

Band 95

Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dieter Zobl

Prof. Dr. Mario Giovanoli

Prof. Dr. Rolf H. Weber

Dr. iur. Christian Renn

Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen

Eine Analyse der börsenrechtlichen Meldepflicht
aus ökonomisch-juristischer Sicht

Schulthess § 2010

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Vorbemerkungen	1
I. Einführung	1
1. Bewegung im Markt für Unternehmenskontrolle	1
2. Ursache oder Symptom? Derivate und die Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und formellen Rechten	2
II. Zielsetzung und Forschungsbeitrag der vorliegenden Arbeit	2
III. Vorgehen	4
IV. Terminologisches und Systematisches	6
Erster Teil: Grundlagen derivativer Finanzinstrumente	9
§ 2 Derivate – Handel, Märkte und Produkte	11
I. Eine (sehr) kurze Geschichte des Derivatehandels und der Derivate	11
1. Auswirkungen der modernen Optionspreistheorie	11
2. Derivate von der Antike bis heute	11
II. Derivate – eine kurze Einführung	12
1. Terminologisches	12
2. Merkmale von Derivaten	13
3. Mögliche Basiswerte	14
4. Spiel und Wette als Grenzen möglicher Basiswerte	15
III. Rechtliche Einordnung von Derivaten	16
IV. Einsatzmöglichkeiten	17
1. Risikotransfer, Hebelwirkung und Liquidität – der ökonomische Nutzen von Derivaten	17
2. Derivate als Mittel zur Fungibilisierung von Risiken	18
3. Hedging	19
4. Spekulation	20

5. Arbitrage	20
V. Derivatehandel	21
1. OTC- und Börsenhandel von Derivaten	21
2. Handelsvolumen	22
3. OTC-Handel	23
a) Herausforderungen des OTC-Derivatehandels	23
b) Transaktionsphasen beim OTC-Handel mit Derivaten	24
aa) Ablauf einer OTC-Transaktion	24
bb) Vor-Trading Phase	24
cc) Trading-Phase	25
dd) Post-Trading-Phase: Clearing und Settlement	26
c) Master Agreements	27
aa) Funktion der Master Agreements	27
bb) ISDA Master Agreements und nationale Rahmenverträge	28
4. Börsenhandel von Derivaten	29
a) Zentrale Gegenpartei im Derivatehandel	29
b) Funktionsweise einer zentralen Gegenpartei im Derivatehandel	29
c) Eintritt der zentralen Gegenpartei	32
aa) Open Offer-System	33
bb) Novation	34
d) Wirkungen einer zentralen Gegenpartei	34
aa) Vorteile einer zentralen Gegenpartei	34
bb) Nachteile einer zentralen Gegenpartei	35
e) Implikationen des börsenmässigen Derivatehandels für die Meldepflicht	36
5. Gegenüberstellung des OTC- und Börsenhandels von Derivaten	37
VI. Settlement von Derivaten	39
1. Cash Settlement und physical Settlement	39
a) Kontraktsspezifikationen und bilaterale Verträge – Vereinbarung der Settlement-Methode	39
b) Cash Settlement	40
c) Physical Settlement	41
2. Vor- und Nachteile der Settlement-Methoden	41
a) Gegenparteirisiken	41

