenen CfD noch unter den Tatbestand des indirekten Erwerbs gemäss Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-Finma [53]. Da die in casu von Laxey mit diversen Banken abgeschlossenen CfD jederzeit aufgelöst und die von den Banken zur Absicherung nicht mehr benötigten Aktien ausserbörslich zu einem mitbestimmbaren Preis erworben werden konnten, sah das Bundesverwaltungsgericht die entsprechenden Titel, die den Basiswert ausmachten, bereits mit dem Abschluss der CfD als indirekt erworben an [54]. Diese Vorgehensweise ging damals an, weil Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG noch nicht in Kraft war. Seit dem 1. Dezember 2008 ist eine Erfassung von Finanzinstrumenten mit Cash Settlement gestützt auf den Tatbestand des indirekten Erwerbs jedoch nur noch unter der einschränkenden Voraussetzung zulässig,

dass «im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot» gehandelt wird.

Auch übrige Swaps dürften schliesslich nun unter lit. c fallen [55]. Die Offenlegungsstelle der SIX subsumierte diese vor Inkrafttreten des Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-Finma unmittelbar unter Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG [56]. Sie konnten vorher kaum erfasst werden.

**4.1.2 Würdigung.** Dem neuen Art. 15 BEHV-Finma, besonders dessen Abs. 1 lit. c, ist entgegenzuhalten, dass Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG als einschlägige gesetzliche Grundlage Finanzinstrumente mit Barausgleich – eben solche, die einen wirtschaftlichen Erwerb, der als Underlying dienenden Titel ermöglichen – nur bei nachgewiesener Übernahmeabsicht erfasst [57]. Der klare Wortlaut von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG wird auch durch die Materialien nicht in Frage gestellt. Vielmehr wurde der Zusatz «im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot» bewusst als Einschränkung eingeführt [58]. Zu Recht hat die Offenlegungsstelle der SIX daher im Zusammenhang mit der Offenlegung von Swaps festgehalten [59]:

«Wenn die fraglichen Finanzinstrumente mit Cash Settlement bereits unter Art. 20 Abs. 1 BEHG und Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK zu subsumieren wären, so wäre damit die Offenlegungspflicht von Finanzinstrumenten nach Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG, die keinen Rechtsanspruch auf Erwerb von Aktien vermitteln, vollumfänglich umfasst und damit die Einschränkung von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> «im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot» gegenstandslos.»

Die Überdehnung der gesetzlichen Grundlage wird im Rechtsmittelverfahren im Rahmen einer akzessorischen Normenkontrolle zu berücksichtigen sein. Eine Verfügung, die sich demnach auf Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-Finma stützt, könnte aufgrund der rechtswidrigen Grundlage durch die Rechtsmittelinstanz aufgehoben werden.

## 4.2 Auffangtatbestand (Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma)

**4.2.1 Überblick über die Regel.** Der Ordnungsgeber rechnete damit, dass sich in der Praxis weitere, heute noch nicht bekannte Finanzinstrumente entwickeln würden, die von Art. 15 Abs. 1 BEHV-Finma nicht erfasst wären. Zu diesem Zweck wurde zusätzlich Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma eingeführt, der auch andere als die in Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK erfassten Instrumente einbezieht, sofern sie es «der berechtigten Person aufgrund ihrer Struktur ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, wenn diese im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben, veräussert oder eingeräumt (geschrieben) werden.» Gemäss Erläuterungsbericht der EBK für die Anhörung vom Juni/Juli 2008 betreffend die BEHV-Finma vom Juni 2008 stellt Abs. 2 gleichsam einen Auffangtatbestand dar, der alle Finanzinstrumente erfassen soll, die von Abs. 1 nicht erfasst sind [60]. Hier ist nun allerdings die von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG gemachte Beschränkung auf Übernahmeabsicht («im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot») zu beachten. Zu Recht weist der Erläuterungsbericht – wenn auch leider im Hinblick auf den Auffangtatbestand – darauf hin, dass Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG letztlich eine Beherrschungsabsicht impliziert [61]. Da die Wendung «im Hinblick auf ein öffentliches [Kauf]Angebot»

ganz offensichtlich an Art. 11 *Übernahmeverordnung* (UEV) angelehnt sei, dränge sich zur Konkretisierung die bundesgerichtliche «Quadrant»-Rechtsprechung auf [62]. Das Bundesgericht war sich der Schwierigkeiten bewusst, die mit dem Nachweis der Beherrschungsabsicht verbunden sein können, und sah es daher als gerechtfertigt an, «Vorkehren im Hinblick auf eine Beherrschung bereits dann anzuneh-

---

*«Nach Art. 14 Abs. 2 BEHV-Finma ist gemäss neuer Regelung immer jene Vertragspartei meldepflichtig, die die Effekten vorübergehend übernimmt.»*

men, wenn der gemeinsame Erwerb eine solche objektiv ermöglicht und aufgrund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird.» [63].