b) Marktmanipulation	42
aa) Marktmanipulation und Settlement-Methoden	42
bb) Risiken der Marktmanipulation durch die Meldepflicht	44
c) Settlementmethoden für Credit Default Swaps	45
d) Cash Settlement und Liquidität der Basismärkte	46
VII. Derivate bei Unternehmensübernahmen – praktischer Einsatz und rechtlicher Rahmen	47
1. Auswahl des Übernahmeziels und Hedging	48
2. Transaktionsphase – Beteiligungsaufbau und Offenlegung	50
3. Das Problem redundanter Absicherungsgeschäfte – Deal Contingent Hedges	50
4. Kurze Fallstudie zu Insiderhandel und Marktmanipulation durch den Einsatz von Derivaten bei Unternehmensübernah- men – Der Fall Porsche/Volkswagen	51
VIII. Hedging und Meldepflicht	56
1. Bedeutung des Hedging für die vorliegende Arbeit	56
2. Hedging durch Abschluss gegenläufiger OTC-Geschäfte	57
3. Hedging durch Abschluss gegenläufiger börsenmässiger De- rivategeschäfte	57
4. Hedging durch Erwerb der Basiswerte	58
5. Statische und dynamische Hedging-Strategien	58
§ 3 Ökonomische Grundlagen der Derivate	59
I. Zur Bedeutung der modernen Optionspreistheorie für die Ju- risprudenz	59
II. Optionen	60
1. Definition von Optionen	60
2. Handel von Optionen	60
a) Handelsplätze – Börsenhandel und OTC-Markt	60
b) Settlement von Optionen	61
aa) Physical Settlement von Optionen	61
bb) Cash Settlement von Optionen	62
3. Hauptgeschäftsarten – Call und Put, Long und Short	64
4. Bewertung von Optionen	65
a) Innerer Wert, Zeitwert und Payoff bei Verfall der Option	65
b) Put-Call-Parität	67

c)	Optionsbewertung nach BLACK, SHOLES und MERTON	68
d)	Kennzahlen (<i>Greeks</i>)	71
aa)	Für die vorliegende Arbeit wichtige Optionskennzahlen	71
bb)	Delta (δ)	71
cc)	Gamma (γ)	74
5.	Hedging von Optionen	76
III.	Strukturierte Produkte	78
1.	Hebelprodukte	78
a)	Warrants (Optionsscheine)	78
b)	Kursabhängige Optionsscheine	79
c)	Weitere Hebelprodukte	80
d)	Gemeinsames Merkmal und Eignung zum Stimmrechtserwerb	80
2.	Partizipations-Produkte	81
a)	Tracker-Zertifikate	81
b)	Weitere Zertifikate-Typen	81
c)	Gemeinsames Merkmal und Eignung zum Stimmrechtserwerb	82
3.	Renditeoptimierungs-Produkte	82
a)	Discount-Zertifikate	82
b)	Weitere Renditeoptimierungs-Produkte	83
c)	Gemeinsames Merkmal und Eignung zum Stimmrechtserwerb	84
4.	Kapitalschutz-Produkte	85
a)	Grundlegende Funktionsweise	85
b)	Varianten	85
c)	Gemeinsames Merkmal und Eignung zum Stimmrechtserwerb	85
5.	Wandelanleihen und Exchangeable Bonds	86
a)	Grundlegende Funktionsweise	86
b)	Gemeinsames Merkmal und Eignung zum Stimmrechtserwerb	86
IV.	Forwards	87
1.	Grundlagen	87
2.	Equity Forwards und ihre Anwendungsmöglichkeiten	88

3.	Handel und Settlement von Forwards	90
a)	Forward-Handel	90
b)	Forward-Settlement	91
V.	Financial Futures	92
1.	Grundlagen	92
2.	Equity Futures und ihre Anwendungsmöglichkeiten	93
3.	Futures-Handel und Settlement	94
a)	Futures-Handel	94
b)	Futures-Settlement	94
VI.	Swaps	94
1.	Grundlagen	94
2.	Swaps und ihre Anwendungsmöglichkeiten	95
a)	Equity Swaps	95
b)	Dividend Swaps	96
3.	Handel und Settlement von Swaps	97
a)	Swap-Handel	97
b)	Swap-Settlement	97
VII.	Contracts for Difference – CFDs	98
1.	Grundlagen	98
2.	Anwendungsmöglichkeiten	99
3.	CFD-Handel und Settlement	99
a)	CFD-Handel	99
b)	CFD-Settlement	100
VIII.	Derivate auf Volatilität und Varianz	101
1.	Grundlagen und Anwendungsmöglichkeiten	101
2.	Hedging und Eignung zum Stimmrechtserwerb	102
IX.	Kreditderivate	103
1.	Grundlagen	103
2.	Handel und Settlement von Kreditderivaten	104
a)	Handel	104
b)	Settlement eines CDS	106
aa)	Kreditereignisse	106
bb)	Physical Settlement	107
cc)	Cash Settlement	108
3.	Anwendungsmöglichkeiten von Kreditderivaten	110

Zweiter Teil: Vorüberlegungen zur Meldepflicht: Decoupling und Transparenz	113
§ 4 Decoupling – Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und for- mellen Rechten	115
I. Decoupling als Herausforderung für grundlegende Prämissen der Rechtsordnung	115
1. Grundlagen der Trennung von Stimmrecht und wirtschaft- lichem Interesse	115
2. Bedeutung des Decoupling für die Meldepflicht	118
II. Möglichkeiten der Trennung von Stimmrecht und ökonomi- schem Interesse	120
III. Empty Voting	120
IV. Stimmrecht und negatives wirtschaftliches Interesse	122
V. Hidden/Morphable Ownership	124
VI. Exaggeration of Ownership	127
§ 5 Grundlegende Überlegungen zu Meldepflicht und Transparenz . . .	131
I. Einführung	131
II. Grundlegende Überlegungen zur Transparenz	133
1. Ist Transparenz ein Wert an sich?	133
2. Bedeutung des Informationsadressaten für die optimale In- formationsmenge	133
3. Noise, Noise, Noise – Information und Lärm	134
4. Informationsrecht und Möglichkeiten zur Verarbeitung von Informationen	135
5. Prophylaktische und bewusste Über-Information – von der Gefahr zu schweigen und der Kunst des Scheinangriffs . . .	137
6. Mehr Informations-Recht kann weniger Information bedeuten	138
III. Zur Notwendigkeit der Meldepflicht – Garantin funktionieren- der Märkte oder dürtig kaschierter Heimatschutz?	139
1. Zielsetzungen der Offenlegungspflicht qualifizierter Beteili- gungen	139
a) Gesetzeshistorischer Rückblick	139

b)	Systemische Bedeutung – Transparenz als Vorbedingung effizienter Märkte	139
c)	Meldepflicht und Übernahmerecht	140
d)	Frühwarnsystem für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre	141
e)	Exkurs: Bedeutung der Efficient Market Hypothesis für die Meldepflicht	143
f)	Zusammenfassung zur Zielsetzung der Meldepflicht	144
2.	Wirkung und Implikationen der Meldepflicht	146
a)	Vom wahren, richtigen Preis – Börsenkurs als Pretium iustum et verum	146
b)	Meldepflicht, Kontrollprämie und die überschüssenden Erwartungen der Börse	147
c)	Wem stehen die Gewinne eines Unternehmenszusammenschlusses zu?	149
d)	Industrielle Logik und Heimatschutz	151
e)	Schlussfolgerung – Meldepflicht als normativer Entscheid der Profitallokation	151
IV.	Zusammenfassung	152

Dritter Teil: Meldepflicht für Finanzinstrumente 153

§ 6	Zur Meldepflicht in Grossbritannien, Deutschland und den USA	155
I.	Grossbritannien	155
1.	Grundlagen der Meldepflicht in Grossbritannien	155
2.	Ausnahmen von der Meldepflicht	155
3.	Indirektes Halten von Aktien	157
4.	Bisherige Meldepflicht für Finanzinstrumente in Grossbritannien	158
5.	Neue Regeln zur Offenlegung von Finanzinstrumenten in Grossbritannien	160
a)	Ausdehnung der Meldepflicht auf weitere Finanzinstrumente bei gleichzeitiger Beschränkung auf Long-Positionen	160
b)	Hedging-Mechanismus	160
c)	Delta-adjustierte Meldepflicht	161
d)	Prinzipienbasierte Regulierung	162