Mit dieser bundesgerichtlich gebilligten Beweiserleichterung wollte sich die EBK aber nicht zufriedengeben und führte einen Vermutungstatbestand ein. Die Übernahmeabsicht wird vermutet, wenn die Anrechte oder Anwartschaften aus den entsprechenden Finanzinstrumenten zusammen mit allfälligen bereits erworbenen meldepflichtigen Positionen einen Stimmrechtsanteil von 15% der Stimmrechte der Zielgesellschaft übersteigen (Art. 15 Abs. 2 Satz 2 BEHV-Finma). Unter «Anwartschaften oder Anrechten» sollen alle möglichen Strukturen von Instrumenten subsumiert werden können, «die in irgendwelcher Art faktische oder wirtschaftliche Positionen zum Erwerb von Beteiligungspapieren vermitteln.» [64].

Unklar ist, welche Funktion dieser Vermutungstatbestand hat: Nach Auffassung der EBK ist die 15%-Schwelle als Freigrenze zu verstehen, so dass für Finanzinstrumente gemäss Abs. 2 letztlich eine «neue Erstschwelle» geschaffen wurde [65]. *Watter/Hinsen* verstehen die 15%-Grenze als unwiederlegbare Vermutung [66]. Demnach wäre der Gegenbeweis eines Meldepflichtigen, er verfolge in Wahrheit keine Übernahmeabsicht, ausgeschlossen. Nach *Schenker* ist eine Übernahmeabsicht nur dann zu vermuten, wenn die meldepflichtige Partei später ein öffentliches Kaufangebot macht [67]. Die Vermutung von Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma hat nach dieser Ansicht keine selbständige Bedeutung mehr, da sie immer dann widerlegt wird, wenn die meldepflichtige Partei später kein öffentliches Kaufangebot macht [68].

**4.2.2 Würdigung.** Zunächst fragt sich, ob ein Auffangtatbestand überhaupt notwendig ist. Art. 15 Abs. 1 BEHV-Finma ist nämlich derart weit gefasst, dass darunter grundsätzlich alle denkbaren Finanzinstrumente fallen. Insofern ist nicht ersichtlich, welche zusätzlichen Sachverhalte damit erfasst werden können.

Was die Funktion der 15%-Grenze betrifft, so ist von einer Beweislastregel auszugehen. Ausgangslage bleibt dabei in jedem Fall Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG, wonach eine Meldepflicht immer dann besteht, wenn eine Übernahmeabsicht vorhan-

den ist. Hat eine Partei Finanzinstrumente im Sinne von Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma erworben, ohne dabei die Schwelle von 15% zu überschreiten, so hat die Behörde die Übernahmeabsicht nachzuweisen. Freilich ist der Behörde allerdings die oben erwähnte bundesgerichtliche Beweiserleichterung im Rahmen der «Quadrant»-Rechtsprechung in analoger Anwendung zuzubilligen. Überschreitet die meldepflichtige Partei die Schwelle von 15% hingegen, so liegt es an ihr, den Gegenbeweis dafür zu erbringen, dass sie ohne Übernahmeabsicht handelte. Der Umstand, dass dieser Gegenbeweis häufig misslingen dürfte, darf nicht dazu führen, dass der potentiell meldepflichtigen Partei der Gegenbeweis entgegen dem klaren Wortlaut von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG abgeschnitten wird.

Die Ansicht von *Watter/Hinsin*, wonach von einer unwiderlegbaren Vermutung auszugehen ist, kann mit der ratio und dem klaren Wortlaut von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG nicht vereinbart werden. Auch kann es entgegen *Schenker* nicht darauf ankommen, ob nach dem Abschluss der potentiell meldepflichtigen Geschäfte ein Angebot unterbreitet wird, greift doch der klare Wortlaut von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG bzw. Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma bereits dann ein, wenn die Übernahme der Zielgesellschaft bloss beabsichtigt ist und nicht erst, wenn sie tatsächlich realisiert wird.

Mit Blick auf die von der EBK vertretene Ansicht erscheint es fraglich, ob sich eine Freigrenze, die den Abschluss von Finanzinstrumenten über einen Stimmrechtsanteil von 14,99% gestattet, rechtfertigen lässt. Immerhin würden so die ersten zwei Meldeschwellen von Art. 20 Abs. 1 BEHG (jene bei 3 und 5%) contra legem preisgegeben [69]. Diese Interpretation dürfte Strategien des «heimlichen Anschleichens» gerade Vorschub leisten: Die Finanzindustrie würde nämlich geradezu ermuntert, neuartige Finanzinstrumente zu kreieren, die nicht unter Art. 15 Abs. 1 BEHV-Finma fallen und daher trotz Übernahmeabsicht des Erwerbers im Umfang von annähernd 15% der Stimmrechte der Zielgesellschaft nicht gemeldet werden müssten. Das Frühwarnsystem des Offenlegungsrechts würde so entscheidend geschwächt. Richtigerweise muss die Schwelle in Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma demnach als Beweislastregel interpretiert werden und nicht als Freigrenze. Die Verwendung einer Vermutung darf die Behörde also nicht davon entbinden, die Übernahmeabsicht im Einzelfall auch schon vor dem Überschreiten der 15%-Schwelle nachzuweisen.