	6. Zusammenfassung der Meldepflicht in Grossbritannien	163
II.	Deutschland	164
	1. Grundregelung der Meldepflicht in Deutschland	164
	2. Nichtberücksichtigung von Stimmrechten	164
	3. Zurechnung von Stimmrechten oder indirekter Erwerb	165
	a) Grundlagen der Zurechnung von Stimmrechten	165
	b) Zurechnung von Stimmrechten aufgrund objektiver Kriterien	165
	c) Acting in Concert – Stimmrechtsabrede und Zusammen- wirken	166
	aa) Erfassung des Acting in Concert bis zum Erlass des Risikobegrenzungsgesetzes	167
	bb) Zusammenwirken mit dem Ziel einer Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten	167
	4. Meldepflicht von Finanzinstrumenten nach deutschem Recht	169
	a) Meldeschwellen für die Meldung von Finanzinstrumenten	169
	b) Begriff der Finanzinstrumente gemäss deutscher Meldepflicht	171
	c) Fixgeschäfte	171
	d) Optionsgeschäfte	172
	e) Derivate ausserhalb der deutschen Meldepflicht	173
	5. Das Risikobegrenzungsgesetz und die Meldepflicht	175
	6. Sanktionen	176
	a) Übersicht	176
	b) Rechtsverlust	176
	c) Bussgeld und Nachmeldung	177
	d) Zivilrechtliche Möglichkeiten	177
	e) Nachweis und Berechnung des Schadens aus nicht erfolg- ter Meldepflicht	179
	7. Zur Meldepflicht von Derivaten mit Barausgleich in Deutschland – die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler-Gruppe	182
	a) Heimlicher Beteiligungsaufbau durch die Schaeffler-Gruppe	182
	b) Abklärungen der BaFin zum Anschleichen der Schaeffler-Gruppe	183

c)	Rechtliche Beurteilung des Beteiligungsaufbaus der Schaeffler-Gruppe	184
aa)	Möglichkeiten einer Zurechnung der von den Swaps referenzierten Aktien zur Schaeffler-Gruppe	184
bb)	Stimmrechtsabrede und faktische Beeinflussung der (Swap-) Gegenpartei	185
cc)	Halten von Aktien auf Rechnung eines Dritten	189
dd)	Rechtlich bindende Vereinbarung oder faktische Erwerbsmöglichkeit? Probleme der Zurechnung	190
ee)	Behandlung als Gruppe oder Annahme eines mündlichen Vertrags? Möglichkeiten der Erfassung von Gentlemen's Agreements in Derivateverträgen	192
ff)	Zur Beweisführung bei der Meldepflicht	193
d)	Umgehung der Meldepflicht durch die Schaeffler-Gruppe? .	194
e)	Schlussbemerkungen zur Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler-Gruppe	195
8.	Schlussbemerkungen zur Meldepflicht in Deutschland – biblische Plagen und zelotische Antworten	196
III.	Offenlegungspflicht in USA – der Fall CSX/TCI	198
1.	Einführung	198
2.	Sachverhalt	198
3.	Beneficial Ownership	200
4.	Investment Power und Voting Power – SEC Rule 13d-3(a)	202
a)	Investment Power – Aktien im Einflussbereich von TCI	203
b)	Voting Power – Stimmrechte im Einflussbereich von TCI	204
aa)	Voting Power	204
bb)	Formelle Abreden des Stimmverhaltens	204
cc)	Faktische Einflussmöglichkeit von TCI auf die Stimmrechte?	205
5.	Umgehung der Meldepflicht durch eine Gruppe – SEC Rule 13d-3(b)	206
6.	Zusammenfassung: Urteil und Sanktionen	208
a)	Share Sterilization	208
b)	Unterlassungsverfügung gegen weitere Meldepflichtverletzungen	208