**4.3 Securities Lending und vergleichbare Geschäfte.** Bis zum 1. Januar 2009 erfasste Art. 12 a BEHV-EBK ausgeliehene Aktien melderechtlich nur dann, wenn der Borger aufgrund einer konkreten Vereinbarung in der Lage war, die Stimmrechte auszuüben [70]. Umstritten war bei dieser Regelung, ob dabei auf die objektive Möglichkeit oder auf die vertragliche Regelung zwischen den Parteien abgestellt werden sollte [71]. Diskutiert wurde, ob generell beide Vertragsparteien als meldepflichtig gelten sollen. Diese Lösung wurde von der EBK jedoch mit der Begründung verworfen, dass insbesondere die Meldepflicht des Ausleihers im Massengeschäft schwierig zu bewältigen sei [72].

Nach Art. 14 Abs. 2 BEHV-Finma ist daher gemäss neuer Regelung immer jene Vertragspartei meldepflichtig, welche

die Effekten vorübergehend übernimmt, bei Securities-Lending also der Borger (Art. 14 Abs. 2 lit. a BEHV-Finma). Wer das Stimmrecht formell oder materiell innehat, spielt im Rahmen der neuen Regelung hingegen keine Rolle mehr.

Bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise ändert sich für die beteiligten Parteien nichts, da die ausleihende bzw. verkaufende Partei wirtschaftlich nach wie vor an den Beteiligungsrechten berechtigt ist und die ursprünglich von ihr erworbenen Beteiligungspapiere gemeldet bleiben [73]. Damit wird verhindert, dass die veräussernde Partei Effekten an einen Borger, Repo-Käufer oder Sicherungsnehmer überträgt, als «verkauft» meldet und dann anschliessend zurückruft, um einen grossen Block auf einen Schlag zu melden [74]. Der Erläuterungsbericht will mit dieser Regelung den Spielraum von Hidden Ownership unter Einsatz von Securities Lending minimiert haben [75].

Bei Lichte besehen trifft dies aber nur dann zu, wenn die ausleihende bzw. veräussernde Partei ihre Beteiligungsrechte ursprünglich (!) überhaupt melden musste, weil sie die (niedrigste) Schranke von 3% überschritten hatte. Die neue Regelung hindert einen Übernehmer keineswegs daran, mit mehreren Parteien Geschäfte abzuschliessen, ohne selber mehr als 3% gehalten zu haben. In dieser Konstellation kann nicht gesagt werden, die Beteiligungspapiere seien im Sinne des Erläuterungsberichtes «doppelt gemeldet». Hinzu kommt, dass Art. 4 BEHV-EBK bezüglich des Inhalts der Offenlegungsmeldung nicht voraussetzt, dass der Umstand der wirtschaftlichen Berechtigung der verleihenden bzw. veräussernden Partei offengelegt werden müsste.

#### 4.4 Exkurs: Rechtslage im Ausland (ausgewählte Einzelfragen)

**4.4.1 Deutschland.** Im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten zentral ist der mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz [76] eingeführte § 25 *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG). Abs. 1 lautet:

«Wer unmittelbar oder mittelbar Finanzinstrumente hält, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu erwerben, hat dies bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der in § 21 Abs. 1 Satz 1 genannten Schwellen (...) unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt mitzuteilen.»

Unter den Begriff der Finanzinstrumente fallen dabei sowohl Wertpapiere, Geldmarktinstrumente und Derivate (§ 2 b WpHG). Dabei muss es sich aber um Finanzinstrumente handeln, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer bindenden Vereinbarung Aktien mit Stimmrechten zu erwerben. Hierunter sind sowohl der Kauf, der Tausch oder andere auf den Basiswert bezogene Fest- oder Optionsgeschäfte zu subsumieren. Den Finanzinstrumenten, die § 25 I 1 WpHG erfasst, ist es dabei gemeinsam, dass der Erwerb von Stimmrechtsaktien lediglich vom Ermessen des Inhabers des Finanzinstruments abhängig ist und nicht mehr von äusseren Umständen [77]. Aus diesem Grund unterlag die Schaeffler/Continental-Transaktion nach dem Wortlaut der Vorschrift eindeutig nicht der Meldepflicht

nach § 25 I 1 WpHG: Finanzinstrumente, welche lediglich auf einen Barausgleich gerichtet sind, also «lediglich das wirtschaftliche Äquivalent einer entsprechenden Lieferung des zugrundeliegenden Wertes schaffen» [78], fallen nicht unter den Tatbestand von § 25 I 1 WpHG, da die Vorschrift einen «Anspruch auf Lieferung von Stammaktien voraussetzt». Insoweit sind CfD in der Art der von der Schaeffler-Gruppe abgeschlossenen nicht von der Meldepflicht des § 25 I 1 WpHG erfasst. Auch lässt sich kein Umgehungstatbestand konstruieren, der eine analoge Anwendung des § 25 I 1 WpHG zu begründen vermöchte, und zwar insofern nicht, als der Gesetzgeber sich in § 25 I 1 WpHG bewusst dafür entschieden hat, dass nur Finanzgeschäfte erfasst sein sollen, die ein zwischen den Parteien vereinbartes Recht zum Aktienerwerb seitens der einen Partei beinhalten [79]. Gerade daran fehlte es im Falle der Vereinbarung zwischen der Schaeffler-Gruppe und den Investmentbanken gerade.

Umstritten ist, ob Finanzinstrumente, insbesondere CfD, allenfalls aufgrund abgestimmten Verhaltens (Acting in Concert) gemäss § 22 Abs. 2 WpHG oder aufgrund Haltens für Rechnung des Meldepflichtigen (in casu Schaeffler) durch die Stillhalterbank gemäss § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfasst werden können [80].

Im Vergleich zur Rechtslage in der Schweiz fällt auf, dass das deutsche Recht wesentlich weniger streng ist. Dass nur Finanzinstrumente erfasst werden, die eine physische Tittellieferung vorsehen, erstaunt aus schweizerischer Sicht. Dennoch ist angesichts der beträchtlichen Unterschiede in der Regulierungsdichte der beiden Rechtsordnungen umgekehrt auch die Frage angebracht, ob das schweizerische Recht mit der Erfassung aller möglicher Finanzinstrumente ungeachtet der Abwicklungsmodalitäten und – aufgrund von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-Finma – auch ungeachtet einer Übernahmeabsicht nicht zu weit geht.

4.4.2 *Rechtslage in den USA.* § 13 (d) *Securities Exchange Act (SEA)* bestimmt, dass jeder wirtschaftliche Eigentümer, der einen Aktienerwerb hinsichtlich einer börsenkotierten Gesellschaft von mindestens 5% der Anteile durchführt, diesen Erwerb sowohl Emittenten als auch bei der *Securities and Exchange Commission (SEC)* anzeigen muss. Im bereits erwähnten Fall *CSX Corporation v. Children's Investment Fund Management* hatte ein New York District Court einen Fall offenlegungsgesetzlich zu beurteilen, in dem ebenfalls CfDs abgeschlossen wurden. Das Gericht liess die Frage offen, ob ein Fall des wirtschaftlichen Erwerbs vorlag, stellte aber fest, dass jedenfalls eine Umgehung der Publikationspflichten nach § 13 (d) vorliege. Als Indiz für einen Stimmrechtseinfluss sah das Gericht die Tatsache, dass die Hedgefonds ihre Swapgeschäfte lediglich auf zwei Investmentbanken konzentriert hatten, so dass eine Absprache über eine konkrete Stimmrechtsausübung relativ leichter möglich war als bei Verträgen mit zehn oder mehr Investmentbanken.

Im Vergleich zur schweizerischen Regelung zeigt sich eine erhebliche Diskrepanz. Das amerikanische Recht enthält keine absolute Regelung im Sinne von Art. 15 Abs. 1 BEHV-Finma, wonach Finanzinstrumente schlechthin erfasst sind. Die Rechtslage in den USA spiegelt die «rechtsfreie» Situation in der Schweiz vor der Erfassung von Finanzinstrumenten mit Barausgleich wieder: Will man Finanzinstrumente mit Barausgleich erfassen, so kann dies nur über einen mit Blick auf die Beweislage anspruchsvollen Umgehungstatbestand geschehen. Das erwähnte Urteil des New York District Court zeigt allerdings am Rande eine Alternative auf, die das Bundesverwaltungsgericht im Fall *Laxey/Implenia* angewendet hat: Finanzinstrumente mit Barausgleich können als indirekten Erwerb aufgefasst werden, weil sie dem Erwerber die wirtschaftliche Verfügungsmacht über die Stimmrechte verleihen können, die als *Underlying* dienen.

## 5. FAZIT

Die Fortentwicklung des schweizerischen Übernahmerechts zum wasserdichten Frühwarnsystem muss insgesamt als gelungen und wirkungsvoll bewertet werden. De lege lata ist das heimliche Anschleichen an eine Zielgesellschaft kaum mehr möglich. Hinsichtlich des Einsatzes von Securities Lending muss allerdings ein Vorbehalt angebracht werden [81]. Hat die veräussernde bzw. verleihende Partei nämlich nie mehr als 3% der meldepflichtigen Titel der Zielgesellschaft gehalten, so kann eine heimliche Beteiligung aufgebaut werden [82].