c)	Rückzug von TCI	209
IV.	Zusammenfassung zur Meldepflicht in Grossbritannien, Deutschland und den USA	209
§ 7	Offenlegungspflicht qualifizierter Beteiligungen in der Schweiz . . .	213
I.	Barbarians at the Gate? Der Gesetzgeber wird unsanft geweckt . .	213
1.	Die Revision der Meldepflicht – ein kurzer historischer Abriss	213
a)	Lücken der alten Regelung und Initiative zu ihrer Schliessung	213
b)	Erste Revision der Börsenverordnung der EBK	215
aa)	Grundlagen der ersten Anpassung der aBEHV-EBK . .	215
bb)	Wegfall der Beschränkung der Meldepflicht auf Op- tionen mit Realerfüllung	215
cc)	Wegfall der De-minimis-Regel von Art. 13 Abs. 3 aBEHV-EBK	216
c)	Revision des Börsengesetzes – Meldeschwellen, Ausü- bung von Put-Optionen und Ausnahmen von der Meldepflicht	217
aa)	Art. 20 Abs. 1 BEHG – Meldepflicht für Optionen und neue Meldeschwellen	217
bb)	Art. 20 Abs. 2 BEHG – Ausübung von Veräusse- rungsrechten	218
d)	Zweite Revision der Börsenverordnung der EBK	218
e)	Aktuelle Fassung der Meldepflicht nach der Börsenver- ordnung der FINMA	219
II.	Meldeschwellen und ihre Berechnung	220
1.	Grundlagen	220
2.	Eintrittsmeldeschwelle von 3%	220
3.	Die neuen Zwischenschwellen von 15 und 25%	223
4.	Berechnung der meldepflichtigen Beteiligungsquote	223
a)	Stimmrechte als Berechnungsgrundlage	223
b)	Art des Erwerbs	224
c)	Erwerbs- und Veräusserungspositionen	224
d)	Sonderregelung für Banken und Effektenhändler	225
III.	Grundregelung der Meldepflicht	225
1.	Subjekt der Meldepflicht	225
2.	Inhalt der Meldung	227
3.	Direkter Erwerb, indirekter Erwerb und Acting in Concert . . .	228

a) Direkter Erwerb	228
b) Indirekter Erwerb	228
c) Acting in Concert	230
4. Meldepflicht für Finanzinstrumente	231
5. Sanktionen	232
6. Die Offenlegung aus Sicht des Aktienrechts	233
7. Meldepflicht qualifiziert Beteiligter an Banken, Effekten- händlern und kollektiven Kapitalanlagen	234
a) Bankenrechtliche Meldepflicht	234
b) Meldepflicht für massgebend Beteiligte an Effektenhändlern	234
c) Kollektive Kapitalanlagen	235
§ 8 Indirekter Erwerb und Acting in Concert	237
I. Einleitung	237
II. Indirekter Erwerb	238
1. Grundlegung	238
2. Indirekter Erwerb zur Erfassung von Derivategeschäften	240
a) Grundlagen des indirekten Erwerbs nach Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA	240
b) Erwerb und Veräusserung durch einen Dritten	241
c) Erwerb und Veräusserung durch direkt oder indirekt be- herrschte juristische Personen	242
d) Andere Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht ver- mitteln können	243
III. Acting in Concert – Absprache mit Dritten und Handeln in or- ganisierter Gruppe	244
1. Grundlagen	244
2. Abgestimmtes Verhalten oder Parallelverhalten?	245
3. Grundlage des Acting in Concert: Vertrag und Verhaltensab- stimmung	246
a) Aktionärsbindungsvertrag	246
b) Gentlemen's Agreements	247
c) Proxy Fights	247
d) Abstimmung durch andere organisierte Vorkehren	248
4. Vom Gesetz genannte Tatbestände des Acting in Concert und der Einsatz von Derivaten	249