Bemängelt werden muss am neuen Regime ausserdem, dass die gesetzliche Grundlage zur Erfassung von Finanzinstrumenten (Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG) mit dem Erlass von Art. 15 BEHV-Finma wohl überdehnt, zumindest aber fragwürdig interpretiert worden ist [83]. Es ist nicht auszuschliessen, dass

auf dem Weg der konkreten Normenkontrolle gar Verfügungen aufgehoben werden, weil mittels akzessorischer Überprüfung von Art. 15 Abs. 1 lit. c BEHV-Finma dessen Gesetzeswidrigkeit festgestellt würde.

Auch bleibt abzuwarten, ob der Auffangtatbestand in Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma von der Finma tatsächlich als Freigrenze gehandhabt werden wird, wenn er überhaupt je praktische Relevanz erhalten sollte [84]. Jedenfalls wäre damit eine entscheidende Relativierung des offenlegungsrechtlichen Frühwarnsystems verbunden.

Aus rechtsvergleichender Sicht muss sodann kritisch gefragt werden, ob der Schweizer Gesetz- und insbesondere Verordnungsgeber nicht zu weit gegangen ist [85]. Wie aufgezeigt wurde, ist das Regime zur Erfassung von Finanzinstrumenten mit Barausgleich im internationalen Vergleich äusserst streng. ■

**Anmerkungen:** 1) Rolf H. Weber, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 3 vor Art. 20–21 BEHG; grundlegend zum Offenlegungsrecht ausserdem Peter V. Kunz, Börsenrechtliche Meldepflicht in Theorie und Praxis, in: Nedim Peter Vogt/Eric Stupp/Dieter Dubs (Hrsg.), Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen 2008, 229 ff. 2) Dieter Zobl/Stefan Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, § 3 N 341. 3) Thomas Möllers/Florian Holzner, Die Offenlegungspflichten des Risikobegrenzungsgesetzes (§ 27 II WpHG-E) – Defizitäre Rechtsvergleichung und mangelnde Allokationseffizienz, NZG 2008, 166 ff.; Christoph Weber/Anne Meckbach, Finanzielle Differenzgeschäfte – Ein legaler Weg zum «Anschleichen» an die Zielgesellschaft bei Übernahmen, Betriebsberater 2008, 2022 ff.; Uwe H. Schneider, Missbräuchliches Verhalten durch Private Equity, NZG 2007, 888 ff., 889 ff.; Holger Fleischer/Klaus Ulrich Schmolke, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und «Hidden Ownership», ZIP 2008, 1501 ff.; vgl. auch FAZ Nr. 164 vom 17. Juli 2008, 16 und FAZ Nr. 168 vom 21. Juli 2008, 15. 4) Eine Gruppe von Investmentgesellschaften um die britische Laxey Partners Ltd. meldete innerhalb weniger Tage eine Beteiligung von 23% an Implenla. Vorgängige Offenlegung ist zu keiner Zeit erfolgt; vgl. Finanz und Wirtschaft vom 21. April 2007, 23. 5) Die Schaeffler KG schloss mit diversen Banken Swap-Verträge über Beteiligungen an Continental von insgesamt über 82,4% ab. Offenlegungsmeldungen sind – mit Billigung der BaFin – zu keiner Zeit erfolgt; vgl. zum Sachverhalt (und zur Einordnung im deutschen Kapitalmarktrecht) eingehend Dirk Zetzsche, Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law, or Enforcement?, 3f. (verfügbar unter <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1170987](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1170987)>). 6) Seit Ende 2006 schlossen die Hedge Fonds TCI und 3G mit mehreren Banken Swap-Verträge im Bezug auf Aktien von CSX ab. TCI hielt dabei nebst Aktien im Umfang von 5% Swaps über weitere 10% in CSX-Aktien. Im anschließenden Zivilverfahren machte CSX unter anderem geltend, die Anwartschaften auf 10% Aktien aufgrund der Swap-Verträge seien TCI wirtschaftlich zuzurechnen (Beneficial Ownership), was das Gericht gut hiess; vgl. dazu das Urteil des US District Court for the Southern District of New York, CSX Corp. v. The Children's Investment Fund mgt., 2008 WL 2372693 (S.D.N.Y.); das Urteil ist online verfügbar unter <[http://www1.nysd.uscourts.gov/cases/show](http://www1.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=79)

<<http://www1.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=79>>. 7) Vgl. dazu Ziff. 3.3.2 und 3.4.2. 8) Art. 20 Abs. 1 aBEHG hielt einzig fest, dass der Erwerb und die Veräusserung von Aktien einer Meldepflicht unterliegen. Der schon vor dem 1. Januar 2007, gestützt auf Art. 20 Abs. 5 BEHG, erlassene Art. 13 Abs. 1 aBEHV-EBK erfasste nur den Erwerb und die Veräusserung sowie das Einräumen von Erwerbs- und Veräusserungsrechten, soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen; vgl. dazu ausführlich Kunz (Anm. 1), 245 f. 9) Max Boemle/Max Gsell/Jean-Pierre Jetzer/Paul Nyffeler/Christian Thalmann, Geld-, Bank- und Finanzmarktlexikon der Schweiz, Zürich 2002, 817; Daniel Daeniker/Stefan Waller, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 12 zu Art. 2 BEHG; Daniel Halter, Der Einsatz von derivativen Finanzgeschäften im Nichtbankenbereich, Zürich/Basel/Genf 2004, 12; Siegfried Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004, N 14.74; Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 2004, § 1 N 108 f.; Zobl/Kramer, (Anm. 2), § 5 N 559 ff.; vgl. allgemein zur Regulierung von Derivaten ausführlich Franca Contratto, Konzeptuelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Analyse de lege lata und Vorschläge de lege ferenda unter besonderer Berücksichtigung der Anlegerinformation bei Warrants und strukturierten Produkten, Zürich 2006, 138 ff. 10) Statt aller Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (Anm. 9), 817. 11) Ernst Müller-Möhl, Optionen und Futures, 5. Auflage, Zürich 2002, 50; davon sind Forwards und Financial Futures zu unterscheiden, bei denen beide Parteien zu einer Leistung verpflichtet werden; vgl. BEHG-Daeniker/Waller (Anm. 9), N 12 zu Art. 2 BEHG. 12) Dieter Zobl, Entwicklungen im Recht der derivativen Finanzinstrumente, in: Rolf H. Weber/Christine Hirszwicz (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente und Eigenmittelvorschriften, Zürich 1995, 15 ff., 21; es liegt m.a.W. ein Kauf eines Rechts vor, Urs Pulver, Börsenmässige Optionsgeschäfte, Zürich 1986, 222 ff. m. w. H. 13) Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (Anm. 9), 243. 14) Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (Anm. 9), 843. 15) Sowohl das Cash als auch das Physical Settlement fällt unter den Derivatbegriff von Art. 5 BEHV, Contratto (Anm. 9), 138 f. 16) Ausführlich Müller-Möhl (Anm. 9), 145. 17) Müller-Möhl (Anm. 9), 145. 18) Denkbar ist auch, dass der Optionskäufer und Übernehmer die Optionen an die involvierten Banken verkauft, vgl. Rolf Watter/Dieter Dubs, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions

X, Zürich 2008, 173 ff., 183. 19) Hans Caspar von der Crone/Eva Bilek/Matthias Hirschle, Neuerungen im Offenlegungsrecht, SZW 1/2008, 1 ff., 10. 20) Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK a. F. vgl. zur Rechtslage nach revidiertem Recht unten, 4.4.1 21) Vgl. Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK a. F. 22) Watter/Dubs (Anm. 18), 182. 23) Die Aktien werden von der Bank nicht mehr für das Hedging benötigt, Watter/Dubs (Anm. 18), 183. 24) Watter/Dubs, (Anm. 18), 182, 186. Diese Strategie kann nun aufgrund der Revision der BEHV in der Schweiz nicht mehr verfolgt werden, vgl. dazu 4.4.1. Mit dieser Taktik verwandt ist der Einsatz von Securities Lending, vgl. dazu 3.3.2 25) Im Einzelnen Watter/Dubs (Anm. 18), 186 ff.; vgl. zum Fall Saurer Rolf Watter/Dieter Dubs, Wettlauf der «Waffensysteme» bei Unternehmensübernahmen – Optionsstrategien als Herausforderungen für das schweizerische Übernahmerecht, NZZ 2007, N. 19–31. 26) Grundlegend Urs Bertschinger, Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing, Bd. 1, Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, in: Dieter Zobl/Mario Giovanoli/Gérard Herzig (Hrsg.), Schweizer Schriften zum Bankrecht, Zürich 1994, 2; vgl. auch Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (Anm. 9), 945. 27) Bertschinger (Anm. 26), 41 ff. 28) Zobl/Kramer (Anm. 2), § 23 N 1280. 29) Bertschinger (Anm. 26), 41 ff. 30) Boemle/Gsell/Jetzer/Nyffeler/Thalmann (Anm. 9), 945. 31) Bertschinger (Anm. 26), 8 ff. 32) Bertschinger (Anm. 26), 12 ff. 33) Bertschinger (Anm. 26), 14. 34) Watter/Dubs (Anm. 18), 181. 35) Rolf H. Weber, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 56 zu Art. 20 BEHG. 36) Watter/Dubs (Anm. 18), 181, 188 f.; vgl. auch Finanz und Wirtschaft vom 9. Mai 2007, 19. 37) Watter/Dubs (Anm. 18), 181, 188 f. 38) Zobl/Kramer, (Anm. 2), § 6 N 585; Urs Pulver, Derivatgeschäfte als Rechtsgeschäfte, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1996, 63 ff., 70; vgl. auch Kümpel (Anm. 9), N 14. 286 ff. 39) Pulver (Anm. 38), 71 ff. 40) Pulver (Anm. 38), 73 f. 41) Pulver (Anm. 38), 74 f. 42) Zum Begriff des CfD zitierte das Bundesverwaltungsgericht im Entscheid betreffend Laxey/Implenla vom 18. Dezember 2008, B-2775/2008, B.b., 7 die Vorinstanz wie folgt: Bei CfD handelt es sich um «gegenseitige variable Forderungen auf Geldzahlungen, deren Höhe vom Kurs eines bestimmten Basiswertes abhängig [ist]. Der Verkäufer verpflichte[t] sich, zum Verfallszeitpunkt bei gestiegenem Aktienkurs dem Käufer die Differenz zu zahlen; umgekehrt verpflichte[t] sich der Käufer, dem Verkäufer