a)	Rechtsverhältnisse zum Erwerb oder zur Veräusserung von Beteiligungspapieren	249
b)	Rechtsverhältnisse zur Ausübung von Stimmrechten	250
c)	Konzern und Unternehmensgruppe	251
IV.	Derivate im Übernahmerecht	251
1.	Übernahmerechtliche Meldepflicht	252
2.	Freiwillige Angebote, Pflichtangebote und die Meldepflicht	253
a)	Freiwillige Angebote und Pflichtangebote	253
b)	Angebotspflicht	254
c)	Opting Up und Opting Out	255
3.	Regeln zur Preisbestimmung bei Unternehmensübernahmen – Mindestpreisregeln und Best Price Rule	256
a)	Grundregelung des Mindestpreises	256
b)	Best Price Rule	256
c)	Berücksichtigung von Optionen für die Mindestpreisregeln	257
V.	Indirekter Aktienerwerb mittels Optionen – Der Fall Saurer	259
1.	Bedeutung der Übernahme der Saurer AG für das schweizerische Übernahmerecht	259
2.	Sachverhalt	259
3.	Optionen im Lichte der Angebotspflicht von Art. 32 BEHG	261
4.	Teleologische Lücke – Stellen Optionen einen indirekten Erwerb dar?	261
a)	Teleologische Lücke und wertungsmässiger Kontrollerwerb	261
aa)	Zum wertungsmässigen Kontrollerwerb	261
bb)	Hedging durch Basistitel und seine Bedeutung für den Kontrollerwerb	262
cc)	Bieterwettstreit und Funktionsschutz	263
dd)	Schutz der Minderheitsaktionäre	263
b)	Pro und Contra der übernahmerechtlichen Qualifikation von Optionen als indirekter Erwerb	264
aa)	Abgestimmtes Verhalten der Käuferin	264
bb)	Position der Übernahmekommission	265
c)	Einhaltung der Best Price Rule bei indirektem Aktienerwerb mittels Optionen	266
d)	Reine <i>Options</i> - oder reine <i>Derivate</i> geschäfte?	266

5. Abgrenzungskriterien zwischen reinem Optionsgeschäft und indirektem Erwerb von Aktien durch Optionen	267
a) Hedging	267
b) OTC- oder Börsentransaktion	268
c) Umfang der Optionsgeschäfte	269
d) Optionsbedingungen	269
6. Banken als melderechtliche Gruppe	270
7. Derivate im Übernahmerecht – ein ganz neues Phänomen? . . .	270
8. Abschliessende Bemerkungen zum Fall Saurer	271
VI. Zum Beteiligungserwerb Laxey's an Implenla	272
1. Sachverhalt	272
2. Vorgehen Laxey's beim Aufbau ihrer Beteiligung	274
3. Rechtsfragen	277
4. Laxey's Argumentation gegen das Vorliegen einer Meldepflicht	277
5. Meldepflicht von CFDs unter Art. 20 Abs. 2 ^{bis} BEHG	277
a) Einwände gegen die Anwendbarkeit von Art. 20 Abs. 2 ^{bis} BEHG	277
b) Faktische Möglichkeit des Aktienerwerbs durch CFDs . . .	278
c) Erwerb im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot	281
d) Abschliessende Beurteilung des Urteils des Bundesverwaltungsgerichts zur Anwendbarkeit von Art. 20 Abs. 2 ^{bis} BEHG	283
6. Meldepflicht von CFDs im Rahmen der Regeln des indirekten Erwerbs	283
a) Voting Power und Investment Power im Hinblick auf den indirekten Erwerb	284
aa) Voting Power	285
bb) Investment Power	286
b) Meldepflicht und das Ausnutzen von Marktmechanismen .	286
7. Zusammenfassung der bisher ergangenen Entscheide	287
8. Beurteilung des Falles Laxey/Implenla	288
VII. Der Fall Sulzer	291
VIII. Schlussfolgerung zum indirekten Erwerb und Acting in Concert .	292
§ 9 Meldepflicht von Finanzinstrumenten und Securities Lending	295
I. The Root of all Evil: Der Hedging-Mechanismus	295

1. Hedging als Grundproblem	295
2. Beeinflussung des Stimmverhaltens – Voting Power	295
3. Hedging und indirekter Erwerb – Investment Power	296
a) Erfordernis des Hedging	296
b) Hedging durch Aktien	297
c) OTC-Derivate	300
d) Börsengehandelte Derivate	301
e) Hedging durch Aktien, OTC-Derivate oder börsengehan- delte Derivate – Zusammenfassung	303
f) Hedging von Derivaten mit variablem Delta	303
4. Schlussfolgerung zu Hedging und Investment Power	305
II. Doppel- und Dreifachmeldungen durch die Meldepflicht von Derivaten	306
1. Dreifachmeldungen zur Erhöhung der Beteiligungstransparenz?	306
2. Zur wundersamen Verdoppelung der OC Oerlikon AG	307
III. Zur Meldepflicht einzelner Derivate	309
1. Optionen	309
a) Grundregelung	309
b) Ratio Legis der Meldepflicht von Optionen	310
aa) Call-Optionen	310
aaa) Long Call	310
bbb) Short Call	311
bb) Put-Optionen	312
aaa) Long Put	312
bbb) Short Put	313
2. Swaps, CFDs und Futures	313
a) Grundlagen der neuen Regelung	313
b) Swaps	314
c) Contracts for Difference	316
d) Financial Futures	319
3. Forwards	322
4. Schlussbemerkung zur Meldepflicht einzelner Derivate	323
IV. Abgrenzung von Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA, Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA und Art. 20 Abs. 2 ^{bis} BEHG	324
1. Grundlegung	324