die Differenz bei gefallenem Aktienkurs auszugleichen.» **43** Eingehend Habersack, AG 22/2008, 817 ff.; Weber/Meckbach (Anm. 3), 2022 f.; Zetzsche (Anm. 5), 10; vgl. auch die Ankündigung des Übernahmeangebotes gemäss § 10 WpÜG vom 15. Juli 2008. **44** Habersack (Anm. 43), 817; Weber/Meckbach (Anm. 3), 2023, die Bank sichert sich bei CfD in der Regel durch den Erwerb der dem Swap zugrundeliegenden Aktien ab. Wird der CfD aufgelöst, besteht aber keine Notwendigkeit mehr für ein Hedging, und die Aktien können in der Regel nur an den Vertragspartner aus dem CfD veräussert werden, welcher «rein zufällig» an der physischen Lieferung interessiert ist. **45** Börsenzeitung vom 23. August 2008, 10. Zusammen mit den Aktien, die die Schaeffler KG bereits hielt, machte das 90% der Continental-Aktien aus. **46** Zum Fall Watter/Dubs (Anm. 18), 190. **47** Vgl. dazu das Urteil des US District Court fort the Southern District of New York CSX Corp. v. The Children's Investment Fund mgt., (Anm. 6). **48** Urs Schenker, Die börsenrechtliche Meldepflicht bei Derivaten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 251 ff., 255. **49** Schenker (Anm. 48), 255. **50** Schenker (Anm. 48), 255. **51** So auch Schenker (Anm. 48), 266. **52** Verfügung der EBK in Sachen Laxey/Implenia vom 7. März 2008. **53** Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes (Anm. 42), 40, E. 6.6 ff. Die Offenlegungsstelle der SIX, Jahresbericht 2007, 20, hielt demgegenüber dafür, es existiere vor dem Inkrafttreten von Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG überhaupt keine gesetzliche Grundlage zur Erfassung von CfD; vgl. auch Jahresbericht 2008 der Offenlegungsstelle der SIX, 69 ff. **54** Urteil des Bundesverwal-

lungsgerichtes (Anm. 53), 40, E. 6.6. **55** So wohl auch Schenker (Anm. 48), 266; vgl. zum Begriff des Swapgeschäfts 3.4.1. **56** OLS-Jahresbericht 2007, 22 ff. Hier ging es um Cash-Settled Equity Swaps. **57** So auch Schenker, (Anm. 48), 258 ff.; Von der Crone/Hirschle/Bilek, (Anm. 29), 10; Rolf H. Weber, Börsenrechtliche Meldepflichten im Spannungsfeld zwischen Gesellschafts- und Finanzmarktrecht, in Peter V. Kunz/Dorothea Herren/René Matteotti/Tomas Cottier (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis. Festschrift für Roland von Büren, Basel 2009; 769 ff., 774. **58** Amtl. Bulletin 2007, N 105 Votum Schneider. **59** OLS-Jahresbericht 2007 (Anm. 53), 22. **60** Erläuterungsbericht für die Anhörung vom Juni/Juli 2008 betreffend die BEHV-Finma vom Juni 2008, 13. Damals handelte es sich noch um Art. 13 Abs. 4 BEHV-Finma. **61** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 14. **62** BGE 130 II 530 ff. **63** BGE 130 II 530 ff., 558, E. 6.5.7. **64** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 14. **65** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 17. **66** Rolf Watter/Andreas Hinsens, Empty Voting und verwandte Taktiken, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 1 ff., 22. **67** Schenker, (Anm. 48), 270. **68** Schenker, (Anm. 48), 271. Personen, die kein Angebot machen, sollen in keinem Fall unter Art. 15 Abs. 2 BEHV-Finma fallen. **69** Die EBK spricht ausdrücklich von einer «neuen Erstschwelle» von 15%, vgl. Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 17. **70** Peter Isler/Philipp Haas, Securities Lending und Stimmrecht, in: Nedim Peter Vogt/Eric Stup/Dieter Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum

für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen 2008, 211 ff. **71** Von der Crone/Bilek/Hirschle (Anm. 57), 15; Isler/Haas (Anm. 70), 219 ff.; BEHG-Weber (Anm. 35), N 56 zu Art. 20. **72** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 10. Dieser Ansatz hätte beispielsweise dazu geführt, dass alle Bankkunden, institutionelle und Retailkunden im Bezug auf die Effekten, welche sie in ihren Depots zur Ausleihe freigeben, von der Offenlegungspflicht erfasst wären. **73** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 10. In diesem Sinne sind ausgeliehene Beteiligungsrechte während der Dauer des Leihgeschäftes doppelt gemeldet. **74** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 10. **75** Erläuterungsbericht BEHV-Finma (Anm. 60), 10. **76** BGBl 2007 I, 10. **77** Fleischer/Schmolke (Anm. 3), 1503. **78** Weber/Meckbach (Anm. 3), 2024. Die BaFin hielt dazu in einer Pressemitteilung vom 21. August 2008 folgendes fest «Das Swap-Geschäft [mit Merrill Lynch] habe bei Schaeffler auch keine Mitteilungspflicht wegen des Haltens sonstiger Finanzinstrumente ausgelöst (§ 25 Abs. 1 WpHG), das der «Cash-Settled-Return Equity Swap» keinen Anspruch auf Lieferung von Continental-Aktien vermittele.» **79** Vgl. Weber/Meckbach (Anm. 3), 2024. **80** Weber/Meckbach (Anm. 3), 2026 ff.; Zetzsche (Anm. 5), 19 ff.; vgl. auch Habersack (Anm. 43), 818 ff., der dafür hält im Fall Continental/Schaeffler handle es sich um einen Fall des § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (Halten für Rechnung des Meldepflichtigen). **81** Vgl. dazu Ziff. 4.3. **82** Vgl. dazu Ziff. 4.3. **83** Vgl. dazu Ziff. 4.1.2. **84** Vgl. dazu Ziff. 4.2.2. **85** Vgl. dazu Ziff. 4.4.

## RÉSUMÉ

# Comptabilisation des instruments financiers selon le nouveau droit sur la publicité des participations

Les règles sur la publicité des participations énoncées aux articles 20 et suivants de la *loi sur les bourses (LBVM)* revêtent un rôle central dans le droit régissant les rachats d'entreprises. Elles ont notamment pour but de renseigner sur la composition et sur les fluctuations de l'actionnariat d'une société – information capitale s'il en est pour prendre une décision d'investissement. Le recours de plus en plus fréquent à des instruments financiers dans le cadre des opérations de fusion et acquisition a toutefois risqué de vider de leur sens les dispositions sur la publicité des participations. Ces instruments permettent en effet à un repreneur de stocker des titres de participation chez un tiers «sur appel», sans les détenir formellement et donc sans avoir à se soumettre à l'obligation de déclarer prévue par la loi. Les instruments

utilisés dans ce contexte sont essentiellement les options prévoyant un règlement en espèces, les contrats de différence et le prêt de titres.

Ces pratiques ont engendré plusieurs révisions et extensions du champ d'application des règles de publicité des participations au cours des deux dernières années. Le législateur a tout d'abord introduit l'article 20 alinéa 2<sup>bis</sup> LBVM qui désigne explicitement les opérations portant sur des instruments financiers comme un mode d'acquisition indirecte et les soumet à ce titre à l'obligation d'annoncer. Il a toutefois posé une limite matérielle en exigeant que la position correspondante ait été constituée pour acquérir des titres en vue d'une OPA. Cette exigence a été transposée dans l'*ordonnance de la Finma sur les bourses (OBVM-Finma)* au 1<sup>er</sup> janvier 2009. Déro-

geant à la base légale qui le fonde, le nouvel article 15 alinéa 1 OBVM-Finma s'applique cependant à tous les instruments financiers et dépasse donc le but visé par le législateur. Cela apparaît aussi dans le cadre d'une comparaison avec les dispositions analogues du droit allemand et du droit américain. L'article 15 alinéa 2 OBVM-Finma introduit ensuite une disposition supplétive selon laquelle les instruments financiers qui ne sont pas couverts par l'alinéa 1 doivent aussi être déclarés s'ils ont été acquis en vue d'une OPA.

L'auteur analyse ici le contenu de la nouvelle ordonnance et procède à une évaluation critique du nouveau droit sur la publicité des participations, enrichie par des considérations de droit comparé. TJ/SS/PB