2.	Zur allgemeinen Meldepflicht für Finanzinstrumente: Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA	325
a)	OTC-Derivate im Rahmen der Meldepflicht von Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA	325
b)	Einschränkung der Meldepflicht von Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA aufgrund der Settlement-Methode	325
3.	Zur Meldepflicht für Finanzinstrumente im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot – Art. 20 Abs. 2 ^{bis} BEHG und Art. 15 Abs. 2 BEHV-FINMA	326
4.	Stellen Derivate weiterhin einen indirekten Erwerb i.S.v. Art. 9 Abs. 3 BEHV-FINMA dar?	330
5.	Kritik der Gesetzesstruktur der Meldepflicht	331
V.	Weitere Strategien zur Umgehung der Meldepflicht	331
1.	Gewollte oder ungewollte Beschränkung der Meldepflicht?	331
2.	Baskets	332
3.	Indexderivate	333
4.	Strukturierte Produkte	333
5.	Derivate auf Volatilität und Varianz	335
VI.	Securities Lending und Repurchase Agreements	336
1.	Grundlagen des Securities Lending und der Repo-Geschäfte	336
2.	Was verbindet Derivate mit Finanztransaktionen wie dem Securities Lending?	337
a)	Trennung von wirtschaftlichem Eigentum und Stimmrecht	337
b)	Parkieren von Aktien	338
3.	Securities Lending, Repurchase Agreements und Stimmrecht im Aktienrecht	338
4.	Behandlung des Securities Lending, der Repurchase Agreements und der Sicherungsübereignung bei der Meldepflicht	339
a)	Meldepflicht und Ausübbarkeit des Stimmrechts	339
b)	Ausnahmen	340
aa)	Geschäfte über eine elektronische Handelsplattform	340
bb)	Sonderregelung für Banken und Effekthändler	341
5.	Kumulative Meldepflicht bei Erwerb und Ausübung von Derivaten	341

§ 10 Zusammenfassung, Vorschlag de lege ferenda und Schlusswort . . .	343
I. Probleme der Meldepflicht de lege lata	343
1. Fragwürdige Meldepflicht für Veräusserungspositionen	344
2. Keine Meldepflicht für Optionen, die zwingend Barausgleich vorsehen, und andere Finanzinstrumente mit zwingend phy- sischer Lieferung	345
3. Erwerb von Finanzinstrumenten im Hinblick auf ein öffent- liches Kaufangebot	346
4. Meldepflicht ohne Berücksichtigung der ökonomischen Funktionsweise des Derivatehandels	347
5. Verzerrung und Doppelmeldungen durch Vermischung von Stimmrechten und wirtschaftlichen Interessen	348
6. Verzerrungen durch Nichtberücksichtigung des Deltas von Finanzinstrumenten	349
7. Empty Voting und negatives Interesse	350
8. Übertreiben einer Beteiligung	351
9. Unklare Systematik und Begriffe	351
10. Unreflektierter Umgang mit Transparenz und fragwürdige ordnungspolitische Legitimation	352
11. „Watteboxen“	354
12. Störanfälligkeit durch Komplexität	354
II. Skizze einer Meldepflicht de lege ferenda	354
1. Grundlagen einer sachgemässen Meldepflicht	354
2. Delta-adjustierte Meldepflicht	355
3. Doppelte Meldepflicht von Stimmrecht und wirtschaftlichen Interessen	356
III. Schlusswort	360
Appendix	363
Meldeformulare der FSA	363